

**Børsrettsdagene  
2. og 3. februar 2004**

**Vedtak og uttalelser 2003**

**Sjefjurist Atle Degré**

# Innholdsfortegnelse

<b>1.</b>	<b>INNLEDNING</b> .....	<b>5</b>
1.1	GENERELT .....	5
1.2	OVERSIKT OVER BØRSSIRKULÆRER .....	5
<b>2.</b>	<b>EMISJONSKONTROLL OG PROSPEKTPLIKT</b> .....	<b>6</b>
2.1	OVERSIKT OVER KONTROLLERTE PROSPEKTER OG TILBUDDSDOKUMENTER I 2003.....	6
2.2	PROSPEKTPLIKT.....	7
2.2.1	<i>Emisjonsprospekt ved kapitalforhøyelse over 10%, bf § 18-1 – beregning (brev av 08.04.2003)</i> .....	7
2.2.2	<i>Prospektplikt etter bf § 18-1 ved selskapets konvertering av lån til aksjer (brev av 15.08.2003)</i> .....	8
2.2.3	<i>Prospektplikt ved intern reorganisering, tolkning av bf § 18-1 (brev av 23.12.2003)</i> .....	10
2.2.4	<i>"Selskapet ASA"- Spørsmål om prospektplikt</i> .....	13
2.3	PROSPEKTERS INNHOLD OG FORM.....	17
2.3.1	<i>Comments on Information Memorandum – Stemmerett for forvalterregistrerte aksjer (notat av 21.11.2003)</i> .....	17
2.3.2	<i>Emisjon til pari – belastning av bundet egenkapital for emisjonskostnader (børsmelding fra Nes Prestegjelds Sparebank 13.10.2003)</i> .....	18
2.3.3	<i>PGS – tilbud til aksjonærer i forbindelse med rekapitalisering (børsmelding 31. oktober 2003)</i> .....	18
2.3.4	<i>Beskrivelse av likebehandlingsspørsmål i prospekt (tilbakemelding på utkast til prospekt 15. april 2003 se også uttalelse i 5.3.2 nedenfor)</i> .....	19
2.4	OVERTREDELSE .....	20
2.4.1	<i>Hands ASA – Overtredelse av prospektplikten ved kapitalforhøyelse, jf § 18-1 (børsstyresak 25.11.2003)</i> .....	20
<b>3.</b>	<b>OPPTAK TIL BØRSNOTERING</b> .....	<b>26</b>
3.1	NYE SELSKAPER PÅ OSLO BØRS I 2003 .....	26
3.2	OPPTAKSVILKÅR.....	26
3.2.1	<i>Norwegian Air Shuttle ASA - Vilkår om 3 års virksomhet, og hovedlistens krav om overskudd (børsstyresak 136/03 av 17.12.2003)</i> .....	26
3.2.2	<i>NextGenTel ASA – Opptak til notering – krav til overskudd, likviditet og administrative rutiner (børsstyresak 25.11.03)</i> .....	36
3.3	OVERFØRING MELLOM HOVEDLISTE OG SMB-LISTEN .....	39
3.3.1	<i>Overføring mellom SMB- og hovedlisten (børsstyresak 22.01.2003)</i> .....	39
3.4	FORTSATT NOTERING VED FISJON/FUSJON, BF § 2-7 .....	45
3.4.1	<i>Tandberg Data ASA - Spørsmål om fortsatt notering etter fisjon (brev av 26.06.2003)</i> .....	45
3.4.2	<i>TAD fisjon- tilførsel av likviditet til Tandberg Storage (brev av 17.09.2003)</i> ...	47
3.4.3	<i>Selskapets videre børsnotering etter avhendelse av den operative virksomheten (brev av 06.10.2003)</i> .....	48
<b>4.</b>	<b>STRYKNING/SUSPENSJON</b> .....	<b>49</b>
4.1	SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING I 2003 .....	49
4.2	SAKER – STRYKNING OG MIDLERTIDIG STRYKNING .....	50
4.2.1	<i>OHI ASA – Strykning på grunn av overtredelse av børsforskriften og manglende oppfyllelse av noteringsvilkår (Børsklagenemndens sak 2/2003 av 16.09.2003)</i> .....	50
4.2.2	<i>Rutine ved tvungen innløsning (epost av 21.05.2003)</i> .....	59
<b>5.</b>	<b>INFORMASJONSPLIKT – UTSTEDERFORPLIKTELSER</b> .....	<b>60</b>
5.1	INFORMASJONSPLIKT .....	60

5.1.1	<i>SuperOffice ASA - Overtredelse av informasjonsplikten ved kontraktsinngåelse (børsstyresak 22.10.2003)</i> .....	60
5.1.2	<i>OHI ASA – Manglende delårsrapportering (se 4.2.1 ovenfor)</i> .....	75
5.1.3	<i>Krav om forbedring av selskapets delårsrapporter (brev til en rekke selskaper juli/august 2003)</i> .....	75
5.2	UTTALELSER OM INFORMASJONSPLIKT.....	77
5.2.1	<i>Informasjonsplikt ved betinget indikasjon på oppkjøpstilbud (internt notat fra telefonsamtale)</i> .....	77
5.2.2	<i>Innføring av sluttauksjon – konsekvenser for utstedere vedrørende offentliggjøring av børsmeldinger (se børssirkulære 2/2003 på www.oslobors.no)</i> .....	78
5.3	LIKEBEHANDLING/GOD BØRSSKIKK.....	78
5.3.1	<i>Choice Hotels Scandinavia ASA - Brudd på børsforskriften § 23-8 om likebehandling av aksjonærene og § 22-1 om god børsskikk ved tilbakekjøp av egne aksjer (børsstyresak 25.06.2003)</i> .....	78
5.3.2	<i>DnB NOR – Rettet emisjon mot staten (brev 23 april 2003)</i> .....	92
<b>6.</b>	<b>TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD</b> .....	<b>93</b>
6.1	TILBUDSPLIKT.....	93
6.1.1	<i>Havila Supply ASA - spørsmål om tilbudsplikt for Groupe Bourbon på grunn av opsjoner og konsolidering (børsstyresak 71/03 av 25.06.2003)</i> .....	93
6.1.2	<i>Pan Fish ASA – Unntak fra tilbudsplikt, finansinstitusjons begrensning av tap, jf vphl § 4-3 (brev av 30.09.2003)</i> .....	108
6.1.3	<i>Altinex ASA – Uttalelse om verdipapirhandelloven § 4-3 og anmodning om nærmere opplysninger vedr. mulige tilbudspliktsituasjoner (brev av 01.09.2003)</i> .....	109
6.2	TILBUDSPRIS – TILBUDSBETINGELSER.....	112
6.2.1	<i>Crystal Production ASA (brev av 21.11.2003)</i> .....	112
6.2.2	<i>Pliktig tilbud – justering av tilbudsprisen ved mottatt utbytte (epost av 21.03.2003)</i> .....	114
6.2.3	<i>Pliktig tilbud fra APR Holding AS – børsens tilbakemelding (brev av 04.07.2003)</i> .....	115
6.2.4	<i>Navis ASA – anmodning om omgjøring av vedtak vedr Fred Olsen Energy ASAs pliktige tilbud datert 27. november 2000 (brev av 05.11.2003)</i> .....	115
6.3	GARANTI.....	119
6.3.1	<i>Nedskrivning av garantimargin avgitt i forbindelse med pliktig tilbud samtidig med tvangsinnløsning (brev av 21.05.2003)</i> .....	119
6.4	KONSOLIDERING.....	120
6.4.1	<i>Tilbudsplikt i Elkem ASA – spørsmål om konsolidering av Orkla ASA og Nordstjernen Holding AS (Børsklagenemndens sak 1/2003 av 18.02.2003)</i> .....	120
6.4.2	<i>Forespørsel om flagging- og gruppebestemmelsene i verdipapirhandelloven (brev av 09.10.2003)</i> .....	136
6.4.3	<i>Opphør av konsolideringsgrunnlag – tilbudsplikt (epost av 21.03.2003)</i> .....	137
6.4.4	<i>Spørsmål om tilbudsplikt til aksjonærene i P4 Radio Hele Norge (brev av 09.05.2003)</i> .....	139
6.5	HÅNDHEVELSE AV TILBUDSPLIKTREGLENE.....	141
6.5.1	<i>Forholdet mellom opplysningsplikt til børsen og lovbestemt taushetsplikt – omgjøring av pålegg (brev av 25. april 2003)</i> .....	141
<b>7.</b>	<b>MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER</b> .....	<b>142</b>
7.1	NYE MEDLEMMER 2003.....	142
7.2	OVERTREDELSER.....	142
7.2.1	<i>Formidling av ordre utenfor aktuell markedsverdi - Sivilombudsmannens vurdering av klage fra Fearnley Fonds over børsklagenemndens vedtak 2/2002 (brev av 16.09.2003)</i> .....	142
7.3	NOREX MEMBER RULES/HANDELSREGLER.....	144
7.3.1	<i>Prioritering av ordre etter åpningsauksjon (brev av 24.04.2003)</i> .....	144

7.3.2	<i>Feilhandel i Panfish ASA 31. oktober 2003 – Klage over at børsen ikke slettet handel (brev av 12.11.2003)</i> .....	145
<b>8.</b>	<b>INNSIDE – MELDEPLIKT – FLAGGING</b> .....	<b>147</b>
8.1	INNSIDE.....	147
8.1.1	<i>Vedrørende DnBs kjøp av aksjer i Gjensidige NOR ASA (brev til Aksjonærforeningen av 12.05.2003)</i> .....	147
8.2	MELDEPLIKT.....	148
8.2.1	<i>Meldeplikt, innsideregler, flaggeplikt og tilbudsplikt for finansielle derivater (børssirkulære 1/2003)</i> .....	148
8.3	FLAGGING.....	149
8.3.1	<i>Ny flaggeterskel på 5 %, overgangsregel 5-10 % og unntak for verdipapirforetak (børssirkulære 6/2002)</i> .....	149
8.3.2	<i>Flagging ved fusjon (epost av 09.09.2003)</i> .....	149
8.3.3	<i>Spørsmål om tidspunkt for flagging ved erverv gjennom aktiv forvaltningsforetak – (epost av 28.11.2003)</i> .....	150
8.3.4	<i>Flagging av konvertible obligasjoner (epost av 05.09.2003)</i> .....	151

# 1. INNLEDNING

## 1.1 GENERELT

Kompendiet består av utdrag fra de vedtak, brev og andre uttalelser som 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. En del uttalelser er gitt pr. epost, eller som referat av andre samtaler og har en mer uformell form. Vi har likevel tatt dem med når de kan ha interesse utover den aktuelle sak.

Børsklagenemndens vedtak og viktige vedtak i børsstyret er inntatt i sin helhet.

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.oslobors.no](http://www.oslobors.no). For sirkulærer er det i kompendiet kun inntatt en innholdsoversikt.

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

## 1.2 OVERSIKT OVER BØRSSIRKULÆRER

- |                   |               |   |
|-------------------|---------------|---|
| <b>Nr. 7/2003</b> | 10. des 2003  | Eierstyring og selskapsledelse (corporate governance)   |
| <b>Nr. 6/2003</b> | 4. juli 2003  | Guidelines for Members' Reporting of Equity Trades on the NOREX Exchanges   |
| <b>Nr. 5/2003</b> | 26. juni 2003 | Regnskap – omvendt overtakelse ved fusjon   |
| <b>Nr. 4/2003</b> | 16. mai 2003  | Retningslinjer for selskapers håndtering av informasjon om fremtidsutsikter.  |
| <b>Nr. 3/2003</b> | 13. mars 2003 | NOREX Member Rules versjon 1.3  |
| <b>Nr. 2/2003</b> | 24. jan 2003  | Innføring av sluttauksjon – konsekvenser for utstedere av aksjer og grunnfondsbevis vedr. offentliggjøring av børsmeldinger |
| <b>Nr. 1/2003</b> | 23. jan 2003  | Meldeplikt, insideregler, flaggeplikt og tilbudsplikt for finansielle derivater   |

## 2. EMISJONSKONTROLL OG PROSPEKTPLIKT

### 2.1 OVERSIKT OVER KONTROLLERTE PROSPEKTER OG TILBUKSDOKUMENTER I 2003

<i>Selskap</i>	<i>Type øv.</i>	<i>Godkj.brev</i>
BNR	Fisjon	20.01.2003
Blom	Fortrinnsrettsemisjon	17.01.2003
Pan Fish	Rettet emisjon og fortrinnsrettsem.	20.01.2003
Nutri Pharma	Pliktig tilbud	12.02.2003
Oceanor	Frivillig tilbud	05.02.2003
Awilco	Frivillig tilbud	14.02.2003
Oceanor	Pliktig tilbud	27.02.2003
Nordlandsbanken	Pliktig tilbud	03.03.2003
Northern Oil	Emisjon og annenhåndssalg	11.04.2003
Aurskog Sparebank	Emisjon	10.03.2003
Roxar	Frivillig tilbud	03.03.2003
WiCom	Aksjekapitalforhøyelse mot garantister og eksisterende aksjonærer	19.03.2003
Toten Sparebank	Fortrinnsrettsemisjon	20.03.2003
Kitron	Fortrinnsrettsemisjon	20.03.2003
OfficeShop Holding	Pliktig tilbud fra HaslaGård Holding	21.03.2003
Awilco	Pliktig tilbud fra A Wilhelmsen AS	26.03.2003
Sense	Frivillig tilbud fra Reitangruppen	09.04.2003
Roxar ASA	Pliktig tilbud fra Lisme AS	09.04.2003
Bergesen d.y. ASA	Pliktig tilbud fra World Nordic	24.04.2003
Anonym	frivillig tilbud	10.06.2003
DNB/Gjensidige NOR	fusjon	06.05.2003
Sensor ASA	Fortrinnsrettsemisjon	15.05.2003
Leif Høegh	frivillig tilbud	08.05.2003
Sparebanken Vestfold	Fortrinnsrettsemisjon	30.05.2003
Indre Sogn Sparebank	Fortrinnsrettsemisjon	28.05.2003
C. Tybring Gjedde	Fortrinnsrettsemisjon og rettet emisjon og ansatte emisjon	02.06.2003
Sensor ASA	Frivillig tilbud fra Infineon	28.05.2003
Sense	Pliktig tilbud fra Reitangruppen	23.06.2003
Green Reefers	Rettet emisjon og fortrinnsrettsem.	25.06.2003
Noral ASA	Emisjon, konvertibelt lån	04.07.2003
TAD	Fisjonsprospekt	23.06.2003
Sensor ASA	Pliktig tilbud fra Infineon	30.06.2003
A-pressen	Pliktig tilbud fra APR Media Holding	11.07.2003
Havila Supply ASA	Pliktig tilbud fra Bourbon Maritime	20.08.2003
PGS	Konvertering av gjeld, videre salg	18.11.2003
Goodtech	Konvertering av gjeld	26.09.2003
WiCom	Rettet emisjon ved kjøp av Photonyx	19.11.2003
Gjensidige NOR	Rettet emisjon mot ansatte	26.09.2003

Kenor	Fortrinnsrettsemisjon (rep øvelse)	08.10.2003
Altinex	Fortrinnsrettet og rettet emisjon	09.10.2003
Pan Fish	Konvertering av gjeld, videresalg	17.10.2003
Nes Prestegjeld	Fortrinnsrettsemisjon og rettet emisjon mot garantister	14.11.2003
Voice ASA	Pliktig tilbud fra O.N. Sunde AS	20.10.2003
Wicom	Fortrinnsrettsemisjon	19.11.2003
NextGentel	Introduksjon	11.12.2003
OceanRig	Rettet emisjon	06.11.2003
Melhus Sparebank	fortrinnsrettsemisjon	14.11.2003
Crew	Konvertibelt lån	
Sinvest	Rettet emisjon	19.11.2003
Norsk Hydro	Fisjon Agri	1.12.2003
Crystal Production	Pliktig tilbud fra Agenor	28.11.2003
Norsk Vekst	Frivillig tilbud fra Arendals Fossekomp.	27.11.2003
Sandnes Sparebank	fortrinnsrettsemisjon	03.12.2003
CorrOcean	Fortrinnsrettsemisjon	08.12.2003
Norwegian	Introduksjon	10.12.2003
Avantor	Frivillig tilbud fra Rasmussengruppen AS	01.12.2003
Domstein	Fortrinnsrettsemisjon	12.12.2003
Frontier Drilling	Frivillig tilbud	
Kredittbanken	Fortrinnsrettsemisjon	
Gyldendal	Frivillig tilbud	05.01.2004

## 2.2 PROSPEKTPLIKT

### 2.2.1 Emisjonsprospekt ved kapitalforhøyelse over 10%, bf § 18-1 – beregning (brev av 08.04.2003)

Det vises til tidligere samtaler samt oversendelse av notat datert 3. april 2003 vedrørende prospektplikt i forbindelse med rettet emisjon mot Staten i tilknytning til den planlagte fusjonen mellom DnB Holding ASA (DNB) og Gjensidige NOR ASA (GNO).

Det er opplyst at den rettede emisjonen mot Staten vil foreslås vedtatt på generalforsamlingen den 19. mai 2003 samtidig med fusjonen. Tegningsperioden starter samme dag og varer frem til fusjonen er registrert i Foretaksregisteret. Emisjonen registreres først etter tegningsperiodens utløp. DnB vil i henhold til børsforskriften § 18-1 være forpliktet til å utarbeide prospekt for den rettede emisjonen dersom kapitalforhøyelsen overstiger 10% av den kapital som er notert. Prospektplikt etter vphl. § 5-1 vil ikke være aktuelt ettersom emisjonen er rettet til færre en 50 personer. Før gjennomføringen og registrering av fusjonen, vil den rettede emisjonen overstige 10% av aksjekapitalen i DNB, men emisjonen ikke vil utgjøre over 10% av aksjekapitalen etter at fusjonen er gjennomført. Det er reist spørsmål ved tidspunktet for når 10%-beregningen skal finne sted.

Det vil være fire tidspunkt som kan være aktuelle for vurderingen av selskapets aksjekapital i forhold til 10% beregningen. Det er ved vedtagelse av emisjonen, tegningstidspunktet, ved utstedelse av de nye aksjene eller på noteringstidspunktet.

Det følger av børsforskriften at prospekt skal utarbeides dersom "aksjene som utstedes i forbindelse med emisjonen" utgjør mer enn 10% eller mer av tilsvarende verdi av aksjekapitalen i samme klasse som allerede er notert. Børsforskriften er en implementering av unntaket i direktiv 2001/34/EF art. 23 som tilsvarende gjør unntak fra

prospektplikten for verdipapirer "for hvilket der søges om optagelse til notering" hvis antall er "under 10% af antallet eller af den tilsvarende værdi af aktier af samme klasse, som allerede er optaget til officiel notering" (dansk oversettelse).

Børsforskriften angir ikke klart tidspunktet for vurderingen av 10% grensen. Etter ordlyden kan det imidlertid se ut til at utstedelsestidspunktet er det relevante skjæringstidspunktet, jfr. henvisningen til "aksjene som utstedes". Det utelukker tidspunktene for emisjonsbeslutningen og tegning. Det er imidlertid naturlig å anta at beregningen også bør samsvare med plikten til å utarbeide prospekt. Etter bf. § 18-2 skal prospekt utarbeides i tilknytning til børsnoteringen og ikke ved utstedelsen av aksjene. Dette tilsier at det er noteringsdagen som er det relevante tidspunkt for beregning av 10% grensen. En slik tolkning underbygges også av at det i praksis er mulig i en periode å ha ikke-børsnoterte aksjer i et børsnotert selskap – forutsatt at de registreres på et eget ISIN nummer. Skal disse aksjene senere opptas til notering vil det være naturlig å legge noteringstidspunktet til grunn for vurdering av 10%-grensen og ikke utstedelsestidspunktet. Disse forholdene tilsier at det er det senere noteringstidspunktet som er aktuelt for beregning av 10% grensen.

Ordlyden i direktivet tilsier at det er noteringstidspunktet som er det aktuelle skjæringstidspunkt. Det følger også av direktivet et klart skille mellom noteringstidspunkt og utstedelse, jfr. art. 49 og 64, som åpner for at aksjene kan være utstedt uten at de er børsnotert.

Etter børsens oppfatning er det således naturlig å foreta vurderingen av 10% grensen på tidspunktet for når prospekt skal utarbeides selv om ordlyden i børsforskriften kan tilsi et noe tidligere tidspunkt.

### **2.2.2 Prospektplikt etter bf § 18-1 ved selskapets konvertering av lån til aksjer (brev av 15.08.2003)**

Vi viser til Deres e-post av 13. august vedrørende ovennevnte.

Forespørselen gjelder mulig prospektplikt i forbindelse med en planlagt konvertering av konvertibelt lån til aksjer i Goodtech ASA (Goodtech). Det konvertible lånet ble etablert i henhold til allmennaksjeloven § 11-1 i generalforsamling 7. mars 2002. Samtidig ble det gjort en rettet emisjon mot 34 investorer, og et påfølgende nedsalg av deler av tegnet kapital til selskapets øvrige aksjeeiere. I forbindelse med nedsalget ble det utarbeidet et prospekt hvor også det konvertible lånet var omtalt. For de nærmere detaljer i faktum vises til Deres e-post.

I henhold til generalforsamlingsvedtaket og avtaler har både Goodtech og tegnerne av obligasjonslånet rett til å kreve konvertering. Det er angitt i nevnte vedtak og avtaler at eventuell konvertering fra Goodtechs side teknisk skal gjennomføres ved at det fattes nytt vedtak om kapitalforhøyelse i henhold til allmennaksjeloven kapittel 10.

Goodtech vurderer nå å kreve obligasjonslånet konvertert til aksjer i samsvar med fremgangsmåte som nevnt. Slik konvertering vil kunne medføre en kapitalforhøyelse på mer enn 10 % av Goodtechs aksjekapital. Problemstillingen vi har fått forelagt er hvorvidt en konvertering som nevnt vil være underlagt prospektplikt.

Børsforskriften § 18-1 første ledd fastslår at

"[s]elskap med børsnoterte aksjer skal utarbeide emisjonsprospekt ved utstedelse av børsnoterte aksjer dersom pålydende eller markedsverdi av aksjene som utstedes i forbindelse med emisjonen utgjør 10 prosent eller mer av tilsvarende verdi av aksjekapitalen i samme klasse som allerede er notert."



Utgangspunktet er således at det foreligger prospektplikt, forutsatt at konverteringen vil medføre en kapitalforhøyelse på mer enn 10 % av de utestående aksjenes pålydende eller markedsverdi.

Som påpekt i Deres e-post, er det imidlertid gjort unntak blant annet for det tilfelle at

”[a]ksjene utstedes ved utøvelse av rett til å kreve utstedt aksjer i henhold til lån som gir långiver rett til å kreve slik utstedelse, tegningsrettsaksjer eller frittstående tegningsretter”, jf. børsforskriften § 18-1 annet ledd nr 3.

Spørsmålet i den foreliggende sak er hvorvidt en konvertering på initiativ fra Goodtech omfattes av dette unntaket.

Etter ordlyden kommer bestemmelsen direkte til anvendelse i de tilfelle en långiver utøver sin rett til å kreve utstedt aksjer i henhold til et konvertibelt lån. Det vises i denne sammenheng til at unntaket gjelder ”ved utøvelse av rett til å kreve utstedt aksjer i henhold til lån som gir långiver rett til å kreve slik utstedelse”. Ordlyden gir etter det børsen kan se ikke grunnlag for å hevde at det siterte uttrykk kun er ment for å identifisere hva slags type lån/instrument som er omfattet.

Det tilfellet at utstederselskapet utøver en rett til å konvertere lånet i aksjer er etter hva børsen kan se ikke omtalt i børsforskriften § 18-1 annet ledd nr 3. Problemstillingen blir om det er grunnlag for en utvidende fortolkning av unntaket på dette punkt.

Unntaket innebærer implementering av Rdir 2001/34/EC art 23 annet ledd bokstav b, hvoretter det kan gjøres unntak fra prospektkravene i forbindelse med notering av

”shares resulting from the conversion of convertible debt securities or shares created after an exchange for exchangeable debt securities, if shares of the company whose shares are offered by way of conversion or exchange are already listed on the same stock exchange”.

Direktivets bestemmelse synes etter ordlyden ikke å begrense unntaket til tilfeller der konverteringen skjer fra långivernes side, og utelukker således neppe en utvidende fortolkning som nevnt.

Det bemerkes for øvrig at direktivet på dette punkt heller ikke stiller krav til at det tidligere er utarbeidet prospekt i forbindelse med utstedelse av det konvertible lånet.

Spørsmålet om unntaket fra prospektplikten kommer til anvendelse på et tilfelle som det foreliggende, beror således kun på en fortolkning av børsforskriften § 18-1 annet ledd nr 3. Parallell fra vphl § 5-3 første ledd nr 2 kan ikke sees å gi nærmere veiledning i denne sammenheng. Det avgjørende blir således om hensynene bak bestemmelsen og prospektreglene generelt tilsier en utvidende fortolkning.

De antar at bakgrunnen for at det ikke er behov for prospekt i konverteringstilfeller er at utligningsbehovet i første rekke foreligger på tidspunktet da investeringsbeslutningen fattes av dem som tegner aksjer i selskapet, og ikke på konverteringstidspunktet.

I tillegg til dette vil børsen imidlertid påpeke at et sentralt hensyn ved fortolkningen av unntaket i børsforskriften § 18-1 annet ledd nr 3 er hensynet til å unngå muligheter for omgåelse av prospektreglene. Dette kan særlig være aktuelt ved etablering av konvertible lån med konverteringsrett for (både långiverne og) utstederselskapet.

Avtalerettslig kan et utstederselskap klart nok inngå en slik konvertibel låneavtale. Det er imidlertid usikkert hvorvidt det er adgang selskapsrettslig til å etablere et konvertibelt lån på det vilkår at utstederselskapet har rett til å konvertere fordringen i aksjer, jf. Aarbakke m fl, Aksjeloven og allmennaksjeloven s. 598. Vi går ikke nærmere inn på

denne problemstillingen, men konstaterer at konverteringen i den foreliggende sak vil skje ved at Goodtech innkaller til ekstraordinær generalforsamling som inviteres til å fatte vedtak i henhold til generalforsamlingsvedtaket av 7. mars 2002 og avtalenes bestemmelser.

Dersom unntaket i børsforskriften § 18-1 annet ledd nr 3 tolkes utvidende slik at også denne typen tilfeller omfattes, vil selskapet følgelig ha mulighet til å vedta emisjoner ut over 10 % grensen uten prospektplikt, forutsatt at selskapet i forkant har inngått en konvertibel låneavtale. Situasjonen blir i så måte vesentlig annerledes enn for de konvertible lån som er omtalt i børsforskriften § 18-1 annet ledd nr 3, hvor konverteringsretten kun er tillagt långiverne. Hensynet til å unngå omgåelsesmuligheter synes således å tale mot at unntaksbestemmelsen fortolkes utvidende slik at den også omfatter tilfelle der konverteringsretten er lagt til selskapet. For ordens skyld presiseres at dette etter vår oppfatning gjelder uavhengig av om også långiverne er gitt konverteringsrett.

Børsen har ikke holdepunkter for å anta at en utvidende fortolkning av unntaksbestemmelsen i børsforskriften § 18-1 annet ledd nr 3 til også å omfatte tilfeller der selskapet har konverteringsrett har vært tilsiktet, og finner således ikke å kunne legge en slik forståelse til grunn.

På bakgrunn av ovennevnte antar børsen at konverteringen av obligasjonslån etablert ved generalforsamlingsvedtak 7. mars 2002 som beskrevet i Deres e-post utløser prospektplikt under børsforskriften kapittel 18.

### **2.2.3 Prospektplikt ved intern reorganisering, tolkning av bf § 18-1 (brev av 23.12.2003)**

Det vises til Deres brev av 12. desember 2003 og email av 22. desember 2003 angående ovennevnte.

"Selskapet ASA" vurderer muligheten for internt å reorganisere sin virksomhet, og ønsker børsens oppfatning med hensyn til om reorganiseringen medfører prospektplikt.

#### **1 Den planlagte transaksjonsstrukturen**

Selskapets rådgivere har i sitt brev av 12. desember 2003 beskrevet at "Selskapet" i hovedsak driver med tre avgrensede virksomhetsområder; "Område1", "Område2" og "Område3". "Område 1" virksomheten drives gjennom et heleiet datterselskap, "Selskapet Inc" i Seattle i USA, mens "Område 2" og "Område 3" drives i dag gjennom det børsnoterte "Selskapet".

I tillegg har "Selskapet" et heleiet datterselskap i Storbritannia som er et salgsselskap og driver med salg av selskapets produkter, "Selskapet Ltd".

Ved den planlagte interne reorganiseringen vurderes virksomhetsområdene "Område 2" og "Område 3" overført til hvert sitt separate datterselskap av "Selskapet". Dette er tenkt gjennomført ved at "Selskapet" fisjoneres slik at "Område 2" virksomheten overføres til et nystiftet tomt selskap, og "Område 3" virksomheten overføres til et annet nystiftet tomt selskap (fisjon hvor "Selskapet" som overdragende selskap fortsetter). Disse nystiftede selskapene ("Hjelpeselskapene") vil deretter fusjoneres med hvert sitt nystiftede og tomme datterselskap av "Selskapet" med utstedelse av aksjer i "Selskapet" som morselskap som fusjonsvederlag (trekantfusjon). "Område 2" og "Område 3" utgjør det vesentligste av verdien i "Selskapet" slik at fisjonen vil medføre en kapitalnedsettelse som utgjør det vesentligste av verdiene og aksjekapitalen i "Selskapet" med simultan og tilsvarende kapitalforhøyelse ved den etterfølgende fusjonen.

Det vil ikke bli tilført ytterligere kapital ved transaksjonen enn aksjekapitalen i Hjelpeselskapene (se pkt. 3.3 nedenfor) og aksjeeierne i "Selskapet" vil forbli aksjeeiere i "Selskapet" også etter transaksjonen.

## 2 Bakgrunn for transaksjonen

Bakgrunnen for reorganiseringen er "Selskapets" ønske om å rendyrke sine forretningsområder. "Område 2" og "Område 3" er to separate forretningsenheter som opererer i to ulike markeder. Av hensyn til intern rapportering, klargjøring av selskapets forretningsområder for markedet og muligheter for mulig fremtidig kapitalinnhentelse og konsolidering, er det etter selskapets oppfatning mest hensiktsmessig å skille disse to forretningsområdene i to separate datterselskaper.

## 3 Spørsmålet om prospektplikt

Den planlagte transaksjonsmodellen medfører dels at det vil bli gjennomført to parallelle fisjoner av det børsnoterte selskapet "Selskapet", og dels at det blir gjennomført to parallelle fusjoner hvor de utfisjonerte delene fusjoneres inn i to heleide datterselskaper av "Selskapet". Vederlagsaksjer utstedes av morselskapet ("Selskapet"). Kapitalforhøyelsen vil med justering for kapitalen i hjelpeselskapene utgjøre samme beløp som kapitalnedsettelsen. Prospektplikt må derfor vurderes ut fra forskjellige regelsett.

### 3.1 Verdipapirhandelloven

Verdipapirhandelloven § 5-3 første ledd nr. 3 inneholder unntak fra prospektplikten for verdipapirer som tilbys i forbindelse med fusjon. Bestemmelsen er tolket slik at tilsvarende unntak fra prospektplikten gjelder for verdipapirer som tilbys i forbindelse med fisjon. Den planlagte restruktureringen av "Selskapet" vil derfor ikke utløse prospektplikt etter reglene i vphl kap 5. Det vises for øvrig til Vedtak og Uttalelser 2000 s. 11 flg (Reitan Narvesen-saken) hvor tilsvarende betraktning ble lagt til grunn av børsen.

### 3.2 Børsforskriften kap 17

Børsforskriften § 17-1 fastsetter plikt til å utarbeide fusjonsprospekt ved *"fusjon mellom selskaper hvorav minst ett har utstedt børsnoterte aksjer"*. Oslo Børs har tidligere tolket denne bestemmelsen slik at den ikke får anvendelse ved konsernfusjoner hvor både det overdragende og det overtakende selskap er unoterte selskaper, men hvor vederlagsaksjene utstedes av det børsnoterte morselskap til overtakende selskap, se for eksempel Oslo Børs "Vedtak og Uttalelser 1999" side 10 og Reitan Narvesen-saken. Det børsnoterte morselskapet regnes ikke for å være et av de fusjonerende selskaper i bestemmelsens forstand. Den planlagte restruktureringen av "Selskapet" vil derfor ikke utløse prospektplikt etter børsforskriften kap 17.

### 3.3 Børsforskriften kap 18

Det følger av børsforskriften § 18-1 at et børsnotert selskap skal utarbeide emisjonsprospekt ved utstedelse av aksjer dersom pålydende eller markedsverdi av aksjene som utstedes i forbindelse med emisjonen utgjør minst 10 prosent av tilsvarende verdi av aksjekapitalen i samme klasse som allerede er notert.

Kapitalnedsettelsen og den etterfølgende kapitalforhøyelsen i "Selskapet" vil utgjøre mer enn 10% av selskapets aksjekapital og markedsverdi. Spørsmålet er derfor om prospekt må utarbeides på dette grunnlag.

Selskapets rådgivere har opplyst at omorganiseringen kun innebærer en kapitalforhøyelse (utstedelse av vederlagsaksjer i "Selskapet") som vil tilsvare kapitalnedsettelsen ved fisjonen, med tillegg av NOK 200.000, som tilføres "Selskapet" ved (minimums) aksjekapital ved de to Hjelpeselskapene som deltar i fisjonen. Kapitalnedsettelsen og den etterfølgende kapitalforhøyelsen vil være gjensidig betinget av hverandre og vedtas samtidig. Kreditorfristen for fisjonen og fusjonen vil derfor løpe parallelt. Ved utløpet av kreditorfristene vil det således i praksis bli tatt opp til notering langt færre aksjer enn 10 % av den allerede noterte aksjekapitalen eller tilsvarende markedsverdi. Det som vil være forskjellig fra situasjonen før omorganiseringen, er med andre ord utstedelsen av vederlagsaksjer i fusjonen som tilsvarer minimums aksjekapital på NOK 200.000 som følge av bruken av Hjelpeselskapene ved fisjonen (hvor verdien av nevnte minimums aksjekapital viderebringes i den etterfølgende fusjonen).

Børsen er enig i at kapitalnedsettelsen og den simultant etterfølgende kapitalforhøyelsen i denne sammenheng er å betrakte som en transaksjon. Det vil således være mest naturlig å legge et nettosyn til grunn ved vurderingen, og ikke se på kapitalnedsettelsen og den etterfølgende kapitalforhøyelsen hver for seg. Dette medfører i realiteten at det ikke utstedes flere nye aksjer i transaksjonen enn aksjekapitalen i Hjelpeselskapene. Grensen for emisjonsprospekt etter børsforskriften § 18-1 vil etter børsens mening dermed ikke være overskredet.

Heller ikke hensynet om informasjonsutligning tilsier at det må utarbeides prospekt ved en omorganisering med tilnærmet uendret eierskap. Ved kapitalforhøyelse på mer enn 10 % av aksjekapitalen er det normalt en presumpsjon for at tegnerne i emisjonen har mottatt informasjon som bakgrunn for sin tegning som selskapet har en plikt til å utjevne for (de øvrige) aksjeeierne og markedet for øvrig. Kapitalforhøyelsen i "Selskapet" skjer imidlertid på bakgrunn av den forutgående kapitalnedsettelsen ved fisjonen. Alle aksjonærer (og markedet) skal således på forhånd ha mottatt fisjons- og fusjonsplaner med vedlegg som fyllestgjørende beskriver omorganiseringen. Det bør derfor ikke være noe informasjon å utjevne. Det vises også i denne sammenheng til Reitan Narvesen-saken hvor børsen uttalte følgende:

"Så lenge konsernselskapets totale aktiva, passiva eller eierforhold ikke blir endret som følge av transaksjonen, har ikke aksjonærene i Reitan Narvesen like stort behov for utfyllende informasjon i form av et prospekt som aksjonærer ellers har i fisjonsprosesser. Til dette kommer også at samtlige aksjonærer vil motta fisjonsplan og øvrige selskapsrettslige dokumenter som skal sendes aksjonærene i forkant av generalforsamlingen etter de aksjerettslige regler."

### 3.4 Børsforskriften kap 19

Fisjonene som skal gjennomføres av "Selskapet" vil i utgangspunktet utløse prospektplikt etter børsforskriften § 19-1 første ledd. Det følger av annet ledd i samme bestemmelse at børsen kan fritas for plikten til å utarbeide prospekt ved fisjon *"når fisjonen ikke har betydning for vurderingen av de børsnoterte aksjer eller når særlige grunner for øvrig tilsier det."* Spørsmålet er om den planlagte transaksjonen slik den er skissert vil gi grunnlag for en dispensasjon fra prospektplikten etter denne bestemmelsen.

Det er anført at transaksjonen utelukkende dreier seg om en intern reorganisering av "Selskapet". Selv om reorganiseringen selskapsrettslig formelt oppfyller kravene til transaksjon, vil den i henhold til regnskapsloven ikke omfattes av transaksjonsbegrepet. Eierforholdet i konsernselskapet vil forbli uendret, og omorganiseringen må således

medføre kontinuitetsgjennomskjæring. Dette er også muntlig blitt bekreftet av selskapets rådgivere.

Det forventes ikke at reorganiseringen får vesentlig betydning for verdien av de børsnoterte "Selskapet" aksjene. Selskapet har understreket at det som ledd i fisjonene og fusjonene vil bli utarbeidet fisjonsplan/fusjonsplan og øvrige dokumenter etter reglene i aksje- og allmennaksjeloven. Aksjonærene vil dermed motta dokumentasjon vedrørende reorganiseringen i forkant av generalforsamlingen i "Selskapet".

Det forhold at transaksjonen utelukkende dreier seg om en intern reorganisering av "Selskapet" med tilnærmet uendret eierskap, er et tungtveiende argument for at det i dette tilfellet foreligger *særlige grunner* til ikke å kreve utarbeidelse av fisjonsprospekt. Dette ble også lagt til grunn av børsen i Reitan Narvesen-saken.

### 3.5 Konklusjon

Forutsatt at omorganiseringen gjennomføres som beskrevet for børsen, fritas "Selskapet" for plikten til å utarbeide prospekt i forbindelse med den planlagte omorganiseringen. Selskapet minnes imidlertid om informasjonsplikten som uansett vil følge av børsforskriften kapittel 5.

Oslo Børs har i ettertid mottatt skisse til en alternativ transaksjonsmodell. Børsen har imidlertid ikke vurdert om denne transaksjonsstrukturen medfører prospektplikt, men avventer inntil selskapet med stor grad av sannsynlighet har bestemt seg for hvilken av de presenterte modellene, eller andre modeller, det ønsker å følge ved reorganiseringen.

#### **2.2.4 "Selskapet ASA" – Spørsmål om prospektplikt**

Det vises til tidligere møter og korrespondanse i ovennevnte sak, senest Deres brev av 7. januar 2004 og møtet på Oslo Børs dagen i forveien.

##### 1. Beskrivelse og vurdering av opprinnelig transaksjonsmodell

"Selskapet ASA" har i brev av 12. desember 2003 og i email av 22. desember 2003 bedt om Oslo Børs' vurdering av om det oppstår prospektplikt ved en planlagt omstrukturering av selskapet. Begrunnelsen for omstruktureringen fremkommer av nevnte korrespondanse og i brev fra børsen datert 23. desember 2003.

Omstruktureringen var opprinnelig planlagt gjennomført ved at de to virksomhetsområdene i "Selskapet", "Område 1" og "Område 2", skulle overføres til hvert sitt separate datterselskap av "Selskapet". Dette skulle skje ved at "Selskapet" ble fisjonert slik at "Område 1" virksomheten ble overført til et nystiftet tomt selskap, og "Område 2" virksomheten overført til et annet nystiftet tomt selskap (fisjon hvor "Selskapet" som overdragende selskap fortsetter). Disse nystiftede selskapene ("Hjelpeselskapene") skulle deretter fusjoneres med hvert sitt nystiftede og tomme datterselskap av "Selskapet" med utstedelse av aksjer i "Selskapet" som morselskap som fusjonsvederlag (trekantfusjon). "Område 1" og "Område 2" utgjør det vesentligste av verdien i "Selskapet" slik at fisjonen ville medført en kapitalnedsettelse som utgjorde det vesentligste av verdiene og aksjekapitalen i "Selskapet" med simultan og tilsvarende kapitalforhøyelse ved den etterfølgende fusjonen.

Det ville ikke bli tilført ytterligere kapital ved transaksjonen enn aksjekapitalen i Hjelpeselskapene, og aksjeeierne i "Selskapet" vil forbli aksjeeiere i "Selskapet" også etter transaksjonen.

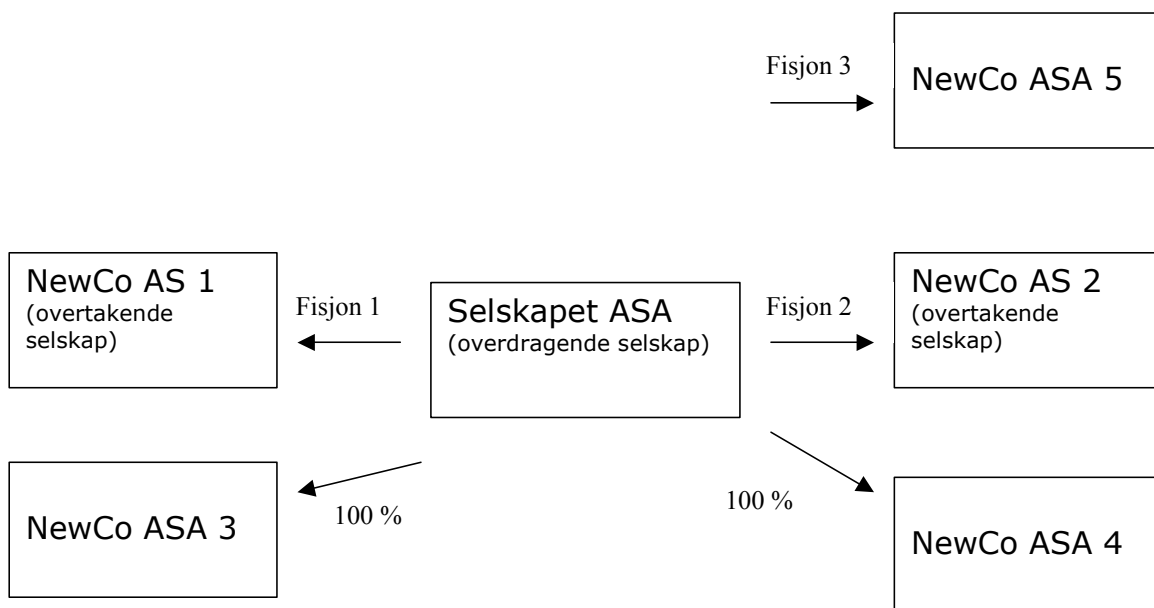
Børsen kom til at prospektplikt ikke ville inntre ved den beskrevne transaksjonen. Det vises til brevet av 23. desember 2003 hvor problemstillingen er drøftet. Fra begrunnelsen nevnes kort:

- Vphl § 5-3 første ledd nr. 3 inneholder unntak fra prospektplikten for verdipapirer som tilbys i forbindelse med fusjon. Bestemmelsen er tolket slik at tilsvarende unntak fra prospektplikten gjelder for verdipapirer som tilbys i forbindelse med fisjon.
- Børsforskriften § 17-1 fastsetter plikt til å utarbeide fusjonsprospekt ved "fusjon mellom selskaper hvorav minst ett har utstedt børsnoterte aksjer". Oslo Børs har tidligere tolket denne bestemmelsen slik at den ikke får anvendelse ved konsernfusjoner hvor både det overdragende og det overtakende selskap er unoterte selskaper, men hvor vederlagsaksjene utstedes av det børsnoterte morselskap til overtakende selskap.
- Børsforskriften § 18-1 at bestemmer at et børsnotert selskap skal utarbeide emisjonsprospekt ved utstedelse av aksjer dersom pålydende eller markedsverdi av aksjene som utstedes i forbindelse med emisjonen utgjør minst 10 prosent av tilsvarende verdi av aksjekapitalen i samme klasse som allerede er notert.
- Børsen kom imidlertid frem til at den planlagte kapitalnedsettelsen og den simultant etterfølgende kapitalforhøyelsen i "Selskapet" var å betrakte som en transaksjon. Det ville således være mest naturlig å legge et nettosyn til grunn ved vurderingen, og ikke se på kapitalnedsettelsen og den etterfølgende kapitalforhøyelsen hver for seg. Dette ville i realiteten medføre at det ikke ble utstedet flere nye aksjer i transaksjonen enn aksjekapitalen i Hjelpeselskapene. Grensen for emisjonsprospekt etter børsforskriften § 18-1 var etter børsens mening således ikke overskredet.
- Fisjonene som skulle vært gjennomført i "Selskapet" ville i utgangspunktet utløst prospektplikt etter børsforskriften § 19-1 første ledd. Det følger imidlertid av annet ledd i samme bestemmelse at børsen kan fritta for plikten til å utarbeide prospekt ved fisjon "når fisjonen ikke har betydning for vurderingen av de børsnoterte aksjer eller når særlige grunner for øvrig tilsier det." Siden transaksjonen utelukkende dreide seg om en intern reorganisering av "Selskapet" med tilnærmet uendret eierforhold, samtidig som det ville blitt utarbeidet fullstendige fisjons- og fusjonsplaner mv., kom børsen til at det kunne gis fritak etter børsforskriften § 19-1 annet ledd.

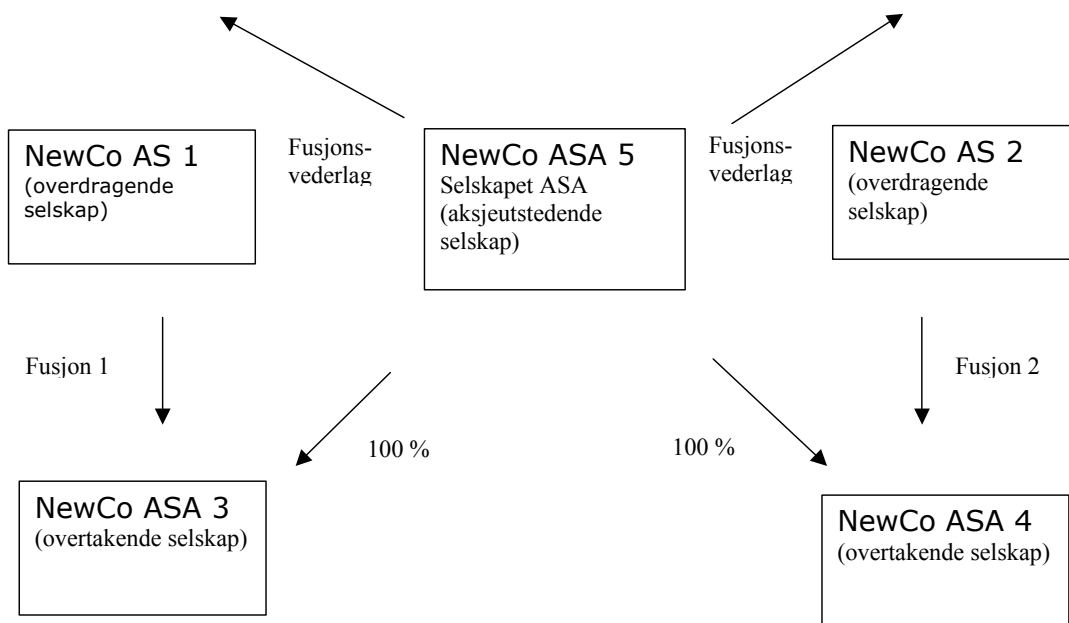
## 2. Beskrivelse av ny transaksjonsmodell

I brevet datert 7. januar 2004 fremkommer det at selskapet har gått bort fra ovennevnte modell for omstrukturering. Ny transaksjonsmodell er utarbeidet. Selskapet ønsker således børsens vurdering av om den nye modellen også medfører fritak for prospektplikt. Den nye transaksjonsmodellen er beskrevet på følgende måte:

"Selskapet" fisjoneres slik at virksomhetsområdene "Område 1" og "Område 2" overføres til to nystiftede selskaper, henholdsvis NewCo 1 og NewCo 2 (Fisjon 1 og Fisjon 2) med oppgjør i aksjer i NewCo 1 og NewCo 2, mens gjenstående del av "Selskapet" fisjoneres ut i NewCo 5 (Fisjon 3). Dette skjer formelt etter at "Selskapet" har stiftet to heleide datterselskaper NewCo 3 og NewCo 4. "Selskapet" oppløses som selskap ved fisjonene.



Deretter fusjoneres NewCo 1 med NewCo 3 (sistnevnte som overtakende), og NewCo 2 fusjoneres med NewCo 4 (sistnevnte som overtakende). Fisjon 1, 2 og 3 skal gjøres samtidig med Fusjon 1 og 2, og de gjøres betinget av hverandre.



### 3. Vurdering av ny transaksjonsmodell

Når det gjelder spørsmålet om prospektplikt etter verdipapirhandelloven kap. 5 samt børsforskriften kap. 17 og 19, medfører ikke den nye transaksjonsmodellen vesentlige endringer med hensyn til de vurderinger som må tas i forhold til den opprinnelige modellen. Børsen er således av den oppfatning at den nye modellen for omstrukturering heller ikke medfører prospektplikt etter disse reglene. Avgjørende er derfor om den endrede transaksjonsstrukturen vil medføre prospektplikt etter børsforskriften kap. 18.

#### 3.1 Hjemmel for prospektplikt etter børsforskriften ved kapitalforhøyelser

Som tidligere nevnt bestemmer børsforskriften § 18-1 første ledd at selskap med børsnote aksjer skal utarbeide emisjonsprospekt ved utstedelse av børsnote aksjer "dersom pålydende eller markedsverdi av aksjene som utstedes i forbindelse med emisjonen utgjør 10 prosent eller mer av tilsvarende verdi av aksjekapitalen i samme klasse som allerede er notert". Bortsett fra unntakene for prospektplikt som følger av bestemmelsens annet ledd, er børsen ikke gitt noen generell dispensasjonsadgang i forhold til børsforskriften § 18-1 første ledd.

#### 3.2 Selskapets anførsler i korthet

Selskapets rådgivere er av den oppfatning at prospektplikt etter børsforskriften § 18-1 ikke foreligger og har som støtte for sitt syn blant annet anført at den nye transaksjonsmodellen i praksis og reelt medfører det samme resultatet som den opprinnelige modellen. "Selskapet" konsernet omorganiseres internt på samme måte som ved den opprinnelige modellen, og transaksjonen vil fremstå som nærmest identisk for selskapets aksjeeiere og markedet for øvrig. Transaksjonen gjennomføres ved beslutninger i selskapets organer og den betinger ingen reell investeringsbeslutning. Kapitalnedsettelsen ved fusjonene vil gjennomføres samtidig med og være betinget av kapitalforhøyelsen ved de umiddelbart etterfølgende fusjonene. Den eneste forskjellen mellom den opprinnelige transaksjonstrukturen og den nye modellen er at det "nye" selskapet vil være et nystiftet selskap med nytt organisasjonsnummer. Forskjellene er bare av formell karakter, og har ingen reell betydning verken for dette selskapet eller konsernet for øvrig. Bakgrunnen for valget av den nye modellen er av teknisk karakter, nemlig den rettslige usikkerheten med hensyn til skatt som foreligger ved fusjon når det overdragende selskap fortsetter. Etter selskapets oppfatning kan formaliteter med hensyn til transaksjonstruktur ikke være avgjørende for om prospektplikt etter børsforskriften § 18-1 skal utarbeides eller ikke. Den nettobetraktning som Oslo Børs la til grunn i brevet av 23. desember 2003 må derfor komme til anvendelse på den nye modellen, selv om børsnoteeringen fortsetter i et nystiftet selskap. Det er også anført at det ikke er behov for utligning av informasjon i markedet som følge av kapitalforhøyelsen. Formålet med prospektplikt etter børsforskriften § 18-1 foreligger derfor ikke.

#### 3.3 Børsens merknader

Børsen bemerker at spørsmålet om prospektplikt ikke har betydning i forhold til om transaksjonen rettslig kan gjennomføres. Børsen har allerede uttalt at den ikke motsetter seg omstruktureringen forutsatt at den gjennomføres som beskrevet. Det må imidlertid utarbeides en redegjørelse hvor prosessen etter børsforskriften § 2-7 beskrives. At utfisjoneringene skjer som ledd i en omstrukturering av "Selskapet", medfører etter børsens mening ikke at det er åpenbart unødvendig at det utarbeides en "2-7 redegjørelse" i forbindelse med viderenoteringen av virksomheten.



Børsen er ikke uenig med selskapet i at det selskapsrettslige sluttresultat med all sannsynlighet blir omtrent likt enten man velger den opprinnelige eller nye transaksjonsmodellen. Det er imidlertid en vesentlig forskjell mellom de to modellene som man ikke uten videre kan se bort ifra. Ved den gamle modellen skulle det skje en tilnærmet simultan kapitalnedsettelse og kapitalforhøyelse i "Selskapet". Kapitalnedsettelsen ble således umiddelbart utlignet av en tilnærmet like stor kapitalforhøyelse i samme selskap (og aksjeklasse). "Selskapet" skulle fortsette som juridisk enhet og opprettholde børsnoteringen. Ved den nye modellen skal det skje en kapitalnedsettelse og sletting av aksjene i et børsnotert selskap med etterfølgende kapitalinnskudd/forhøyelse i en ny juridisk enhet. Det nye selskapet skal deretter "overta" børsnoteringen til det avviklede selskapet. Både formelt og reelt må det således gjennomføres en full likvidasjonsprosess av "Selskapet", samtidig som et nytt selskap må stiftes og etableres slik at det både formelt og reelt oppfyller kravene for børsnotering. At øvelsen i forhold til børsforskriften kun er å betrakte som et "bytte av organisasjonsnummer" er børsen ikke enig i.

Børsen er heller ikke enig i at "nettobetraktningen" som ble lagt til grunn i den opprinnelige transaksjonsmodellen uten videre kan overføres til den nye modellen. I den opprinnelige modellen skulle det skje en tilnærmet simultan nedsettelse og oppskrivning av aksjekapitalen i samme selskap. Ved den nye modellen skal som nevnt kapitalnedsettelsen og den påfølgende kapitalforhøyelsen skje i to forskjellige juridiske enheter. At man i et slikt tilfelle kan legge til grunn at det ikke har skjedd en kapitalforhøyelse på mer enn 10% i selskapet fordi man tilsvarende skriver ned aksjekapitalen i det overdragende selskapet, er etter børsens mening å trekke nettobetraktningen for langt.

Begrunnelsen for prospektplikt ved større kapitalforhøyelser i børsnoterte selskaper skyldes det antatte behovet for informasjonsutligning som kan oppstå ved at deltagerne og andre involverte parter i egenkapitaltransaksjonen, kan ha mottatt informasjon som de øvrige aksjonærene og markedet for øvrig ikke har mottatt. Børsen er enig med selskapet i at behovet for utligning kan være begrenset siden det vil bli utarbeidet fusjons- og fisjonsplaner som skal oversendes samtlige aksjonærer forut for generalforsamlingene. Etter børsens mening er imidlertid ikke dette tilstrekkelig argument for å fravike prospektplikten. Lovteksten er klar med hensyn til når prospektplikt inntreffer, og børsen er ikke tillagt noen selvstendig dispensasjonsadgang i forhold til denne.

Børsen er etter dette kommet til at "Selskapet" må utarbeide emisjonsprospekt etter børsforskriften kap. 18 dersom selskapet velger å gjennomføre en omstrukturering i henhold til den "nye" transaksjonsmodellen, beskrevet under pkt. 2 ovenfor.

## **2.3 PROSPEKTERS INNHOLD OG FORM**

### **2.3.1 Comments on Information Memorandum – Stemmerett for forvalterregistrerte aksjer (notat av 21.11.2003)**

We refer to the draft on Information Memorandum sent to us by You on Thursday 20. November 2003.

[...]

We notice that the company and OB have different opinions regarding voting rights for shareholders holding their shares through a nominee. The fact that section 4-2 refers to the acquisition, and not the shareholding, is in OB's opinion not relevant. Thus, we cannot see that section 4-2 or the Public Limited Companies Act in general contains any legal impediments that forbid "nominee-shareholders" to vote in GA's, if they actually

prove their shareholding prior to the GA. For the sake of order, we mention that OB's point of view is i.a. supported by LL.D Knut Bergo, "Børs og Verdipapirrett" page 546 and in the article "Stemme- og vetorett for forvalterregistrerte aksjer" by the same author and Helge Myhre, printed in "Wikborg Rein Temahefte no. 1 1998". It is however correct that both Statoil and Telenor had the same wording as the company in their prospectuses. On the other hand e.g. PGS has a practice according to OB's interpretation, ref. the company's AoA section 7 and the latest prospectus. Nevertheless, OB will not review the company's opinion on the issue. We will however emphasize that we find it unfortunate that a not insignificant amount of the share capital in a Norwegian listed company may be prevented from exercising their voting rights, without a re-registration in VPS, only due to an uncertain interpretation of a legal provision.

[...]

### **2.3.2 Emisjon til pari – belastning av bundet egenkapital for emisjonskostnader (børsmelding fra Nes Prestegjelds Sparebank 13.10.2003)**

Det vises til tidligere meldinger om grunnfondsbevisemisjon i Nes Prestegjelds Sparebank. Banken vedtok i forstanderskapsmøter 2. oktober 2003 blant annet å gjennomføre en fortrinnsrettet emisjon på NOK 50 millioner ved utstedelse av 500.000 grunnfondsbevis til kurs 100 (pari). Banken mottok Kredittilsynets forhåndsgodkjennelse av kapitalforhøyelsen i brev av 1. oktober 2003.

Banken mottok mandag 13. oktober kopi av brev fra Kredittilsynet til Oslo Børs der Kredittilsynet på Oslo Børs' forespørsel har foretatt en vurdering av Nes Prestegjelds Sparebanks muligheter til helt eller delvis å belaste sparebankens fond for emisjonskostnader. Kredittilsynet stiller seg i brevet negative til dette. Den vedtatte emisjonen i Nes Prestegjeld Sparebank forutsetter slik belastning, i det kapitalforhøyelsen gjennomføres uten overkurs og bankens eksisterende overkursfond på NOK 150.000 ikke dekker de antatte kostnadene.

Banken baserte sine vedtak på forhåndsgodkjenningen fra Kredittilsynet, samt det som ble vurdert som etablert praksis hos Kredittilsynet og Oslo Børs, og beklager at Kredittilsynet tilsynelatende har endret standpunkt.

Nes Prestegjelds Sparebank er uenig i de vurderinger som Kredittilsynet har foretatt og er i dialog med Kredittilsynet og Oslo Børs.

Tegningsperioden, som skulle startet 16. oktober 2003, blir utsatt inntil videre. Banken vil komme tilbake med ytterligere informasjon så snart denne foreligger.

### **2.3.3 PGS – tilbud til aksjonærer i forbindelse med rekapitalisering (børsmelding 31. oktober 2003)**

#### **TILBUD TIL EKSISTERENDE AKSJONÆRER**

I forbindelse med tilbudet til eksisterende aksjonærer om å kjøpe nye aksjer ønsker Petroleum Geo-Services å klargjøre og fremheve enkelte punkter. Som eksisterende aksjonær vil du automatisk, og uten å betale for det, motta en ny aksje for hver ca 129,18 eksisterende aksje du eier per 5 november 2003. I tillegg vil du ha rett til å kjøpe 0,04354 nye aksjer for hver eksisterende aksje, tilsvarende rett til å kjøpe en nye aksje for hver ca. 23 eksisterende aksjer du har. Antall aksjer blir rundet nedover til nærmeste hele aksje. Prisen du må betale for aksjene er USD 14,17 per aksje. Dersom du har rett til å kjøpe mindre enn 100 aksjer, kan du betale i NOK basert på en kurs på 7.10 NOK per USD. Dette tilsvarer en pris på NOK 100,61 per ny aksje.

Vær oppmerksom på at en betydelig del av dagens markedspris for de eksisterende aksjer er antatt relatert til verdien av rettighetene. Hvis rettighetene forfaller uanvendte, så forventes det at verdien av aksjene kan synke.

Når ABG Sundal Collier mottar bestillingsskjema og betaling vil de eksisterende aksjene bli sperret på aksjonærens VPS konto.

Dagens aksjer vil bli nedskrevet til null og strøket fra notering ved Oslo børs etter 5. november 2003. De nye aksjene vil bli registrert i VPS med ISIN NO. 001 0199151 og forventes å være omsettelige fra 6. november 2003.

#### Eksempel

Du eier 1.000 aksjer den 5. november 2003. Du vil automatisk motta 7 nye aksjer uten å foreta deg noe. I tillegg kan du bestille inntil 43 aksjer til en pris av USD 14,17 per aksje, totalt USD 609,31. Du kan velge å betale i NOK til vekslingskursen på 7,10, tilsvarende et totalbeløp på NOK 4.326,10.

#### Betaling og bestilling

For å bli tildelt aksjene du har bestilt er det viktig å følge bestillings- og alingsinstruksjonene nøye. Vennligst se bestillingsskjemaet som er vedlagt som vedlegg 8 i prospektet for nærmere detaljer. Vi vil gjerne understreke at korrekt utfylt bestillingsskjema må være ABG Sundal Collier i hende og eksakt betaling må være utført senest 5. november 2003 klokken 16.00 norsk tid. Beløpet må betales inn på ABG Sundal Collier`s bankkonto angitt på bestillingsskjemaet og vil IKKE bli trukket automatisk fra din konto. ADS eiere kan delta i tilbudet på samme vilkår, men må bestille nye aksjer gjennom Citibank.

Ytterligere informasjon til ADS eierne kan gis av Georgeson Shareholder Communications på tlf. 001 212-440-9800 for banker og fondsmeglerforetak, eller på `grønt nummer` 01 888-274-5146 for alle andre. Prospekt og ytterligere informasjon i forbindelse med restruktureringen kan finnes på [www.pgs.com/restructuring](http://www.pgs.com/restructuring). "

#### **2.3.4 Beskrivelse av likebehandlingsspørsmål i prospekt (tilbakemelding på utkast til prospekt 15. april 2003 se også uttalelse i 5.3.2 nedenfor)**

Oslo Børs er av den oppfatning at denne emisjonen kan være i strid med reglene om likebehandling av selskapets aksjonærer, og at den under enhver omstendighet er i strid med det som kan sies å være ønsket markedsopptreden. Vi er derfor sterkt kritisk til gjennomføringen av en slik emisjon. På denne bakgrunn ber vi om en nærmere redegjørelse for DNB's oppfatning av likebehandlingsspørsmålet og de mulige løsninger på dette problemet.

Avhengig av redegjørelsen fra DNB og utfallet av den videre diskusjon med Oslo Børs, vil vi varsle om at det vil kunne kreves en redegjørelse i prospektet for likebehandlingsspørsmålet og eventuelt Oslo Børs' synspunkter. Det nærmere innhold i en slik beskrivelse vil måtte diskuteres med oss.

Kommentarer til beskrivelsen slik den fremstår nå: Den må oppdateres for å reflektere de siste meldinger fra staten om mulige endringer i reglene for hvordan SBIF skal opptre (ref evt mulighet til å sitte med 28% i en periode), samt avtalen om stemmegivning med stiftelsen. Det må gis en forklaring på økning av tegningskursen med 3% dersom aksjer tegnes etter dato for generalforsamlingen.

## 2.4 OVERTREDELSE

### 2.4.1 Hands ASA – Overtredelse av prospektplikten ved kapitalforhøyelse, jf § 18-1 (børsstyresak 25.11.2003)

Offentlig protokoll fra styremøte i Oslo Børs ASA 25. november 2003

#### 1. Innledning

Saken gjelder spørsmål om illeggelse av overtredelsesgebyr, jf børsloven § 5-12 og børsforskriften § 25-5 til Hands ASA for brudd på prospektplikten, jf børsforskriften § 18-1 første ledd.

Børsen varsler samtidig om at børsen, dersom selskapet etter eventuell illeggelse av overtredelsesgebyr fremdeles bryter prospektplikten vil kunne vurdere om selskapets aksjer skal strykes fra notering, jf børsforskriften § 25-2.

Den 8. mai 2003 vedtok generalforsamlingen i Hands ASA å gjennomføre en rettet emisjon på 2.800.000 aksjer til kurs NOK 3,24 per aksje. Kapitalforhøyelsen var på ca 20 % av aksjekapitalen og medførte dermed prospektplikt iht børsforskriften § 18-1. Kapitalforhøyelsen ble registrert i Foretaksregisteret den 19. mai 2003. Aksjene er per i dag ikke tatt opp til notering da prospektplikten fremdeles ikke er oppfylt. Oslo Børs har heller ikke mottatt første utkast til prospekt for kontroll.

#### 2. Kort om selskapet

Selskapet er utfisjonert fra Merkantildata og ble børsnotert i henhold til børsforskriften § 2-7 høsten 2000.

Selskapet tilbyr og leverer helhetsløsninger rundt forretningskritiske IT-systemer som økonomistyring, materialadministrasjon, butikkdata og salg/kundestøtte. Ved hjelp av kunnskap om kundenes forretningsprosesser setter selskapet sammen løsninger basert på standardisert programvare. Løsningene er tilpasset behovene til store så vel som små og mellomstore virksomheter.

#### 3. Sakens faktiske bakgrunn

Selskapet gjennomførte den 8. mai 2003 en rettet emisjon på totalt 2.800.000 aksjer. Kapitalforhøyelsen ble registrert i Foretaksregisteret den 19. mai 2003. Kapitalforhøyelsen ble imidlertid ikke registrert i VPS på dette tidspunkt. De nye aksjene var i perioden 19. mai til 1. september 2003 ikke registrert i VPS, dvs at aksjene ikke var utstedt og ikke kunne omsettes av den enkelte aksjonær. Den 1. september 2003 ble imidlertid aksjene registrert på eget ISIN nummer i VPS og overført til den enkelte aksjonærs VPS konto. Kravet om eget ISIN nummer var en følge av at aksjene ikke i likhet med øvrige aksjer kunne tas opp til notering, pga manglende prospekt. Aksjene er i VPS sperret for omsetning over børs, men kan omsettes utenfor børs.

I juni 2003 ga selskapet i brev til aksjonærene og i telefonsamtale med Oslo Børs uttrykk for at prospekt ville bli utarbeidet etter offentliggjøring av delårsrapporten for annet kvartal 2003. Børsen sendte den 27. juni 2003 brev til selskapet (vedlegg 1) hvor det ble gitt uttrykk for at børsen mente utsettelsen til etter avleggelse av delårsrapport kunne være på grensen for hva som kunne aksepteres av utsettelse, men at børsen ikke ville overprøve selskapets vurdering. Børsen gjorde det imidlertid klart at prospekt var forventet så raskt som mulig etter utløpet av august 2003.

Hands ASAs delårsrapport for 2. kvartal 2003 ble offentliggjort 15. august 2003, og børsen gjorde det klart for selskapet i brev datert samme dag (vedlegg 2) at prospekt var forventet utarbeidet snarlig.

Den 25. august 2003 ble det avholdt møte mellom selskapet representert ved styremedlem Einar Greve, finansdirektør Øyvind Mølmann som også er selskapets børskontakt og en representant fra Alfred Berg og Oslo Børs. Selskapet redegjorde for at det var i en vanskelig økonomisk situasjon og hvilke tiltak som kunne være aktuelle. Selskapet anmodet børsen om utsettelse av prospektplikten til det forelå en løsning eller plan for selskapets videre virksomhet. Børsen ga i brev datert 29. august 2003 (vedlegg 3) selskapet frist til 1. oktober med å fremsette et gjennomarbeidet utkast til prospekt til børsen.

Børsen mottok ikke utkast til prospekt innen fristen den 1. oktober. I brev datert 3. oktober 2003 (vedlegg 4) varslet børsen om mulig vedtak om ileggelse av overtredelsesgebyr for manglende utarbeidelse av prospekt, dersom godkjent og offentliggjort prospekt ikke forelå innen 27. oktober 2003 kl. 12.00.

Den 20. oktober 2003 sendte selskapet børsmelding vedrørende salget av den danske virksomheten. Omkring den 24. oktober kontaktet selskapet Oslo Børs og informerte om at selskapet, på bakgrunn av salget av den danske virksomheten, snart ville kunne starte arbeidet med prospektet. Selskapet informerte om at styret i møte den 5. november ville behandle plan for videre drift av selskapet og arbeidet med prospektet.

I brev datert 27. oktober 2003 (vedlegg 5) ba børsen selskapet om en skriftlig redegjørelse for hvorfor fristen den 27. oktober 2003 ikke var overholdt og selskapets konkrete planer, med angivelse av tidspunkt, for når prospekt ville bli utarbeidet. Selskapet besvarte forespørselen per brev datert 28. oktober 2003 (vedlegg 6). Selskapet anga at børsen ville motta et førsteutkast til prospekt innen 14. november 2003.

I telefonsamtale den 6. november 2003 har selskapet overfor Oslo Børs gitt uttrykk for at prospektarbeidet fremdeles ikke er påbegynt. Selskapet antydte igjen at arbeidet kunne komme i gang snarlig. Børsen varslet i telefonsamtalen om at overtredelsesgebyr ville bli vurdert ilagt.

I brev datert 10. november 2003 oversendte børsen formelt varsel om ileggelse av overtredelsesgebyr og varsel om at strykning ville bli vurdert dersom selskapet fortsatt ikke utarbeidet prospekt (vedlegg 7). Selskapet besvarte brevet innen fristen ved brev datert 14. november 2003 (vedlegg 8), men prospekt er enda ikke mottatt. Selskapets anførsler gjengis i punkt 4 nedenfor.

#### 4. Selskapets anførsler

Selskapet viste i brev datert 28. oktober 2003 til at det har gjennomgått krevende prosesser som har medført vesentlige endringer i selskapets virksomhet. Selskapet har i perioden siden mai 2003 solgt en rekke av sine virksomheter. Selskapet har prioritert dette arbeidet og ikke arbeidet med et prospekt. Selskapet påpeker i brevet at styret i selskapet ikke har kunnet signere noe prospekt i en situasjon der selskapets størrelse, geografiske dekning, ledelse og balanse har vært i løpende endring.

I brev datert 14. november 2003 bestrider selskapet at det er grunnlag for ileggelse av overtredelsesgebyr, eller strykning av selskapets aksjer pga manglende utstedelse av prospekt. Subsidiært mener selskapet at utmålingen av overtredelsesgebyr i denne saken ikke kan bli like streng som overfor MultiMedia Publishing ASA i 1996 da det der var snakk om flere (to) separate overtredelser. Selskapet mener også at strykning av selskapets aksjer vil kunne ramme selskapets aksjonærer på en urimelig måte.

Selskapet viser til at bf § 18-1 ikke angir noen konkret frist for når nyutstedte aksjer skal tas opp til notering. Videre vises det til at børsen ikke har noen entydig praksis for hvor lang tid et selskap har til å utarbeide et noteringsprospekt etter gjennomføring av emisjon. Se for øvrig drøftelsen under punkt 5 nedenfor.

Selskapet mener det har fått børsens aksept for å utsette prospekt, først til utløpet av august og deretter til 1. oktober og så til 27. oktober 2003.

Selskapet viser til at det er de spesielle omstendigheter selskapet har befunnet seg i og ikke manglende respekt for regelverket eller børsen som er årsaken til utsettelsen av prospektarbeidet. Selskapet viser også til at utarbeidelse av prospekt i frasalgsprosessen ville ha virket mot sin hensikt i en forhandlingssituasjon med mulige kjøpere.

Selskapet viser til at aksjonærene har vært inneforstått med utviklingen og at de nyutstedte aksjer ikke har blitt tatt opp til notering. Det vises til at alle aksjonærene har hatt øvrige aksjer som kunne handles i perioden.

I henhold til gjeldende tidsplan per 14. november 2003 skal godkjent prospekt skal være ferdig den 12. desember 2003.

## 5. Rettslig grunnlag

I henhold til børsforskriften (bf) § 18-1 første ledd skal det utarbeides prospekt ved

*“utstedelse av børsnoterte aksjer dersom pålydende eller markedsverdi av aksjene som utstedes i forbindelse med emisjonen utgjør 10 prosent eller mer av tilsvarende verdi av aksjekapitalen i samme klasse som allerede er notert.”*

I henhold til bf § 18-2 første ledd skal prospektet være offentliggjort senest kl 12.00 siste børsdag før aksjene tas opp til børsnotering.

Som følge av reglene i §§ 18-1 og 18-2 om at det skal utarbeides prospekt og at dette skal offentliggjøres senest kl 12 dagen før aksjene tas opp til notering, følger en plikt for utstedere av børsnoterte aksjer til å sørge for at alle aksjer i samme klasse som øvrige noterte aksjer tas opp til børsnotering. Dersom enkelte av selskapets aksjer ikke skal tas opp til notering må disse skilles ut i en egen aksjeklasse. I tilknytning til plikten til å børsnotere alle aksjer i samme aksjeklasse, må det i nevnte regler også innfortolkes en plikt til å besørge børsnotering innen rimelig tid etter at aksjene er utstedt.

Selskapet har påpekt at bf § 18-1 ikke setter en bestemt frist for utarbeidelse av prospekt etter gjennomført emisjon. Selv om det ikke i børsloven eller børsforskriften er direkte regulert når nyutstedte aksjer senest skal tas opp til notering, foreligger lang praksis ved børsen for at nyutstedte aksjer skal børsnoteres så snart som praktisk mulig etter registrering av kapitalforhøyelsen i Foretaksregisteret. Selskapet tar dermed feil når det hevder at det ikke foreligger konsekvent praksis på dette området. I henhold til asal § 10-9 skal en kapitalforhøyelse meldes til Foretaksregisteret senest 3 måneder etter tegningsfristens utløp. Opptak skjer automatisk uten søknad fra utsteder av aksjene, etter at aksjekapitalen er registrert i Foretaksregisteret og aksjene overført til tegnerens VPS konto.

Selskapet har vist til at formålet med prospektet dvs å gi informasjon til annenhåndsmarkedet best kunne oppfylles ved å utarbeide prospekt på et slikt tidspunkt da sentrale forhold vedrørende selskapet var avklart. Børsen viser til at formålet bak prospektkravet i § 18-1 særlig er å utjevne informasjonsgapet mellom de som har tegnet seg og markedet for øvrig. Den informasjonen som skulle gis i prospektet skulle derfor i utgangspunktet være relatert til forholdene på emisjonstidspunktet. Hensynet bak

prospektreglene tilsier at prospektet bør utarbeides i tidsmessig nærhet med gjennomføring av kapitalforhøyelsen.

Basert på en tolkning av børsforskriften §§ 18-1 jf 18-2 legger børsen til grunn at nyutstedte aksjer skal tas opp til notering så snart som praktisk mulig etter gjennomføring og registrering av kapitalforhøyelsen. At det i visse tilfelle kan foreligge spesielle omstendigheter som begrunner en viss utsettelse endrer ikke dette utgangspunktet.

Dette er i samsvar med EUs Rdir. 2001/34/EF vedrørende verdipapirers opptak til offisiell notering på fondsbørs samt opplysninger som skal offentliggjøres om disse i artikkel 64. Den danske versjonen av bestemmelsen lyder:

*“Med forbehold af artikel 49, stk 2, har selskabet i tilfælde af ny offentlig udstedelse af aktier af samme klasse som dem der allerede er optaget til officiel notering, og såfremt disse nye aktier ikke optages automatisk, pligt til at ansøge om deres optagelse til sådan notering, enten senest et år efter udstedelsen eller på det tidspunkt, hvor de bliver frit omsættelige.”*

Den tidligere børsloven av 1988 inneholdt en uttrykkelig regel om at ny aksjekapital i et børsnotert allmennaksjeselskap skulle tas opp til børsnotering når det forelå skriftlig bekreftelse om at den nye aksjekapitalen er registrert i Foretaksregisteret og aksjene registrert i Verdipapirsentralen. Regelen ble ikke videreført i den nye børsloven av 2001, men forutsatt regulert av den enkelte børs i standardvilkårene. Denne plikten følger som nevnt forutsetningsvis av reguleringen i børsforskriften § 18-1 og 18-2.

Almennaksjeloven (asal) § 4-8 første ledd regulerer når nye aksjer skal registreres i VPS:

*“(1) Ved kapitalforhøyelse skal de nye aksjene registreres fra det tidspunkt de gir rettigheter i selskapet.”*

Når nye aksjer ved emisjon får rettigheter i selskapet registreres av asal § 10-11:

*“De nye aksjene gir rettigheter i selskapet fra registreringen av kapitalforhøyelsen, om ikke noe annet er fastsatt av generalforsamlingens beslutning.”*

Et selskaps aksjer er fritt omsettelige med mindre annet er bestemt i lov, selskapets vedtekter eller etter avtale med aksjonærene jf asal § 4-15.

Når et selskap med børsnoterte aksjer ikke på eget initiativ etter gjennomføring av kapitalforhøyelsen tar skritt for å overholde prospektplikten, jf § 18-1, må børsen kunne sette frist for utarbeidelse av prospekt. Overtredelse kan sanksjoneres i henhold til reglene i børsforskriften kapittel 25 jf børsloven § 5-12.

I henhold til børsforskriften § 25-5 første ledd kan børsen ilegge utsteder av børsnoterte finansielle instrumenter overtredelsesgebyr på inntil 10 ganger kursnoteringsavgiften for brudd på børsforskriftens regler.

Børsen viser også til at vedvarende brudd på prospektplikten vil kunne resultere i at selskapets aksjer strykes fra notering etter en nærmere vurdering fra børsens side, jf børsforskriften § 25-2 første ledd. Bestemmelsen lyder:

*“Børsen kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstillende vilkårene for børsnotering eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det. Har utsteder grovt eller vedvarende brutt bestemmelsene som er fastsatt i eller i medhold av børs-, verdipapir-, aksjelovgivning eller annen lovgivning som regulerer verdipapirhandelen, skal dette i alminnelighet anses for*

*å være en særlig grunn som kan tilsi strykning av utsteders finansielle instrumenter.”*

## 6. Vurdering

Selskapet har per 18. november ikke offentliggjort prospekt relatert til emisjonen gjennomført i mai 2003. Dette har resultert i at ca 20 % av selskapets registrerte aksjekapital i Foretaksregisteret i samme aksjeklasse som øvrige aksjer, ikke kan omsettes over børs.

Børsen har siden juni 2003 fremhevet for selskapet at det er viktig at prospekt kommer snarlig. Selskapet har ikke bestridt prospektplikten.

Børsen mener selskapet i utgangspunktet skulle og kunne ha utarbeidet prospekt i forbindelse med registreringen av kapitalforhøyelsen den 19. mai 2003. Aksjerettslig pliktet selskapet å sørge for registrering av aksjene i VPS på dette tidspunkt jf asal § 4-8 jf § 10-11. Selskapet har brutt de ufravelige selskapsrettslige reglene om registrering av aksjene i VPS. En begrensning av aksjonærenes rett til å omsette aksjene betinger avtale mellom selskapet og aksjonær. Børsen har ikke fått opplyst eller dokumentert at slike avtaler er inngått. Selskapet har vist til at aksjonærene har vært inneforstått med situasjonen og utsettelsen, og at det ikke har innkommet innsigelser til dette. At aksjonærene de facto har akseptert den omsetningsbegrensning som ligger i at aksjene ikke tas opp til notering, endrer ikke selskapets plikt til å sørge for registrering av aksjene i VPS. Dette ble imidlertid rettet ved registrering i VPS den 1. september 2003.

Som utgangspunkt skal nyutstedte aksjer tas opp til notering i det de blir fritt omsettelige i henhold til børsforskriften § 18-1 jf § 18-2. Overtredelse av aksjerettslige regler vil etter omstendighetene kunne anses som et brudd på god børsikk som kan sanksjoneres av børsen jf bf §§ 22-1 og 25-5.

Selskapets aksjer ble registrert på den enkelte aksjonærs VPS konto og ble fritt omsettelige utenfor børsens handelssystem den 1. september 2003. På det tidspunkt forelå selskapets delårsrapport for annet kvartal 2003 som var offentliggjort den 15. august 2003. De betingelser selskapet selv hadde vurdert som nødvendige for utarbeidelse av prospektet var således på plass, på det tidspunkt aksjene i praksis ble fritt omsettelige. Selskapet skulle etter børsens oppfatning senest på dette tidspunkt ha sørget for at vilkårene for opptak av aksjene til notering var oppfylt.

Børsen aksepterte i utgangspunktet selskapets egen vurdering av at prospekt ikke kunne utarbeides før delårsrapporten for annet kvartal 2003 var utarbeidet. Børsen uttrykte i brev datert 27. juni 2003 sin skepsis til denne vurdering, men fant ikke å kunne sette seg ut over vurderingen. Børsen har imidlertid ikke gitt selskapet noen "fristutsettelse" etter dette tidspunkt. At børsen har satt nye frister hhv 1. oktober og 27. oktober, overfor selskapet har ikke vært et uttrykk for at børsen har godtatt utsettelsen av prospektet, men en følge av at selskapet faktisk ikke har utarbeidet prospekt. Børsen har på denne måten forsøkt å få selskapet innenfor rimelige tidsfrister til å utarbeide prospekt etter at det har vist seg at selskapet ikke har overholdt de tidsplaner for prospektet selskapet selv har uttrykt overfor børsen. Børsen presiserer i denne sammenheng at det forhold at børsen ikke har tatt skritt for å sanksjonere manglende utarbeidelse av prospekt på et tidligere tidspunkt, ikke innebærer en dispensasjon fra kravet om prospekt. Børsen har heller ikke hjemmel til å dispensere fra aksjelovens ufravelige krav om registrering i VPS og aksjonærenes rett til å få sine aksjer tatt opp til notering på samme tidspunkt.

Selskapet har i brev datert 28. oktober og 14. november 2003 vist til at det ikke har hatt mulighet til å utarbeide prospekt fordi selskapet har vært i en omstrukturingsfase. Børsen forstår selskapet slik at det mener at det ikke har foreligget tilstrekkelig klar



informasjon til at prospekt kunne utarbeides. Børsen påpeker at børsforskriften ikke stiller krav om at alle forhold relatert til selskapets organisering skal være avklart i et prospekt. Kravet er at organiseringen og virksomheten beskrives slik den er på tidspunktet for prospektet og at eventuelle planer om endring beskrives iht status i de aktuelle planer. Hvilke opplysninger om fremtidige planer som i dette tilfellet skulle vært inntatt ved utarbeidelsen av et prospekt i august eller september ville naturlig vært gjenstand for diskusjon mellom selskapet og Oslo Børs. Børsen er imidlertid sikker på at man kunne kommet til enighet med en beskrivelse av selskapets organisering og virksomhet også i august og september. Hensikten med det aktuelle prospekt var å utligne informasjonsgapet mellom tegnerne og markedet på emisjonstidspunktet. At selskapet har unnlatt å utarbeide prospekt på det tidspunktet, medfører at prospektet i ettertid ikke vil kunne fylle den funksjon det skulle hatt. Det medfører imidlertid ikke at prospektet da kan utsettes i det uendelige. Selskapet kan alltid i samarbeid med børsen finne frem til en adekvat måte å beskrive selskapet på det tidspunkt prospektet utarbeides.

Selskapet gir også i brev datert 28. oktober og 14. november 2003 uttrykk for at det ikke har prioritert å benytte ressurser på utarbeidelse av prospekt. Etter børsens oppfatning må et børsnotert selskap avsette tilstrekkelige ressurser til å overholde de forpliktelser som følger av en børsnotering. Vanligvis vil børsnoterte selskaper overlate ansvaret for prospektarbeidet til en tilrettelegger slik at selskapets ansatte ikke står for det praktiske arbeidet med prospektet. Dersom selskapet ikke vil avsette ressurser til det, må det vurderes om selskapet i det hele tatt er egnet for børsnotering.

Selskapet har etter børsens oppfatning skapt en vanskelig situasjon ved å stadig utsette arbeidet med prospektet. Dersom selskapet hadde forholdt seg lojalt til sine planer om å utarbeide prospekt etter avleggelse av delårsrapport for annet kvartal 2003 ville de senere oppståtte problemer vært unngått.

Børsen ser svært alvorlig på at et børsnotert selskap velger å bryte prospektplikten over en så lang periode som i dette tilfellet, og til tross for klare krav fra børsen om offentliggjøring av prospekt. Selskapets opptreden bærer preg av at selskapet ikke tar obligatoriske regler eller børsens krav alvorlig. Selskapet bestrider dette, men faktum er at selskapet ikke i tråd med børsens krav per i dag har utarbeidet prospekt.

For å bidra til et effektivt marked for notering av aksjer er børsen avhengig av at utstedere av børsnoterte instrumenter overholder gjeldende regelverk og pålegg gitt av børsen. Hands har gjennom en lengre periode vist at selskapet helt bevisst setter til side regler og pålegg selskapet ikke ønsker å prioritere.

Børsen viser til at MultiMedia Publishing ASA ved børsstyrevedtak datert 16. september 1996 ble ilagt overtredelsesgebyr på tre ganger kursnoteringsavgiften for to brudd på plikten til å utarbeide prospekt. Selskapet viser til at MultiMedia Publishing ASA brøt prospektplikten for to separate emisjoner, mens Hands kun har brutt plikten for én emisjon. Børsen viser imidlertid til at Hands' brudd på reglene må anses særlig graverende da selskapet etter gjentatte oppfordringer og pålegg over en lang periode ikke har igangsatt arbeidet med prospektet. Selskapet har i tillegg til å bryte prospektplikten brutt grunnleggende plikter overfor aksjonærene. Aksjonærenes innskudd til selskapet har vært disponibelt for selskapet f.o.m. registreringen av kapitalforhøyelsen mens aksjene ikke ble utstedt til aksjonærene før 1. september 2003.

Ved vedvarende brudd på prospektplikten etter illeggelse av overtredelsesgebyr mener børsen derfor at det må vurderes nærmere om selskapet er egnet for videre notering. Børsen fremhever særlig at det er snakk om en vedvarende overtredelse av en bestemmelse gitt i medhold av børsloven, i tillegg til selskapets brudd på aksjelovgivningen. I henhold til § 25-2 foreligger da i alminnelighet særlig grunn til å stryke selskapets aksjer fra notering. Før vedtak om strykning kan treffes skal imidlertid eventuelle tiltak for retting av forholdet drøftes mellom utsteder og børsen jf

børsforskriften § 25-2 tredje ledd. Selskapet har påpekt at strykning av selskapets aksjer vil være svært urimelig overfor aksjonærene. Dette er et moment som eventuelt vil tas i betraktning når børsen på et senere tidspunkt vurderer om selskapets aksjer skal strykes fra notering.

Selskapet har i møte med børsen den 24. november gitt uttrykk for at prospekt nå vil bli utarbeidet i relasjon til ny emisjon i desember 2003. Selskapet påpeker at det vil være svært uheldig i forhold til selskapets kunder, leverandører og ansatte om børsstyret den 25. november 2003 pålegger selskapet overtredelsesgebyr. Selskapet anmoder således om at behandlingen utsettes til neste børsstyremøte, da prospekt på det tidspunkt vil være ferdig utarbeidet. Børsen påpeker i den sammenheng at overtredelsesgebyret ilegges for overtredelse av prospektplikt frem til i dag. At prospekt vil bli utarbeidet i fremtiden har dermed ingen betydning for illeggelse av overtredelsesgebyret. Når børsen til tross for de angitte ulempene sanksjonerer forholdet er det fordi hensynet til markedsplassens integritet her bør gå foran ulempene for selskapet.

Børsen mener overtredelsen er så vidt alvorlig at selskapet bør ilegges overtredelsesgebyr, og varsler samtidig om at børsen ved fortsatt brudd på prospektplikten vil kunne vurdere å stryke selskapets aksjer fra notering. Selskapet har i brev datert 14 november 2003 gitt uttrykk for at prospektet etter nåværende tidsplan skal være godkjent innen 12. desember 2003. Børsens vurdering av strykning vil avhenge av hvorvidt prospekt da faktisk er utarbeidet.

## 7. Konklusjon

Hands ASA ilegges overtredelsesgebyr tilsvarende 3 – tre – ganger kursnoteringsavgiften jf børsloven 5-12 og børsforskriften § 25-5 for brudd på prospektplikten jf børsforskriften § 18-1 første ledd.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kapittel 26. Klagefrist er 2 – to – uker.

## 3. OPPTAK TIL BØRSNOTERING

### 3.1 NYE SELSKAPER PÅ OSLO BØRS I 2003

Nye selskaper på Oslo Børs i 2003							Første noterte Mcap	Noterings dato
Selskap	Liste	Type	Vedtaksdato	Unntak gitt for	Vilkår			
TFDS	SMB	primær	§ 2-7			651	07.05.2003	
Norwegian Air Shuttle ASA	SMB	primær	17.12.2003		Emisjon på minimum 200 MNOK Spredning	606	18.12.2003	
NextGenTel ASA	SMB	primær	25.11.2003		Emisjon på minimum 115 MNOK Spredning Prospekt	561	19.12.2003	

### 3.2 OPPTAKSVILKÅR

#### 3.2.1 Norwegian Air Shuttle ASA - Vilkår om 3 års virksomhet, og hovedlistens krav om overskudd (børsstyresak 136/03 av 17.12.2003)

Norwegian Air Shuttle ASA - Søknad om notering på Hovedlisten ved Oslo Børs

## 1. Innledning

Advokatfirma Vogt & Wiig AS har i brev av 28. oktober 2003 på vegne av Norwegian Air Shuttle ASA (heretter benevnt "Norwegian" eller "selskapet") søkt om opptak av selskapets aksjer til notering primært på hovedlisten, subsidiært SMB listen ved Oslo Børs. Fullstendig søknad med vedlegg er tilgjengelig på Oslo Børs. Selskapet anmodet opprinnelig om at søknaden ble behandlet på børsstyremøtet 25. november 2003, men ba i brev av 14. november 2003 om at behandlingen ble utsatt til børsstyremøtet 17. desember 2003.

Norwegian er et norskbasert flyselskap som i dag tilbyr lavpris flyreiser på 12 innenriksruter og 5 utenlandsdestinasjoner. Selskapet opererer i dag åtte Boeing 737 maskiner. I følge selskapet vil flyparken utvides med ytterligere tre fly i løpet av våren 2004.

Fra oppstarten av selskapet i 1993 til 2002 opererte Norwegian som underleverandør av flytjenester til Braathens innenriksoperasjon. Dette virksomhetsområdet er nå avviklet. I september 2002 startet Norwegian opp tilskuddsruter i Nord-Norge. Disse vil avvikles innen utløpet av 2003. I september 2002 startet selskapet opp lavprisoperasjonen med seks Boeing 737-300 flymaskiner. Fra og med 2004 vil lavprisoperasjonen være selskapets eneste virksomhet.

## 2. Virksomhetsbeskrivelse

Selskapets forretningsidé er gjennom effektiv drift å tilby flyreiser i det nordiske markedet til priser som er lavere enn konkurrentenes. Selskapets strategi er å øke reisevolumet innenlands og ut av Norge gjennom lave priser. I følge selskapet skal god lønnsomhet med lave priser sikres ved fokus på kostnadseffektiv og sikker drift, aktiv inntektsstyring, utnyttelse av informasjonsteknologi og effektiv organisering. Kostnadseffektiv og sikker drift skal oppnås gjennom en standardisert flypark, kun "punkt til punkt" flyging, dvs ingen "interlining" (samkjøring med andre flyselskaper), outsourcing av alle tjenester som ikke betraktes som kjernevirksomhet for flyoperasjonen, (eksempelvis håndteringen av passasjerer på bakken), og et enkelt konsept uten gratisservering om bord.

Norwegian ble stiftet 22. januar 1993. Selskapets virksomhet var bygget på overtakelsen av deler av virksomheten i Busy Bee, en del av Ludvig G. Braathen Rederi. Forretningsideen var å levere tjenester til Braathens, hovedsakelig ved å fly Braathens ruter på Vestlandet, uten kommersielt ansvar for rutenes inntjening. Selskapet benyttet Fokker F-50 fly på sine flygninger.

I år 2000 ervervet Norwegian selskapet Lufttransport AS som drev ambulansetransport med helikoptre og ambulansefly. Som ledd i å rendyrke passasjervirksomheten ble Lufttransport AS fisjonert ut som eget selskap i 2002. Dette selskapet er således ikke lenger en del av Norwegian.

I 2002 startet selskapet opp en Fokker F-50 operasjon på tre tilskuddsruter i Nord-Norge.

I juni 2002, da det ble klart at bonussystemet på innenlandsreiser falt bort, startet Norwegian forberedelsene med å etablere et lavprisselskap basert på flytypen Boeing 737 og inngikk langsiktige avtaler om leie av fly. Den 30. august 2002 fikk selskapet driftstillatelse til å fly Boeing 737, og flygingen startet 1. september 2002.

Etter at SAS overtok Braathens, ble Norwegians flyging på Vestlandsrutene avsluttet 31. mars 2003. Også Fokker F-50 operasjonen i Nord-Norge ble besluttet avviklet fordi selskapet ønsket å konsentrere sin virksomhet rundt den nyoppstartede Boeing 737-operasjonen. I løpet av inneværende år vil hele Fokker F-50 virksomheten avvikles.

Ved oppstarten av Boeing 737-operasjonen startet selskapet flyging på de fire mest trafikkfette rutene i Norge, rutene fra Oslo til Stavanger, Bergen, Trondheim og Tromsø. Disse rutene representerer 70 pst av det totale "punkt til punkt" innenriksmarkedet i Norge, målt i antall passasjerer. Frem til september 2003 har selskapet startet ytterligere 13 ruter, dvs til sammen 17 ruter, hvorav 12 er innenlands og fem går utenlands. Ved inngangen til 4. kvartal i år kan om lag 55 pst av selskapets totale flyproduksjon tilskrives de fire oppstartsrutene. I det første driftsåret har disse rutene stått for 85 pst av selskapets Boeing 737-omsetning.

Tabellen under illustrerer noen sentrale nøkkeltall for selskapets 737- operasjon i løpet av ett års drift :

	September 2002	September 2003
Flytimer (annualisert)	10 504	15 700
Antall fly	6	8
Antall ruter	4	17
Besetning (antall)	109	182
Antall årsverk, (inkl. Fokker 50)	294	330
Reisende (antall for måneden)	65 879	129 298
Belegg (kabinfaktor for måneden (%))	51%	64%
Salg (antall for måneden)	99 000	214 000
Fullprisandel (antall i %)	17%	13%
Internettbooking (antall i %)	23%	57%
EBITDA (NOK mill for måneden)	-13,4	7,0

Den planlagte ekspansjonen med tre nye Boeing 737 maskiner i løpet av våren 2004, medfører en betydelig økning av rutetilbudet. Selskapets vurderinger av mulig videre ekspansjon i 2004 involverer evaluering av oppstart av 15-20 nye ruter som i hovedsak vil være rettet mot storbydestinasjoner og tradisjonelle feriedestinasjoner utenfor Norge (sydenruter). Eksempelvis utgjør segmentene storby og syden-destinasjoner under 10 pst av selskapets Boeing 737-omsetning for oktober i år, mens den budsjetterte andelen for disse segmentene for oktober neste år er anslått til om lag 30 pst.

Pr. 1. oktober 2003 har selskapet totalt 357 ansatte, tilsvarende 330 årsverk. Norwegian har ikke organisert sin virksomhet i et konsern, det vil si at hele flyvirksomheten inngår som en del av selskapet.

### Krav om 3 års virksomhet

I henhold til børsforskriften § 2-1 tredje ledd, skal selskapet ha bestått minst i tre år og ha drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år.

Basert på at selskapet innen utløpet av 2003 vil ha avviklet hele sin Fokker- 50 virksomhet, og at nåværende Boeing 737 virksomhet kun har ett års historikk, har børsen drøftet hvorvidt selskapet kan anses å tilfredsstillere kravet om 3 års virksomhet. Fokker F-50 virksomheten innebar at selskapet var ren leverandør av flytimer, mens selskapet med sin Boeing 737 virksomhet nå har alt ansvar og risiko forbundet med salg og distribusjon av flybilletter. Organisasjonen har videre om lag tredoblet antall ansatte siden juni 2002, fra 119 ansatte 3 måneder før oppstart til i dag 357 ansatte. Dessuten er endringer i omsetning og andre finansielle nøkkeltall betydelig.

På den annen side har selskapet drevet betydelig flyvirksomhet i nesten 10 år før oppstarten av 737-virksomheten, og selskapet hevder at de operasjonelle endringer er mindre etter omleggingen. Piloter, kabinansatte og teknisk personell har fortløpende blitt faset over til den nye operasjonen, og det er i følge selskapet stor grad av kontinuitet både på den tekniske, operasjonelle og sikkerhetsmessige siden. Utfordringene ved igangsetting av Boeing 737-operasjonen synes primært å være administrative og i særdeleshet salg og distribusjon av billetter. Selskapet har måttet styrke organisasjonen betydelig både hva angår administrasjon, regnskap, salg og markedsføring. I følge selskapet kunne imidlertid ikke den nye Boeing 737-operasjonen vært bygget opp uten den operative og tekniske funksjonen intakt.

Det inntrykket som kan ha festet seg av Norwegian som et "nytt" flyselskap, synes til en viss grad å kunne tilskrives bevisst "re-branding" av selskapet.

Videre driver selskapet i en kjent bransje med etablerte benchmarks og kjente risikoforhold som bør gi investor godt grunnlag for å prise aksjene.

På dette grunnlag mener børsen at selskapet ut fra en helhetsvurdering tilfredsstiller kravet om tre års virksomhet. Som det fremgår nedenfor er imidlertid ikke disse tre årene lagt til grunn for vurdering av om selskapet har overskudd ett av siste tre år.

### 3. Økonomisk situasjon

Tabellene nedenfor viser resultatregnskap og balanse for selskapet for årene 2000, 2001 og 2002.

#### *Resultatregnskap for regnskapsårene 2000 – 2002:*

	2000	2001	2002
<b>DRIFTSINNTEKTER</b>			
Totale salgsinntekter	187 958	177 108	386 483
<b>SUM INNTEKTER</b>	<b>187 958</b>	<b>177 108</b>	<b>386 483</b>
<b>DRIFTSAVHENGIGE KOSTNADER</b>			
Driftsavhengige kostnader	103 509	93 843	298 736
Personalkostnader	60 242	66 037	107 853
Ordinære avskrivninger	4 120	3 828	5 805
Andre driftskostnader	10 000	8 631	47 874
Nedskrivninger			
<b>SUM DRIFTSAVHENGIGE KOSTNADER</b>	<b>177 871</b>	<b>172 340</b>	<b>460 269</b>
<b>DRIFTSRESULTAT</b>	<b>10 087</b>	<b>4 768</b>	<b>-73 786</b>
<b>SUM NETTO FINANSPOSTER</b>	<b>566</b>	<b>-285</b>	<b>2 037</b>
<b>ORDINÆRT RESULTAT FØR SKATT</b>	<b>10 652</b>	<b>4 483</b>	<b>-71 749</b>
<b>SUM SKATTEKOSTNAD</b>	<b>3 010</b>	<b>1 275</b>	<b>-19 889</b>
<b>ÅRSRESULTAT</b>	<b>7 642</b>	<b>3 209</b>	<b>-51 860</b>

Resultatregnskap for 1. 2. og 3. kvartal 2002 og 2003:

	1. kvartal		2. kvartal		3. kvartal		Akk. pr. 3. kvartal	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
<b>DRIFTSINNTEKTER</b>								
Totale salgsinntekter	49 589	199 195	51 093	216 247	88 458	230 451	189 141	645 893
Restruktureringskompen- sasjon		39 524		-1 375		-415		37 734
<b>SUM INNTEKTER</b>	<b>49 589</b>	<b>238 719</b>	<b>51 093</b>	<b>214 873</b>	<b>88 458</b>	<b>230 035</b>	<b>189 141</b>	<b>683 627</b>
<b>DRIFTSAVHENGIGE KOSTNADER</b>								
Driftsavhengige kostnader	12 401	146 822	26 195	154 102	67 995	170 272	106 591	471 196
Personalkostnader	19 131	43 843	15 845	40 635	30 985	44 374	65 960	128 852
Andre driftskostnader	6 360	12 063	4 815	13 772	17 584	13 401	28 760	39 235
<b>SUM DRIFTSAVHENGIGE KOSTNADER</b>	<b>37 892</b>	<b>202 728</b>	<b>46 855</b>	<b>208 508</b>	<b>116 564</b>	<b>228 047</b>	<b>201 311</b>	<b>639 283</b>
<b>DRIFTSRESULTAT FØR LEASING OG AVSKR</b>								
	11 697	35 991	4 239	6 365	-28 106	1 989	-12 171	43 344
Leasing	7 773	18 010	7 400	18 445	6 323	21 608	21 495	58 064
<b>DRIFTSRES FØR AVSKR (EBITDA)</b>	<b>3 924</b>	<b>17 981</b>	<b>-3 161</b>	<b>-12 081</b>	<b>-34 429</b>	<b>-19 619</b>	<b>-33 665</b>	<b>-13 720</b>
	1. kvartal		2. kvartal		3. kvartal		Akk. pr. 3. kvartal	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
<b>AVSKRIVNINGER OG NEDSKRIVNINGER</b>	<b>797</b>	<b>2847</b>	<b>1188</b>	<b>1977</b>	<b>2319</b>	<b>21748</b>	<b>4304</b>	<b>26572</b>
<b>DRIFTSRESULTAT (EBIT)</b>	<b>3 127</b>	<b>15 134</b>	<b>-4 349</b>	<b>-14 057</b>	<b>-36 748</b>	<b>-41 368</b>	<b>-37 969</b>	<b>-40 292</b>
<b>NETTO FINANSPOSTER</b>	<b>71</b>	<b>-1 630</b>	<b>502</b>	<b>164</b>	<b>-589</b>	<b>-558</b>	<b>-16</b>	<b>-2 023</b>
<b>ORDINÆRT RESULTAT FØR SKATT</b>	<b>3 198</b>	<b>13 504</b>	<b>-3 846</b>	<b>-13 893</b>	<b>-37 337</b>	<b>-41 926</b>	<b>-37 985</b>	<b>-42 315</b>
<b>SKATTEKOSTNAD</b>	<b>895</b>	<b>3 781</b>	<b>-1 077</b>	<b>-3 890</b>	<b>-10 454</b>	<b>-11 739</b>	<b>-10 636</b>	<b>-11 848</b>
<b>RESULTAT ETTER SKATT</b>	<b>2 302</b>	<b>9 723</b>	<b>-2 769</b>	<b>-10 003</b>	<b>-26 882</b>	<b>-30 187</b>	<b>-27 349</b>	<b>-30 467</b>

Balanse per 31.12 2000- 2002 og per 30.09 2002 og 2003:

	2000	2001	2002	Pr. 30.9.02	Pr. 30.9.03
<b>ANLEGGSMIDLER</b>					
Immaterielle eiendeler		1 395	32 418	21 189	52 093
Varige driftsmidler	12 297	13 029	56 383	56 428	48 503
Finansielle anleggsmidler	1 855	22	14 354	5 897	14 166
<b>SUM ANLEGGSMIDLER</b>	<b>14 152</b>	<b>14 446</b>	<b>103 155</b>	<b>83 514</b>	<b>114 761</b>

OMLØPSMIDLER

Forbruksvarer	7 672	7 428	8 823	7 442	1 042
Fordringer	12 795	10 571	45 159	86 488	143 708
Bankinnskudd, kontanter o.l.	4 554	7 871	63 237	88 664	58 389
SUM OMLØPSMIDLER	25 021	25 870	117 219	182 594	203 140
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>39 173</b>	<b>40 316</b>	<b>220 374</b>	<b>266 108</b>	<b>317 901</b>
<b>EGENKAPITAL</b>					
Innskutt egenkapital	400	400	71 157	116 299	71 157
Opptjent egenkapital	3 509	6 718		-20 631	-30 467
SUM EGENKAPITAL	3 909	7 118	71 157	95 668	40 690
<b>GJELD</b>					
Avsetninger for forpliktelser	395	1 288	9 729	5 363	33 280
Annen langsiktig gjeld			32 050	37 033	22 785
Kortsiktig gjeld	34 869	31 910	107 438	128 044	221 145
SUM GJELD	35 264	33 198	149 216	170 440	277 211
<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>39 173</b>	<b>40 316</b>	<b>220 374</b>	<b>266 108</b>	<b>317 901</b>
Egenkapitalandel (%)	10 %	18 %	32%	36%	13%

#### Kommentarer til tallene

Etter oppstarten av lavprisoperasjonen i september 2002 og nedleggelse av vesentlig deler av Fokker F-50 virksomheten er selskapets finansielle nøkkeltall betydelig endret. Drøfting av finansielle nøkkeltall bør derfor i hovedsak være rettet mot selskapets nye Boeing 737- virksomhet. Selskapet opplevde som følge av oppstarten av Boeing virksomheten, en svekkelse av driftsresultatet fra NOK 4,8 mill i 2001 til NOK -73,8 mill i 2002. Det var vesentlige kostnader knyttet til innarbeiding av nye ruter og oppbygging av organisasjon og styringssystemer, samtidig med at prisene på de nye flyrutene ble satt lavt for, i følge selskapet, å oppnå en akseptabel fyllingsgrad. Fra oppstart i september 2002 frem til september 2003 har antall reisende økt fra 65.000 til om lag 130.000. Selskapets totale produksjon "ASK" (antall tilgjengelige seter multiplisert med den strekning i kilometer som flys) er om lag doblet, mens kabinfaktoren, som angir hvor mange seter selskapet selger av sin totale produksjon, har økt fra 51 pst ved oppstarten i september 2002 til 64 pst i september 2003. For oktober 2003 oppgir selskapet å ha en kabinfaktor på 71 pst.

I samme tidsrom har driftsresultatet før avskrivninger (EBITDA) for de fire oppstartsrutene gått fra å være sterkt negativt til å vise positive tall for månedene mai, juni, september og oktober. Selskapet oppgir å ha gått fra en markedsandel for disse rutene på i området 12-15 pst i gjennom høsten 2002 til rundt 20 pst pr i dag. For månedene juni og september isolert var driftsresultatet før avskrivninger for første gang positivt for lavprisoperasjonen som helhet, og september var så langt den beste måneden med en EBITDA på NOK 7 mill. Tilsvarende tall for månedene juli og august var negative, og EBITDA for lavprissegmentet for 3. kvartal var NOK -13 mill. For oktober er EBITDA for lavprissegmentet estimert til om lag NOK 8 mill, og selskapet anslår et positivt driftsresultat for november.

Generelt faller reisevolumet tilbake i den tradisjonelle sommerferietiden, og resultatsvekkelsen i denne perioden skyldes også i følge selskapet at en ikke hadde tilstrekkelig erfaringsmateriale og kjørte med for stor kapasitet på Sør-Norge, samtidig med at ytterligere 13 ruter ble startet våren og sommeren 2003. To av de 13 nye rutene som ble startet våren/sommeren i år har gitt positivt EBITDA siden juni, mens selskapet

ikke forventer at de resterende nye rutene å vil bidra positivt til driften før i 2004. I følge selskapets egne erfaringer etter ett års drift, tar det anslagsvis seks til ni måneder før en ny rute er rimelig innarbeidet.

Selskapet har ingen Boeing 737 fly i sin balanse. Disse flyene, som har en gjennomsnittsalder på 11 år, er i sin helhet leiet inn på fem års leieavtaler med opsjon på to års forlengelse på samme ratenivå for fire av flyene. Selskapet betaler faste månedlige avdrag, og har ifølge opplysninger fra selskapet ingen forpliktelser ut over løpende avtalte ytelser for å disponere flyene. Ved avslutning av avtalen har selskapet kun forpliktelser i forhold til vedlikeholdsstatus på flyene. Etter børsens vurderinger synes det ut fra det materialet som er fremlagt, ikke å være tvil om at operasjonell lease, og således ikke balanseføring av flyene er en korrekt regnskapsmessig behandling av avtalene.

Selskapet har tre Fokker F-50 fly i sin balanse. Disse flyene er å regne som finansiell lease, der selskapet betaler et månedlig leasing beløp og har en utkjøpsforpliktelse etter endt leasing periode om 2 år. Selskapet vil ha avvirket hele sin Fokker F-50 operasjon ved utløpet av 2003 og forventer å selge flyene innen utløpet av året. Som følge av det selskapet oppfatter å være en aktuell salgsverdi, er flyene i regnskapet pr. 30. september nedskrevet med om lag NOK 20 mill.

Det er et spørsmål om selskapets historiske resultater for Fokker F-50 virksomheten skal legges til grunn i vurderingen av om kravet til hovedlistenotering er innfridd, jf kravet i børsforskriften § 2-1 om positivt driftsresultat i minst ett av de siste tre årene. En innfallsvinkel kunne være å akseptere historiske regnskapstall for den siste treårsperioden som det er lagt til grunn at selskapet har drevet sin virksomhet fordi det i 2001 – 2002 var overskudd. Børsen mener likevel den type virksomhet dette bygger på er så vidt ulik i størrelse og risikoprofil for det selskapet nå driver at det i forhold til overskuddsvilkåret er riktig å se bort fra den tidligere virksomheten. Av hensyn til det kvalitetsstempel hovedlisten er ment å ha er det således lagt til grunn et strengere sammenligningskrav. På denne bakgrunn tilfredsstiller selskapet ikke kravet til at driftsresultatet ett av de siste tre årene skal være positivt.

#### Noen vesentlige risikomomenter ved virksomheten

Selskapet har hatt en positiv utvikling for sine 4 oppstartsruiter, og grunnlaget for mulig vedvarende positiv drift kan etter Oslo Børs oppfatning være til stede. For de nye rutene er det foreløpig ikke etablert tilfredsstillende markedsandeler, og usikkerheten rundt lønnsomheten for disse rutene, samt lønnsomheten for den videre planlagte ekspansjonen må etter børsens oppfatning anses å være betydelig. Det er også en betydelig usikkerhet ved hvorvidt den opparbeidede markedsposisjonen for Norwegians oppstartsruiter er permanent, og selskapet er svært utsatt for en generell nedgang i etterspørselen på disse rutene. Bransjen er i betydelig grad utsatt for prispress gjennom nåværende konkurranse, herunder SAS sin lavprisoffensiv, samt mulig konkurranse fra nye lavprisselskaper og lavprisselskaper som pr i dag ikke flyr på innenlands ruter i Norge. Det kan være en reell fare for overetablering av lavpristilbud som bidrar til priskonkurranse som på sikt ikke vil gi tilstrekkelig lønnsomhet for selskapet. Ekspansjon gjennom flere fly og nye ruter, slik selskapet legger opp til, bidrar til å redusere enhetskostnadene, som i følge selskapet gjør det mulig å konkurrere på pris. Risikoen for å bli utkonkurrert på pris er også, slik børsen har oppfattet selskapet, betydelig dersom den planlagte ekspansjonen ikke foretas. Ekspansjonen bidrar imidlertid til å øke risikoen i selskapet gjennom å øke de faste kostnadene og gjøre selskapet avhengig av tilfredsstillende belegg også på ny-opprettede ruter.

Norwegians begrensede størrelse og korte historikk for lavprisvirksomheten innebærer også at selskapet er mer utsatt for sviktende omdømme i forhold til sikkerhet og pålitelighet ved flyulykker eller andre hendelser enn de større og etablerte flyselskapene.



Den begrensede flyparken medfører også at selskapet er meget sårbar for eventuelle fly som må tas ut av virksomheten. Et risikomoment er også selskapets evne til å håndtere vekst gjennom økte krav til selskapets ledelsesressurser, systemer og interne kontrollrutiner (se omtale under organisasjon og ledelse).

Risikomomenter og usikkerheten ved selskapets virksomhet er imidlertid forhold som vil bli avdekket i informasjon til markedet, og som investor vil kunne forholde seg til i spørsmål om å tegne, kjøpe eller selge aksjer. Risiko forbundet med selskapets virksomhet er således i seg selv, etter børsens oppfatning, ikke av en slik art at det påvirker spørsmål om børsnotering i negativ retning.

## Soliditet og likviditet

### 12 eller 18 måneders likviditetskrav

I henhold til børsens regelverk for opptak skal høyvekstselskaper og selskaper som er i en prekommersiell fase, ha nok tilgjengelige likvide midler i form av bankinnskudd, verdipapirer eller lignende til å kunne drive videre i ca 18 måneder innenfor det virksomhetsomfang det legges opp til. Øvrige selskaper som søker om børsnotering, må sannsynliggjøre at de vil ha tilstrekkelig med likvide midler til å kunne drive videre i ca ett år innenfor planlagt virksomhetsomfang, jf børssirkulære 5/2001.

Børsen har vurdert hvorvidt selskapet er å anse som "høyvekstselskap" eller å være i en "prekommersiell fase". Etter en helhetsvurdering anser imidlertid ikke børsen at intensjonen bak 18 måneders kravet er dekkende for Norwegians virksomhet. Dette bygger bl.a på at kravet er benyttet for selskaper med helt nye eller ikke-ferdigutviklede produkter med liten eller ingen omsetning og med forutsetninger om sterk fremtidig vekst for å oppnå kommersiell drift. Norwegians produkt (lavprisflyging) er kjent og til dels kommersialisert gjennom positive driftsresultater i noen av de siste månedene. Videre har selskapet ut fra de planer som er presentert, lagt bak seg den vesentligste veksten. Med det beløpet selskapet har forutsatt som minimum emisjonsbeløp for å gjennomføre børsnoteringen, tilfredsstiller selskapet imidlertid også et 18 måneders likviditetskrav, slik at spørsmålet om 12 eller 18 måneders likviditetskrav ikke er av betydning for vurdering av egnetheten for notering.

### Likviditets- og egenkapitalvurderinger

I forbindelse med oppstart av lavprisoperasjonen gjennomførte selskapet flere rettede emisjoner på til sammen NOK 115 mill, hvorav den siste som fant sted i September 2002 var på NOK 80 mill. Disse emisjonene var i følge selskapet ment å dekke kapitalbehovet knyttet til oppstarten av lavprisoperasjonen basert på de fire oppstartsrutene. Siden oppstart av lavprisoperasjonen har selskapets kontantstrøm vist betydelige månedlige variasjoner. Ved utgangen av oktober 2003 var kontantbeholdningen om lag NOK 72 mill. For 2004 budsjetterer selskapet med en betydelig vekst i kontantbeholdningen. Prognosene bygger på den planlagte ekspansjonen og er basert på en betydelig økning i selskapets produksjon (målt i omsetning og tilgjengelige setekilometere), en generell økning i kabinfaktoren (som angir hvor mange seter selskapet selger av sin totale produksjon) og en svak nedgang i snittpris på eksisterende ruter (ulikt fordelt mellom de ulike rute-kategoriene kortruter/langruter innland, storbyruter og sydenruter). Etter børsens oppfatning ligger det grundige vurderinger bak selskapets forutsetninger. Børsen vil imidlertid bemerke at estimatene bygger på positive forventninger til både markedet som helhet og selskapets konkurranseposisjon og ytelsesevne, og det er betydelige usikkerhetsmomenter, både eksterne og interne, som raskt vil kunne endre selskapets likviditetssituasjon, jf bl. a ovenstående omtale av risikomomenter.

Selskapets bokførte egenkapitalandel var 24 pst ved utløpet av 2. kvartal 2003. Som følge av negative resultater og nedskrivninger av fly i 3. kvartal, sank egenkapitalandelen og var ved utløpet av september om lag 13 pst. I henhold til selskapets budsjetter vil egenkapitalandelen være i størrelsesorden 19 pst ved utløpet av neste år, eksklusive emisjonen i forbindelse med børsnoteringen. Ved en emisjon på mellom NOK 200 mill og NOK 250 mill (se nedenstående omtale vedr. emisjon), ville egenkapitalandelen ved utløpet av 3. kvartal i år vært i størrelsesorden 47 til 52 pst. Med den finansielle struktur og operasjonelle eksponeringen selskapet har, er det selskapets vurdering at egenkapitalandelen bør ligge innenfor intervallet 30 til 50 pst. Børsen har ingen kommentarer til denne vurderingen, og anser at egenkapitalandelen ved den forutsatte emisjonen vil være tilfredsstillende. Basert på Selskapets prognoser, og at selskapet har forutsatt en emisjon på minimum NOK 200 mill for å gjennomføre børsnoteringen, mener børsen at det er sannsynliggjort at selskapet har tilstrekkelig soliditet og likvide midler i form av likviditetsbeholdning og forventet kontantstrøm fra den underliggende driften, til å drive videre de neste 12 månedene innenfor planlagt virksomhetsomfang.

#### Finansiell due diligence

Det er i forbindelse med noteringen ikke gjennomført en full finansiell due diligence. PwC gjennomførte imidlertid dette i oktober 2002 og har nå foretatt en oppfølging av de punkter som fremkom fra forrige gjennomgang. Det er i følge PwC ikke avdekket vesentlige forhold som burde vært inkludert i regnskapet for september 2003. Det fremkommer et betydelig negativt avvik mellom budsjettet for 2003 og resultatet hittil i år for de rutene som lå inne i budsjettet. Dette skyldes i følge PwC at selskapet i sommermånedene erfarte et annet reisemønster enn forutsatt, med vesentlig lavere passasjertilstrømming på innenlandsrutene.

#### Revisjon

Deloitte & Touche Statsautoriserte Revisorer AS, Oslo, er selskapets revisor og har avgitt revisjonsberetning for selskapet for regnskapsårene 2000, 2001 og 2002 uten forbehold eller presiseringer.

[...]

Revisor har gjennomført begrenset revisjon av regnskapet pr. 30. september 2003 uten forbehold eller presiseringer.

#### 4. Organisasjon og ledelse

[...]

Selskapet oppfylder pr. i dag ikke kravet i børssirkulære 5/2001 om 100 børsposteiere på SMB-listen. Selskapet antar imidlertid at antall børsposteiere etter emisjon og spredningssalg vil bli mellom 1000 og 1500.

Etter børsens oppfatning er det sannsynliggjort at selskapet etter emisjonen vil innfri kravet til antall børsposteiere for notering på SMB-listen.

#### Emisjon

Selskapet planlegger å gjennomføre en emisjon på minimum NOK 200 mill og maksimum NOK 250 mill. Dersom selskapet ikke oppnår en kapitalforhøyelse på minimum NOK 200 mill, vil ikke emisjonen eller børsnoteringen bli gjennomført. Emisjonen vil omfatte et

offentlig tilbud og et tilbud til institusjoner og andre profesjonelle investorer. Det er i utgangspunktet lagt opp til at 20 pst av emisjonen skal være forbeholdt tegnerne i det offentlige tilbudet, mens 80 pst av emisjonen skal være forbeholdt profesjonelle investorer. Det offentlige tilbudet omfatter alle bestillinger for inntil NOK 1 million, med et minimumsbeløp på NOK 10.000. Den endelige fordelingen mellom de to transjene vil bli avgjort på bakgrunn av tegningsresultatet. Emisjonen angis å ville bli markedsført mot et bredt spekter av investorer. Tilretteleggere er ABG Sundal Collier og Enskilda Securities. Det planlegges å markedsføre emisjonen til mindre private norske investorer gjennom aktiv annonsering i media.

Teknisk sett består emisjonen av to emisjonsvedtak; en styrefullmakt som ble gitt i generalforsamlingen 24. november 2003, og et vedtak om emisjon som skal treffes av ekstraordinær generalforsamling 17. desember 2003. Styret har mottatt erklæringer fra aksjeeiere som representerer over 2/3 av aksjekapitalen om at de vil stemme for styrets forslag til en slik emisjon. Aksjer som utstedes på bakgrunn av styrefullmakten vil være forbeholdt tegnerne i det offentlige tilbudet i Norge, mens aksjer som utstedes på bakgrunn av generalforsamlingsvedtaket 17. desember 2003 vil være forbeholdt institusjonelle og andre profesjonelle investorer. Eksisterende aksjonærers fortrinnsrett vil bli fraveket i emisjonene.

Tegningskursen i emisjonen forventes å bli mellom NOK 27 og NOK 33 per aksje, men prisen kan også bli høyere eller lavere. Den endelige prisen på aksjene vil bli fastsatt av styret i samråd med tilretteleggerne den 17. desember, etter at det er gjennomført en bindende bookbuildingsprosess i den institusjonelle transjen og tegningsperioden er utløpt.

Tegningsperioden skal vare fra 9. til 17. desember. For det offentlige tilbudet utløper tegningsperioden kl. 12.00, mens tegningsperioden i den institusjonelle transjen utløper kl. 15.00 samme dag. Tegning i den institusjonelle transjen skjer direkte i generalforsamlingsprotokollen 17. desember. Tildeling av aksjene skjer den 17. desember, og de som har behov for å vite nøyaktig tildeling kan kontakte tilretteleggerne fra morgenen den 18. desember. For å sikre rask registrering av kapitalforhøyelsen vil tilretteleggerne legge ut det samlede tegningsbeløpet, og kapitalforhøyelsen vil bli registrert i Foretaksregisteret om morgenen den 18. desember. Oppgjør og fysisk levering av aksjene til tegnerne planlegges å bli henholdsvis 19. og 22. desember. Første noteringsdag er satt til 18. desember 2003. Selv om de nye aksjene først er registrert på den enkeltes VPS konto den 22. desember, skal aksjene være omsettelige fra og med morgenen den 18. desember. Dette vil være mulig som følge av at de nye aksjene på dette tidspunktet skal være utstedt og registrert, og tildelingsbevis skal være tilstrekkelig for å dokumentere tildeling som grunnlag for handel med aksjen. Dette gjelder tildelingen i begge transjene, dvs både for dem som har tegnet i det offentlige tilbudet og for dem som har tegnet i den institusjonelle plasseringen. Børsen har gjennom diskusjoner med selskapet og VPS blitt forsikret om at en slik fremgangsmåte er betryggende.

[...]

## 6. Konklusjon

Vurdering av vilkårene for børsnotering slik de fremgår av børsforskriften §§ 2-1 og 2-4:

- Aksjene er utstedt av et allmennaksjeselskap
- Aksjene antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning
- Aksjene er med unntak av lock-up avtalene, fritt omsettelige.
- Selskapet har bestått i minst tre år, og har drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år.

- Selskapet har ikke hatt positivt driftsresultat ett av de tre siste årene (for lavprisoperasjonen).
- Kravet om markedsverdi for notering på SMB-listen er oppfylt.
- Kravet om minimum 25 pst eierspredning er oppfylt.
- Kravene om antall børspositeiere er ikke oppfylt på søknadstidspunktet. Det er imidlertid liten usikkerhet om at i det minste spredningskravet for SMB-notering vil være oppfylt etter emisjonen.

Selskapet har som forutsetning for gjennomføringen av emisjonen og børsnoteringen, lagt til grunn en emisjon som minimum tilfører selskapet NOK 200 mill i ny egenkapital. Børsen mener dette er mer enn tilstrekkelig for å tilfredsstille børsens krav til likviditet og soliditet ved opptak av nye selskaper. Selskapets forutsetninger legges således til grunn for gjennomføringen av børsnoteringen.

Det er for øvrig ikke avdekket økonomiske eller organisatoriske forhold som skulle tilsi at aksjen i Norwegian ikke er egnet for notering. Basert på ovenstående anses det at vilkårene for opptak til notering etter børsforskriften og børs sirkulære nr 5/2001 er oppfylt.

Siden selskapet ikke har fått medhold i sitt primære ønske om notering på Hovedlisten bemerkes at vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kapittel 26. Klagefrist er 2 – to – uker.

## 7. Vedtak

Børsstyret vedtok å ta aksjene i Norwegian Air Shuttle ASA opp til notering på SMB-listen ved Oslo Børs forutsatt at selskapet tilføres minimum NOK 200 mill i emisjonen, jf selskapets forutsetninger for å gjennomføre emisjonen og børsnoteringen. Børsdirektøren gis fullmakt til å fastsette første noteringsdag, som er forutsatt å være senest innen 28. januar 2004.

### **3.2.2 NextGenTel ASA – Opptak til notering – krav til overskudd, likviditet og administrative rutiner (børsstyresak 25.11.03)**

#### 1. Innledning

NextGenTel Holding ASA (heretter benevnt "NextGenTel" eller "Selskapet") har ved administrerende direktør Olav Stokke i brev datert 28. oktober 2003, søkt om opptak av selskapets aksjer til notering prinsipalt på hovedlisten, subsidiært på SMB-listen ved Oslo Børs. Fullstendig søknad med vedlegg er tilgjengelig på Oslo Børs.

NextGenTel er et norskbasert telekommunikasjonsselskap som i dag tilbyr bredbånds-aksess til internett og ulike internett-tjenester. Selskapet har vært igjennom en fase med høy kundevekst og har i dag omlag 55 000 kunder, hvilket tilsvarer ca 18 prosent av det norske bredbåndsmarkedet. Selskapet har investert betydelige midler i telekommunikasjonsnettverk for å kunne ta del i den forventede fremtidige veksten innen bredbåndsmarkedet.

#### 2. Virksomhetsbeskrivelse

NextGenTel er et telekommunikasjonsselskap hvor forretningsideen er å tilby bredbåndsaksess til internett og ulike internett-tjenester/-produkter til et bedre pris/ytelsesforhold enn sine konkurrenter. Selskapets tjeneste-/produkt sortiment, ut over hovedproduktet bredbåndsaksess, består av blant annet videofilmer, musikk, spill og telefonitjenester levert via bredbånd. Selskapet produserer ikke disse produktene selv, men er en videreformidler av andre leverandørers produkter. Foreløpig er volumet på disse produktene begrenset i forhold til bredbåndsaksess-produktet. NextGenTel eier

heller ikke egne linjer, men leier kobberlinjer fra blant annet Telenor og fiberlinjer fra BaneTele gjennom langtidskontrakter.

Selskapet har anlegg i 160 telefonsentraler lokalisert i sentrale strøk i Sør-Norge, hvor man har montert eget nettverksutstyr. Selskapet har dermed kontroll over eget nettverk uten å eie linjene. Dette medfører at NextGenTel selv kan bestemme spesifikasjonene for sine ulike bredbåndsalternativer i motsetning til sine konkurrenter som i de fleste tilfeller tilbyr likeartet bredbåndsaksess.

Selskapets strategi er å opprettholde sin etablerte posisjon som den nest største leverandøren av bredbåndstjenester i det norske markedet etter Telenor. NextGenTel forventer en stor økning i etterspørselen etter bredbåndstjenester basert på kundenes ønske om raskere filoverføringer, kontinuerlig internettaksess og billigere telefonsamtaler.

NextGenTel Holding ASA ble stiftet den 16. oktober 2003. Selskapet har således ikke bestått i tre år slik børsforskriften § 2-1 tredje ledd krever. Konsernet kan imidlertid vise til kontinuitet i underliggende drift gjennom NextGenTel AS som ble etablert 1. mars 2000.

Det nåværende morselskapet i konsernet er NextGenTel UK Ltd. Konsernet driver imidlertid all sin virksomhet i Norge gjennom NextGenTel AS. Styret i NextGenTel UK Ltd. har på denne bakgrunn, og med sikte på å legge til rette for børsnotering, besluttet å overføre alle aktiva og passiva i NextGenTel UK Ltd. til NextGenTel Holding ASA som ny konsernspiss, for deretter å avvikle det britiske selskapet. Aksjene i NextGenTel UK Ltd. vil bli benyttet som tingsinnskudd mot at aksjonærene i NextGenTel UK Ltd. blir aksjonærer i NextGenTel Holding ASA. Transaksjonen vil bli gjennomført til regnskapsmessig kontinuitet.

NextGenTel forutsetter at omorganiseringen av konsernet er gjennomført i forkant av børsnoteringen. Omorganiseringen forventes å være gjennomført den 4. desember 2003.

[...]

Krav om positivt driftsresultat for hovedlisten

Det følger av børsforskriften § 2-1 at selskap som søker notering på hovedlisten skal ha hatt positivt driftsresultat i minst ett av de siste tre årene. Selskapet har søkt om dispensasjon fra dette kravet. Som følge av at kravet om tre års virksomhet reelt sett anses innfridd, legges det opp til å akseptere historiske proforma regnskapstall for årene 2000 til 2002 i vurdering av kravet om positivt driftsresultat i minst ett av de siste tre år.

Oslo Børs har tidligere innvilget dispensasjon fra dette kravet basert på generelle retningslinjer fra børsstyret. I disse tilfeller har det spesielt vært lagt vekt på om selskapet har stor spredning på aksjene og høy markedsverdi. I nærværende tilfelle anses det ikke at selskapet er av en slik størrelse at dispensasjon bør gis. Selskapet antas å ha en markedsverdi på mellom 600 og 1000 MNOK. Dette ligger noe under den størrelse som tidligere har vært lagt til grunn ved dispensasjoner. I disse tilfellene har en markedsverdi på minimum 1 000 MNOK vært benyttet som en grenselinje.

For øvrig kan det sies at erfaringen med tidligere dispensasjoner tilsier at det bør legges til grunn en streng vurdering. Det bør være åpenbart at selskapet hører hjemme på hovedlisten for at dispensasjon kan gis. I dette tilfellet er Selskapet riktignok i ferd med å nå en betydelig størrelse, og er i følge Selskapet selv godt på vei mot positive driftsresultater. Selskapet er likevel fremdeles i en betydelig vekstfase med de utfordringer dette medfører. Selskapet har vokst raskt og har strukket sine ressurser til det ytterste for å oppnå denne veksten. Således anses det mest naturlig at de normale kriterier legges til grunn, og at Selskapet plasseres på SMB-listen. Selskapet vil kunne søke om

overflytting til hovedlisten dersom det etter børsnoteringen viser at Selskapet faktisk oppnår positive driftsresultater og har den nødvendige eierspredning.

Det anbefales på denne bakgrunn at Selskapet ikke gis dispensasjon fra kravet om positivt driftsresultat, og at Selskapets aksjer tas opp til notering på SMB-listen.

#### Soliditet og likviditet

I henhold til regelverket for opptak skal høyvekstselskaper og selskaper som er i en prekommersiell fase ha nok tilgjengelige likvide midler i form av bankinnskudd, verdipapirer eller lignende til å kunne drive videre i ca 18 måneder innenfor det virksomhetsomfang det legges opp til. Øvrige selskaper som søker om børsnotering må sannsynliggjøre at de vil ha tilstrekkelige med likvider til å kunne drive videre i ca ett år innenfor planlagt virksomhetsomfang, jf børs sirkulære nr. 5/2001.

Børsen har vurdert hvorvidt NextGenTel er å anse som et "høyvekstselskap" og/eller i en "prekommersiell fase". Etter børsens vurdering faller NextGenTel innenfor kategorien "høyvekstselskaper". Begrunnelsen er at Selskapet ennå ikke har oppnådd et positivt driftsresultat verken på års- eller kvartalsbasis. Videre har Selskapet i sine prognoser lagt inn en betydelig netto vekst i antall kunder, hvilket er nødvendig for at Selskapet skal oppnå lønnsomhet. Vurderingen av om Selskapet er et høyvekstselskap er også basert på at Selskapets produkt (bredbånd) er relativt nytt i historisk perspektiv, og at bransjen kan sies å være ung.

[...]

#### Administrative rutiner

Den sterke veksten selskapet har gjennomgått siden etableringen i 2000 har medført store utfordringer med hensyn til etablering av tilstrekkelige rutiner og prosesser som kan håndtere den vekst selskapet har oppnådd og forventer. Spesielt har dette stilt økte krav til håndtering av en voksende mengde transaksjoner, herunder krav til riktig periodisering av inntekter og kostnader. En stor del av Selskapets private kunder betaler for 36 måneders bredbåndsaksess til Internett på forskudd. Av Selskapets 55 000 kunder utgjør privatpersoner 89 prosent. Dette stiller store krav til selskapet i forbindelse med riktig periodisering av inntekter. Tilsvarende gjelder på kostnadssiden, hvor Selskapet mottar én faktura per kunde fra Telenor i forbindelse med Selskapets leie av kobberlinjer. I den forbindelse har NextGenTel i 2003 implementert et helt nytt system for periodisering av inntekter som skal sikre at en rask, presis og konsistent regnskapsavslutning. Et tilsvarende system er implementert for å kunne gjennomføre en effektiv periodisering av kostnader knyttet til fakturering fra Telenor. Som følge av at dette har vært tidkrevende prosesser, har ikke Selskapet avlagt årsregnskap for 2002 innenfor gjeldende frist. Selskapets årsregnskap for 2002 ble avlagt den 19 september 2003 hvilket er omlag halvannen måned etter fristens utløp. Selskapets kvartalsrapport for tredje kvartal 2003 var derimot klar medio oktober.

Det kan stilles spørsmål ved om Selskapet har tilstrekkelige ressurser for å kunne imøtekomme de krav som stilles til et børsnotert selskap vedrørende regnskapsrapportering, ettersom man overskred fristen for å ferdigstille årsregnskapet for 2002 med omlag halvannen måned. Selskapet hevder imidlertid at dette var en bevisst prioritering, hvor man vektla kvalitetssikring av de prosessene man hadde implementert slik at man kunne være sikre på at de regnskapene man produserte for fremtiden holdt en betryggende kvalitet.

Overfor børsen har NextGenTel i tilstrekkelig grad sannsynliggjort at Selskapet bevisst valgte å utsette ferdigstillingen av årsregnskapet for 2002 til fordel for økt sikkerhet for betryggende kvalitet på fremtidig finansiell informasjon. Børsen anser derfor at for sent avlagt årsregnskap for 2002 ikke skal være til hinder for en børsnotering av Selskapet.

[...]

Børsstyret vedtok å ta aksjene i NextGenTel Holding ASA opp til notering på SMB-listen ved Oslo Børs. Det forutsettes at selskapet tilføres minimum NOK 115 millioner gjennom den planlagte emisjonen, og at det oppnås tilstrekkelig spredning. Det forutsettes videre at det utarbeides et prospekt som tilfredstiller kravet i børsforskriften til prospekt ved børsintroduksjon. Børsdirektøren gis fullmakt til å fastsette første noteringsdag, senest innen 19. desember 2003.”

### **3.3 OVERFØRING MELLOM HOVEDLISTE OG SMB-LISTEN**

#### **3.3.1 Overføring mellom SMB- og hovedlisten (børsstyresak 22.01.2003)**

##### 1. Innledning

Børsforskriften § 2-2 åpner for at børsen under gitte forutsetninger kan beslutte å flytte selskaper mellom hoved- og SMB-listen. Bestemmelsen benytter markedsverdi som kriterium for å kunne flytte selskapene. Selskaper som over tid har ligget over eller under et visst nivå i markedsverdi kan flyttes. Bestemmelsen gir børsen anledning til å overflytte selskaper dersom vilkårene er til stede, men det beror på børsens skjønn om det gjøres eller ikke.

Bestemmelsen gir børsen en mulighet til å rendyrke hoved- og SMB-listen ved at selskaper som via sin markedsverdi åpenbart har demonstrert at de tilhører en annen listen enn den de er plassert på kan flyttes. Børsen vil gjøre årlige gjennomganger av selskapene basert på denne bestemmelsen for å sikre en mest mulig korrekt listeplassering for de noterte selskapene.

Etter at Oslo Børs gikk over til ny indekssklassifisering (GICS-modellen) har skillet mellom hovedlisten og SMB-listen blitt mindre fremtredende enn tidligere. Dette fordi indekstilhørighet ikke styres av listeplassering lenger. Selskapene betaler også samme kursnoteringsavgift uavhengig av hvilken liste de er plassert på. Det er imidlertid forbundet med en viss prestisje å være notert på hovedlisten og det antas at flere investorer fortsatt har listeplassering som et vurderingsmoment i sine investeringsbeslutninger. Selskaper notert på hovedlisten forventes i utgangspunktet også ha bedre forutsetninger for en god likviditet i aksjen. Formuesskatten for aksjonærene er lavere på SMB-listen. Så lenge det opprettholdes to lister med forskjellige opptaksvilkår anser børsen at listene bør vedlikeholdes.

##### 2. Saksbehandling

Oslo Børs har mot slutten av 2002 foretatt en gjennomgang av alle selskapene notert på hovedlisten, for å vurdere hvorvidt de kommer innunder bestemmelsen i bf § 2-2 annet ledd om flytting fra hoved- til SMB-listen. Selskapene er sortert etter følgende kriterier:

- selskap notert på hovedlisten som i minst tre år (perioden 1. oktober 1999 til 30. september 2002) har hatt en kursverdi lavere enn 300 millioner kroner
- selskap notert på hovedlisten som i minst ett år (perioden 1. oktober 2001 til 30. september 2002) har hatt en kursverdi lavere enn 150 millioner kroner

De aktuelle selskapene ble varslet i brev av 26. november 2002 om at børsen vurderte å overføre selskapene fra hovedlisten til SMB-listen. Selskapene ble gitt frist til mandag

6. januar 2003 for å komme med kommentarer til overføringen, eventuelt fremlegge planer som viser at selskapet innen rimelig kort tid igjen vil tilfredsstille kriteriene for notering på hovedlisten.

### 3. Rettslig utgangspunkt

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

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

### 4. Gjennomgang av de noterte selskapene

4.1 Selskap på hovedlisten hvor kursverdien har vært lavere enn 150 millioner kroner i perioden 1. oktober 2001 til 30. september 2002

Det er tatt utgangspunkt i alle selskapene notert på hovedlisten. Følgende selskap har ligget under 150 millioner i markedsverdi i hele perioden;

Selskap	Markedsverdi pr 18.10.2002 ( i mill.NOK)
Blom ASA	30,48

Pr 13. januar 2003 har selskapet en markedsverdi på 15,53 MNOK.

4.2 Selskap på hovedlisten hvor kursverdien har vært lavere enn 300 millioner kroner i perioden 1. oktober 1999 til 30. september 2002

Det er tatt utgangspunkt i alle selskapene notert på hovedlisten, bortsett fra de selskapene som allerede vurderes overflyttet etter det strengere kriteriet, jf pkt. 4.1 ovenfor. Følgende selskap har hatt en kursverdi lavere enn 300 millioner kroner i hele perioden;

Selskap	Markedsverdi pr. 18.10.2002 (i mill.NOK)
Goodtech ASA	15,38

Pr 13. januar 2003 har selskapet fortsatt en markedsverdi på 15,38 MNOK.

### 5. Selskapenes kommentarer

Selskapene ble i brev av 26. november 2002 varslet om at børsen vurderte å overføre selskapene fra hovedlisten til SMB-listen. Det ble videre gitt anledning til å komme med kommentarer til overføringen, herunder å fremlegge eventuelle planer som viser at selskapene innen rimelig kort tid igjen vil tilfredsstille kriteriene for notering på hovedlisten ved Oslo Børs.

Oslo Børs har mottatt følgende svar fra selskapene.

#### 5.1 Blom ASA



Selskapet har i sitt svarbrev av 2. januar 2003 angitt at saken er behandlet i selskapets styre, og at styret vedtok ikke å protestere mot den foreslåtte flyttingen av selskapet til SMB-listen.

## 5.2 Goodtech ASA

Selskapet har i sitt svarbrev av 2. desember 2002 informert om at [xxx]. Med bakgrunn i dette ber selskapet om at endring av listeplassering kan avvendes. Videre ønsker selskapet å diskutere listeplasseringen med børsen i løpet av 1. halvår 2003.

## 6. Vurderinger

### 6. 1 Goodtech ASA

Selskapet har hatt en markedsverdi under 300 millioner kroner i hele perioden 1. oktober 1999 til 30. september 2002. Gjennomsnittlig markedsverdi for perioden har vært 58 millioner kroner og pr 18. oktober 2003 var markedsverdien for selskapet i overkant av 15 millioner kroner. Markedsverdien var den samme pr 13. januar 2003. Videre har selskapets aksjer vært omsatt 190 av 228 børsdager i perioden 1. januar 2002 til 30. november 2002 med en relativ spread på 11,81%. Gjennomsnittlig relativ spread for alle de noterte hovedlisteselskapene var 5,29% i samme periode. Selskapet har således hatt en likviditet som ikke er av de beste, men heller ikke av de verste. Markedsverdien er, og har vært, så lav at selskapet imidlertid fremstår som uegnet for notering på hovedlisten.

I dagens situasjon kreves det betydelige endringer før Goodtech ASA målt etter markedsverdi fremstår som et hovedlisteselskap. Selv om selskapet har stor tro på [xxx], har Oslo Børs valgt å ikke legge avgjørende vekt på dette forhold. Selskapet har i sitt svarbrev ikke gitt noen informasjon vedrørende [xxx]. Svaret er meget begrenset og gir ingen mulighet for børsen til å vurdere realitetene i [xxx]. Det fremgår heller ikke [xxx].

Etter det selskapet anfører i sitt brev, foreligger det derfor på dette tidspunkt ingen konkrete holdepunkter for at selskapet innen rimelig tid igjen vil kunne tilfredstille markedsverdikravet for notering på hovedlisten.

Dersom selskapet på et senere tidspunkt skulle [xxx].

### 6.2 Blom ASA

Selskapet har ingen innsigelser mot flyttingen og fremstår som en klar kandidat for flytting til SMB-listen.

## 7. Konklusjon

Børsforskriften § 2-2 annet ledd angir markedsverdi som kriterium for å overføre noterte selskaper fra hovedlisten til SMB-listen. Ingen av selskapene som er identifisert som aktuelle for overføring til SMB-listen etter dette kriteriet har dokumentert forhold som gjør at det anses som hensiktsmessig å fortsette noteringen på hovedlisten.

De aktuelle selskapene tilfredstiller børsforskriftens vilkår for overføring fra hovedlisten til SMB-listen.

## 8. Vedtak

Børsstyret vedtok i henhold til børsforskriften § 2-2 å overføre aksjene i følgende selskap fra hovedlisten til SMB-listen;

Blom ASA

Goodtech ASA

Første noteringsdag på SMB-listen settes til 3. februar 2003.

Vedtaket kan påklages til børsklagenemden etter reglene i børsforskriften kapittel 26. Klagefristen er 2 – to – uker.

Protokoll fra styremøte 22.01.2004

### Overføring av selskaper fra SMB- til hovedlisten

#### 1. Innledning

Børsforskriften § 2-2 åpner for at børsen under gitte forutsetninger kan beslutte å flytte selskaper mellom hoved- og SMB-listen. Bestemmelsen benytter markedsverdi som kriterium for å kunne flytte selskapene. Selskaper som over tid har ligget over eller under et visst nivå i markedsverdi kan flyttes. Bestemmelsen gir børsen anledning til å overflytte selskaper dersom vilkårene er til stede, men det beror på børsens skjønn om det gjøres eller ikke.

Bestemmelsen gir børsen en mulighet til å reddykke hoved- og SMB-listen ved at selskaper som via sin markedsverdi åpenbart har demonstrert at de tilhører en annen listen enn den de er plassert på kan flyttes. Børsen vil gjøre årlige gjennomganger av selskapene basert på denne bestemmelsen for å sikre en mest mulig korrekt listeplassering for de noterte selskapene.

Etter at Oslo Børs gikk over til ny indekssklassifisering (GICS-modellen) har skillet mellom hovedlisten og SMB-listen blitt mindre fremtredende enn tidligere. Dette fordi indekstilhørighet ikke styres av listeplassering lenger. Selskapene betaler også samme kursnoteringsavgift uavhengig av hvilken liste de er plassert på. Det er imidlertid forbundet med en viss prestisje å være notert på hovedlisten og det antas at flere investorer fortsatt har listeplassering som et vurderingsmoment i sine investeringsbeslutninger. Selskaper notert på hovedlisten forventes i utgangspunktet også ha bedre forutsetninger for en god likviditet i aksjen. Formuesskatten for aksjonærene er lavere på SMB-listen. Så lenge det opprettholdes to lister med forskjellige opptaksvilkår anser børsen at listene bør vedlikeholdes.

#### 2. Saksbehandlingen

Oslo Børs har foretatt en gjennomgang av alle selskapene notert på SMB-listen for å vurdere hvorvidt de kommer inn under bestemmelsen i § 2-2 første ledd om flytting fra SMB-listen til hovedlisten. For de av selskapene som har hatt en kursverdi på minst 300 millioner kroner i perioden 31 oktober 2001 til 31. oktober 2002, er det foretatt en nærmere vurdering av hvorvidt selskapene tilfredsstillende øvrige krav til notering på hovedlisten.

De selskapene som var aktuelle for overføring til hovedlisten, ble i brev av 26. november 2002 varslet om at børsen vurderte slik overføring. Selskapene ble gitt frist til 6. januar 2003 med å komme med eventuelle kommentarer.

#### 3. Rettslig utgangspunkt

Adgang til å overføre selskap fra SMB-listen til hovedlisten følger av børsforskriften § 2-2 første ledd;

*"Dersom kursverdien av et selskaps aksjer notert på SMB-listen i minst et år overstiger 300 millioner kroner og de øvrige vilkår for børsnotering på hovedlisten er oppfylt, kan børsen beslutte at selskapets aksjer skal noteres på hovedlisten."*

#### 4. Gjennomgang av de noterte selskapene

16 av selskapene tilfredsstilte markedsvordikravet for overføring til hovedlisten. Av disse 16 var det kun to selskaper som også så ut til å kunne oppfylle de øvrige krav for notering på hovedlisten. Det var hovedsakelig kravet til antall børsposteiere som var årsaken til at de fleste av de utplukkede selskapene ikke oppfylte vilkårene for notering på hovedlisten. Brev ble sendt til Havila Supply ASA og DOF ASA hvor børsen varslet om at selskapene ble vurdert flyttet fra SMB-listen til hovedlisten. Selskapene ble også bedt om å redegjøre for i hvilken grad de selv anså at de oppfyller vilkårene for notering på hovedlisten. Av svarene fra disse to selskapene fremgikk det at det bare var DOF ASA som tilfredsstilte alle kravene for notering på hovedlisten. Begrunnelsen for at Havila Supply ASA ikke tilfredsstiller kravene til notering på hovedlisten er kommentert særskilt i avsnitt 5.2 og 6.

##### 4.1 Beskrivelse av selskap valgt ut for flytting til hovedlisten

###### DOF ASA

###### *Kort om selskapets virksomhet og økonomi*

DOF ASA ble dannet i 2000 ved en sammenslåing av de norske selskapene District Offshore ASA og DOF Rederi AS. Sammenslåingen ble gjennomført ved at District Offshore ASA overdro sine eiendeler, rettigheter og forpliktelser som helhet til DOF Rederi AS i bytte mot nyutstedte aksjer i DOF Management, morselskapet til DOF Rederi AS. Videre ble District Offshore ASA oppløst og DOF Management skiftet navn til DOF ASA, samt omdannet til et allmennaksjeselskap og børsnotert.

Før sammenslåingen var District Offshore ASA et norsk selskap med offshore som hovedvirksomhet. Selskapets virksomhet ble etablert i 1981. I desember 1997 ble selskapet omgjort til et allmennaksjeselskap og notert på Oslo Børs.

DOF Management var forut for sammenslåingen et norsk disponentselskap for drift av offshore servicefartøyer. Selskapet ble etablert i 1984 .

DOF ASA er et offshore rederi som eier og opererer offshore service fartøyer. Selskapets strategi er å beskjeftige hoveddelen av flåten på langsiktige kontrakter og derigjennom begrense selskapets eksponering mot kortsiktige svingninger i markedet. Selskapet har virksomhet i Nordsjøen, på norsk og britisk sokkel, i Brasil, Argentina og Nigeria.

Nedenfor følger et utvalg finansielle tall for DOF ASA.

I NOK 1000	Pr 30.09.02	Pr 30.09.01	2001	2000
Driftsinntekter	548 947	394 559	535 705	413 924
Driftsresultat	184 816	148 022	188 974	134 990
Resultat før skatt	219 662	70 070	94 281	52 416
Årsresultat	210 933	65 640	90 748	51 010
EK-prosent	22,1 %	22,5 %	22,0 %	25,0 %

###### *Spredning, børsverdi og likviditet*

Selskapet hadde medio november 2002 1260 børsposteiere registret i VPS. 1251 av disse har ikke en slik tilknytning til selskapet som nevnt i børsforskriften § 2-3. I henhold til brev av 17. desember 2002 bekrefter selskapet at mer enn 25% av selskapets aksjer er spredt blant personer som ikke er tilknyttet selskapet, jf børsforskriften § 2-3. Børsen ba om en ytterligere spesifisering av dette, og selskapet oversendte en liste som viser at 64% av aksjene er eid av tilknyttede personer. Det vil si at 36% er spredt blant ikke tilknyttede.

Selskapets aksjer var omsatt 220 av 228 børsdager i perioden 1. januar 2002 til 30. november 2002. Aksjens relative spread var på 1,65% i den samme perioden. Dette anses å gi uttrykk for en relativt bra likviditet. Selskapets markedsverdi pr 13. januar 2003 var 613 millioner kroner.

## 5. Selskapenes kommentarer

### 5.1 DOF ASA

Selskapet har i sitt svarbrev datert 17. desember 2002 bekreftet at selskapet oppfyller alle krav til notering på hovedlisten. Selskapet redegjør spesielt for at de oppfyller kravet i henhold til børsforskriften § 2-1 fjerde ledd om at mer enn 25% av selskapets aksjer er spredt blant personer uten slik tilknytning til selskapet som nevnt i børsforskriften § 2-3. Videre skriver selskapet at de avventer en nærmere avklaring om flytting av selskapet til hovedlisten.

### 5.2 Havila Supply ASA

Selskapet har i sitt svarbrev datert 6. januar 2003 opplyst at det er selskapets oppfatning at i overkant av 87% av selskapets aksjer er kontrollert av selskapets styre og administrasjon. Selskapet anser derfor at det ikke oppfyller kravene i børsforskriften § 2-1, fjerde ledd om minst 25% spredning blant ikke-tilknyttede personer, og kravene for flytting til hovedlisten er dermed ikke innfridd.

## 6. Vurdering

Etter børsforskriften § 2-1 tredje ledd kreves det for opptak på hovedlisten at selskapet har vist positivt driftsresultat i minst ett av de siste tre årene. Normalt kreves det også at selskapet har vesentlige driftsinntekter knyttet til hovedvirksomheten. Med referanse til finansiell informasjon gitt ovenfor anses dette kriteriet å være oppfylt for DOF ASA.

Videre er det etter børsforskriften § 2-1, fjerde ledd et krav for opptak på hovedlisten at minst 25% av de aksjer som søkes opptatt til notering må være spredt blant personer som ikke har tilknytning til selskapet som angitt i § 2-3, og at minst 1000 personer eier aksjer som tilsvarende minst en børspost. Kravet til spredning av selskapets aksjer anses oppfylt, jf avsnitt 4.1 og 5.1.

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

DOF ASA oppfyller vilkårene for overflytting til hovedlisten.

Når det gjelder kravet om at minst 25% av aksjene skal være eid av personer uten slik tilknytning til selskapet som angitt i børsforskriften § 2-3, er dette et krav som gjelder både for hovedlisten og SMB-listen. Det er således et spørsmål om et selskap som allerede er notert på SMB-listen skal være avskåret fra å bli flyttet til hovedlisten dersom 25%-kravet ikke er tilfredsstillt.

Selv om allerede noterte selskaper ikke automatisk blir strøket fra notering dersom de ikke lenger tilfredsstillt 25%-kravet, er børsen av den oppfatning at slike selskaper ikke bør overføres til hovedlisten. Ved en overføring til hovedlisten bør selskapet også oppfylle 25%-kravet. Dette for i størst mulig grad å sikre at selskaper som overføres til hovedlisten er selskaper med gode forutsetninger for å oppnå en likviditet i aksjen som forventes av hovedlisteselskaper. Som sagt i innledningen gir børsforskriften § 2-2 børsen anledning til å overflytte selskaper dersom vilkårene er til stede, men det beror på børsens skjønn om det gjøres eller ikke.

Ovenstående diskusjon av 25%-kravet medfører at Havila Supply ASA ikke oppfyller vilkårene for overflytting til hovedlisten.

## 7. Vedtak

Børsstyret vedtok i henhold til børsforskriften § 2-2 å overføre aksjene i DOF ASA fra SMB-listen til hovedlisten ved Oslo Børs.

Første noteringsdag på hovedlisten settes til 3. februar 2003.

Vedtaket kan påklages til børsklagenemden etter reglene i børsforskriften kapittel 26. Klagefristen er 2 – to – uker.

## **3.4 FORTSATT NOTERING VED FISJON/FUSJON, BF § 2-7**

### **3.4.1 Tandberg Data ASA - Spørsmål om fortsatt notering etter fisjon (brev av 26.06.2003)**

Det vises til tidligere korrespondanse vedrørende fortsatt notering av Tandberg Data ASA og Tandberg Technology ASA etter fisjonen, herunder brev fra selskapets advokat av 12. juni, samt diverse kommentarer til oppfølgingsspørsmål fra oss, senest mail fra Tandberg Data 24. juni 2003. Nedenfor følger våre foreløpige vurderinger vedrørende fortsatt notering av Tandberg Data ASA og notering av Tandberg Technology ASA etter fisjonen. Dersom det fremkommer ny informasjon i tiden frem til fisjonstidspunktet og planlagt notering, vil Oslo Børs ta dette med i betraktning.

Vi ber om at selskapet på generalforsamlingen 27. juni redegjør for Oslo Børs sine vurderinger i tilknytning til spørsmålet om notering.

#### 1. Vedrørende spørsmål om videreført notering av Tandberg Data ASA

Tandberg Data ASA innfrir i følge redegjørelsen alle vilkår for notering i henhold til børsforskriften § 2-1 og børssirkulære 5/2001. Fisjonen reiser imidlertid spørsmål om fortsatt hovedlistenotering av TAD eller eventuell flytting til SMB listen som følge av to forhold: Det er ut fra kursutviklingen i selskapets aksjer og det foreslåtte bytteforholdet ikke entydig at selskapet vil oppfylle børsforskriftens krav om markedsverdi på minst 300 mill kroner for notering på hovedlisten. Selskapet oppfyller videre ikke kravet til positivt driftsresultat i minst ett av de siste tre årene,

I henhold til brev fra selskapet, tas det sikte på å opprettholde noteringen på hovedlisten etter gjennomføring av fisjonen. I den forbindelse søker TAD om unntak fra kravet til positivt driftsresultat i minst ett av de siste tre årene. Selskapet viser til at handler i TAD i uken før 12. juni, basert på bytteforholdet i fisjonen, gir en markedsverdi på mellom om lag 301 mill kroner og 324 mill kroner, og at det derfor kan konstateres at selskapet har tilfredsstillende kravet til markedsverdi på NOK 300 mill kroner i løpet av den uken. Selskapet mener videre at det ikke er indikasjoner på at den meget positive kursutviklingen de siste månedene har snudd.

Børsen kan i henhold til børsforskriften § 2-1 tredje ledd i særlig tilfelle gjøre unntak fra kravet til positivt driftsresultat dersom børsen finner at dette er i allmennhetens og investorenes interesse, og at investorene har tilgang til tilstrekkelig opplysninger til å danne seg en begrunnet oppfatning om selskapet, dets virksomhet og aksjer som søkes børsnotert. Etter selskapets oppfatning foreligger det slike særlige grunner i dette tilfelle

som kan berettigede at det gis unntak. Selskapet viser i den forbindelse til at TAD har vært gjenstand for regulert omsetning i flere år, likviditeten og relativ spread i aksjen har vært meget god, selskapet har vært gjenstand for betydelig interesse både fra media og investorer og hadde positivt driftsresultat i regnskapsårene 1995- 1998. Basert på de kriterier som børsen tidligere har lagt til grunn for å dispensere fra kravet til positivt driftsresultat, mener TAD det er særlige grunner til å gi dispensasjon i dette tilfellet.

I vurderingen av spørsmål om hovedlistenotering vil Oslo Børs legge til grunn at selskapet som et minimum må ha en børsverdi på 300 mill kroner. Børsen vil se an kursutviklingen for selskapets aksjer nærmere noteringstidspunktet før det tas endelig beslutning om listeplassering. Det vises i den forbindelse til at kursutviklingen de senere dagene gir gjenværende TAD en lavere markedsverdi enn 300 mill kroner ut fra bytteforholdet i fisjonen. En forutsetning for notering på hovedlisten må være at verdien av gjenværende TAD ut fra bytteforholdet i fisjonen, har vært stabilt over 300 mill kroner i forkant av noteringstidspunktet.

Dersom dette viser seg å være tilfelle, er børsen ut fra at selskapet har dokumentert likviditet i aksjen, innstilt på å gi unntak fra kravet om positivt driftsresultat. Børsen er således innstilt på ikke å benytte en markedsverdi på NOK 1 mrd som kriterium for å gi dispensasjon, noe som også er i tråd med vurderingene rundt vektleggingen av likviditet som fremgår av Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2000 s 19.

## 2. Vedrørende spørsmål om notering av Tandberg Technology ASA

Selskapet ønsker notering av Tandberg Technology ASA på SMB listen.

I henhold til børsforskriften § 2-7 som omhandler børsnotering ved fusjon, fisjon eller andre vesentlige endringer, er det i utgangspunktet en automatikk i videreføringen av noteringen. I børs sirkulære 5/2001 heter det imidlertid at " I vurderingen av om børsnoteringen kan videreføres, vil Oslo Børs i hovedsak legge til grunn de samme vurderinger som gjøres ved ordinære søknader om børsnotering. Det endrede, eller nye, selskapet må tilfredsstillende de alminnelige vilkår for opptak til børsnotering. Dersom dette ikke er tilfelle, vil Oslo Børs ta initiativ til å stryke de allerede noterte aksjene fra notering, eller ikke ta de nye aksjene opp til notering. Dersom den manglende egnethet for notering kan rettes, vil Oslo Børs gi selskapet en frist for oppfyllelse av vilkårene."

Ved fisjoner og fusjoner må vilkårene være oppfylt før utløpet av kreditorfristen. Dersom kreditorfristen utløper mens det fortsatt gjenstår uavklarte punkter i forhold til vurderingen av om vilkårene er oppfylt, vil selskapet strykes ved utløpet av kreditorfristen. "

Oslo Børs har i vurderingen av notering av Tandberg Technology ASA lagt vekt på om selskapets virksomhet er av en slik art at den er egnet for notering. Oslo Børs vil i den forbindelse vise til at Tandberg Technology er i en pre-kommersiell fase, uten ferdigutviklede produkter eller inngåtte kontrakter, og det må anses å være risiko knyttet til både slutføring av produktene og ikke minst markedene for disse. Når det gjelder egnethet for notering, er det også tatt opp med selskapet de utfordringer den prekommersielle fasen byr på i forhold til informasjonspolitikken med spørsmål om en redegjørelse for hvorledes selskapet vil håndtere informasjonsplikten.

Selskapet har i sin kontakt med børsen blant annet lagt vekt på at den kritiske teknologiplattformen for Tandberg Technology er utviklet, og at en har brukt 3 år på dette. Det som gjenstår er iflg selskapet ferdigstilling og testing av produktet. Selskapets leder uttrykker i møtet med børsen at det alltid vil være en risiko, men at en føler seg veldig trygg på at det vil bli et produkt. TAD viser videre til selskapets lange erfaring og historie med utvikling og kommersialisering av nye produkter, herunder at Tandberg Technologys potensielle kunder er nære samarbeidspartnere for TAD, og legger i

sin diskusjon med børsen til grunn at dette reduserer risikoen i produktutviklingsfasen og for avsetning av produktene. Etter redegjørelser fra selskapet, herunder møte hos Tandberg Data, har børsen etter en nærmere vurdering funnet at selskapets virksomhet i seg selv ikke kan anses å være i en så tidlig og prekommersiell fase at selskapet uten videre kan anses å være uegnet for notering. Dette betinger imidlertid at alle vilkårene for notering i henhold til børsforskriften § 2-1 og i børssirkulære 5/2001 er tilfredsstillt.

Videre viser børsen til de spørsmål som er stilt til selskapet vedrørende håndtering av informasjonsplikten og den generelle informasjonspolitikken, og de særskilte krav som stilles til selskapet på dette området som følge av den usikkerheten prisingen av aksjene er forbundet med. Det må forutsettes at selskapet følger regelverket for håndtering av informasjon for børsnoterte selskaper, og de retningslinjer som selskapet har redegjort for i brev til oss av 23. juni samt mail av 24. juni 2003. I den forbindelse vil børsen understreke at regelverkets krav om informasjon til markedet må komme foran eventuelle restriksjoner selskapets kunder setter for offentliggjøring. Børsen vil videre poengtere at den fasen selskapet er i stiller store krav til varsomhet i behandling av ikke-offentlig informasjon som kan være egnet til å påvirke kursen. Selskapet må nøye følge opp at børsforskriftens og verdipapirhandellovens krav vedrørende behandling av innsideopplysninger, herunder taushetserklæringer følges.

I henhold til børssirkulære 5/2001, skal høyvekstselskaper og selskaper som er i en prekommersiell fase, ha nok tilgjengelige likvide midler i form av bankinnskudd, verdipapirer e.l til å kunne drive videre i ca 18 mnd. innenfor det virksomhetsomfang det legges opp til. Ut fra den risikoen som ligger både i produktutviklingen og kommersialiseringen av selskapets produkter, er det av avgjørende betydning for notering av selskapets aksjer at det kan dokumenteres tilstrekkelig likviditet for drift frem til det med et visst slingringsmonn kan antas rimelig at selskapet har fått til kommersiell drift.

[...]

Ved ønske om fortsatt børsnotering av Tandberg Technology, ber vi om at selskapet i god tid før utløpet av kreditorfristen, senest innen 1. september 2003, overfor Oslo Børs dokumenterer hvorledes det resterende likviditetsbehovet på 10 mill kroner vil bli skaffet til veie. Endelig avgjørelse vedrørende fortsatt notering vil bli tatt i god tid før utløpet av kreditorfristen i slutten av september 2003.

#### **3.4.2 TAD fisjon- tilførsel av likviditet til Tandberg Storage (brev av 17.09.2003)**

Det vises til tidligere korrespondanse vedrørende notering av Tandberg Storage (Tandberg Technology), herunder vårt brev av 26. juni 2003 og senere møter og kontakt med selskapet vedrørende likviditetsbehov for Tandberg Storage, senest TAD sitt brev av 3. september 2003 og låneavtale oversendt oss 15. september 2003.

Oslo Børs la i brev av 26. juni 2003 til grunn at Tandberg Technology, som en forutsetning for børsnotering, måtte tilføres ytterligere 10 mill kroner utover planene i fisjonsprospektet.

[...]

Oslo Børs har ingen ytterligere kommentarer til likviditetsberegningene for O-Mass. Når det gjelder total likviditetstilførsel, utover planene i fisjonsprospektet, legger børsen til grunn at denne kan reduseres fra 10 mill kroner til 5 mill kroner, ut fra at behovet i O-Mass er nedskalert. Det legges til grunn at det fortsatt må være en viss likviditets-

buffer, og at vi anser at det i worst-case scenariet fra selskapet jf brev av 3. september som foreslår en trekkfasilitet på 3,5 mill kroner, ikke foreligger noen slik buffer.

Oslo Børs finner å kunne godta at likviditeten tilføres i form av trekkfasilitet på inntil 5,7 mill kroner i henhold til utkast til låneavtale mellom TAD og Tandberg Storage mottatt på mail 15. september 2003.

Det legges til grunn at TAD i forkant av ikrafttredelse av fisjonen informerer markedet om likviditetstilførselen og endringer i børsens krav i forhold til tidligere offentliggjort informasjon.

### **3.4.3 Selskapets videre børsnotering etter avhendelse av den operative virksomheten (brev av 06.10.2003)**

Det vises til børsmelding av 20. mars 2003 hvor det opplyses at selskapet har inngått avtale om salg av den operative virksomheten til The Smead Manufacturing Company. Etter at salget ble endelig gjennomført den 2. mai 2003, består selskapets virksomhet nå i hovedsak av enkelte aktiva som ikke var direkte knyttet til den operative virksomheten som ble solgt (herunder bankinnskudd), samt rentebærende gjeld på MNOK 38,5 (pr 30.06.03).

I denne forbindelse vises det til bestemmelsen i børsforskriften § 2-7 om fortsatt børsnotering ved fusjon, fisjon eller andre vesentlige endringer, jf også børs sirkulære nr 5/2001. I henhold til børsforskriften § 2-7 er det i utgangspunktet en automatikk i videreføringen av børsnotering ved fusjon, fisjon eller andre vesentlige endringer i selskapets virksomhet, herunder avhendelse eller avvikling av den vesentligste delen av selskapets virksomhet. Imidlertid vil børsen i de aktuelle tilfeller gjennomføre en ny vurdering av selskapets egnethet for notering, jf børs sirkulære nr 5/2001 pkt 5 som beskriver prosedyren for en slik vurdering.

I vurderingen av om børsnoteringen skal videreføres, vil børsen i hovedsak legge til grunn de samme vurderinger som gjøres ved ordinære søknader om notering. Dette innebærer at selskapet må tilfredsstille de alminnelige vilkår for opptak til børsnotering også etter den aktuelle transaksjonen, i dette tilfellet salg av den operative virksomheten.

På denne bakgrunn bes det om at selskapet i tråd med rutinen beskrevet i ovennevnte børs sirkulære pkt 5, i løpet av to uker, dvs innen tirsdag 21. oktober 2003 oversender børsen et dokument som tilsvarende søknad om børsnotering etter børsforskriftens § 3-1. Minimumskravene til børsnotering følger av børsforskriften § 2-1, samt ovennevnte børs sirkulære. I denne forbindelse ber vi om at selskapet også gjør rede for selskapets fremtidige strategi, herunder med konkret angivelse av eventuelle planer og tidspunkter for iverksettelse av disse.

I tråd med gjeldende rutiner for vurdering av fortsatt notering, legger vi opp til at det senest to uker etter at vi har mottatt Deres redegjørelse, avholdes et innledende møte mellom selskapet og børsen. Vi ber derfor om at selskapet planlegger å dekke de punkter som beskrevet i ovenstående sirkulære, pkt 2 i et slikt møte. Børsen vil ta kontakt for å avklare nærmere tidspunkt for møtet.



## 4. STRYKNING/SUSPENSJON

### 4.1 SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING I 2003

Selskaper strøket fra Oslo Børs i 2003								
Selskap	Liste	Type	Vedtaksdato	Søknad	Organ	Siste noteringsdag	Årsak	Mcap MNOK
Loki ASA	S	prim	07.02.2003	ja	adm	07.02.2003	Pliktig tilbud og tvungen overføring	96
Hydralift ASA	H	prim	14.02.2003	ja	adm	14.02.2003	Pliktig tilbud og tvungen overføring	1 644
Investra ASA	S	prim	19.02.2003	ja	adm	31.03.2003	Lav markedsverdi og likviditet.	8
Pan Pelagic ASA	H	prim	13.03.2003	ja	adm	31.03.2003	Konsentrert eierstruktur og lav likviditet	111
Nordlandsbanken ASA	H	prim	18.03.2003	ja	adm	28.03.2003	Pliktig tilbud og tvungen overføring	1 730
Oceanor Holding ASA	S	prim	25.03.2003	ja	adm	28.03.2003	Pliktig tilbud og tvungen overføring	38
Zenitel	H	sek	11.04.2003	ja	adm	30.04.2003	Synkende likviditet. Sekundærnotert. Enstemmig GF	180
Awilco ASA	H	prim	11.04.2003	ja	adm	23.04.2003	Pliktig tilbud og tvungen overføring	843
Nordic Water Supply ASA	S	prim	22.05.2003	nei	adm	22.05.2003	Åpning av konkurs	-
Office Shop Holding ASA	S	prim	28.05.2003	ja	adm	30.05.2003	Pliktig tilbud og tvungen overføring	10
Roxar ASA	S	prim	10.06.2003	ja	adm	10.06.2003	Pliktig tilbud og tvungen overføring	468
Leif Höegh & Co ASA	H	prim	10.06.2003	nei	adm	10.06.2003	Frivillig tilbud og senere tvungen overføring	3 641
Mediabin	S	prim	24.06.2003	ja	adm	27.06.2003	Cash Merger' med Interwoven	28
OHI ASA	H	prim	25.06.2003	nei	sty/BKN	31.10.2003	Liten virksomhet, lav markedsverdi, sen rapportering	6
Sense Communications International AS	H	prim	11.07.2003	ja	adm	11.07.2003	Pliktig tilbud og tvungen overføring	304
Sensoror ASA	S	prim	18.07.2003	ja	adm	08.08.2003	Pliktig tilbud og tvungen overføring	274
Bergesen d.y. ASA	H	prim	28.07.2003	ja	adm	31.07.2003	Pliktig tilbud og tvungen overføring	10 300
Havila Supply ASA	S	prim	22.08.2003	ja	adm	22.08.2003	Pliktig tilbud og tvungen overføring	717
Tordenskjold ASA	S	prim	02.09.2003	nei	adm	02.09.2003	Åpning av konkurs	-
Infocus Corporation	H	sek	11.09.2003	ja	adm	26.09.2003	synkende likviditet. Sekundærnotert.	1 590
Industrifinans Boligeiendom ASA	S	prim	11.09.2003	ja	adm	26.09.2003	Avvikling av selskapet	30
Scribona AB	H	sek	26.09.2003	ja	adm	30.10.2003	Synkende likviditet. Sekundærnotert	500
A-Pressen ASA	H	prim	13.10.2003	ja	adm	31.10.2003	Pliktig tilbud, APR Media holding eier 98%	1 380
Sparebanken Flora Bremanger	GFB	prim	27.11.2003	ja	adm	27.11.2003	Fusjon med Sparebanken Sogn og Fjordane	
Voice ASA	S	prim	22.12.2003	ja	adm	22.12.2003	Pliktig tilbud og tvungen overføring	306
Crystal Production ASA	S	prim	22.12.2003	ja	adm	29.12.2003	Pliktig tilbud og tvungen overføring	1

## 4.2 SAKER – STRYKNING OG MIDLERTIDIG STRYKNING

### 4.2.1 OHI ASA – Strykning på grunn av overtredelse av børsforskriften og manglende oppfyllelse av noteringsvilkår (Børsklagenemndens sak 2/2003 av 16.09.2003)

Avgjørelse av 16. september 2003 av klage fra OHI ASA (OHI, klager, selskapet) over børsstyrets vedtak 25. juni 2003 om å stryke OHI ASA fra børsnoteering, jf. lov 17. november 2000 om børsvirksomhet m.m. (børsloven) § 5-8 første ledd og børsforskriften av 17. januar 1994 nr. 30 § 25-2, jf. § 6-2 og § 6-3.

#### 1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Børsstyret fattet den 25. juni 2003 vedtak med slik konklusjon:

”Børsstyret vedtok å stryke aksjene til OHI ASA fra børsnoteering fra og med 1. august 2003.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kapittel 26. klagefristen er 2 - to - uker”

Kluge Advokatfirma DA har på vegne av OHI påklaget børsstyrets vedtak i brev av 8. juli 2003.

I klagen har OHI bedt om at klagen gis oppsettende virkning.

I brev av 22. juli 2003 til OHI ved Kluge Advokatfirma DA ga Oslo Børs med hjemmel i forvaltningsloven § 42, jf. børsloven § 4-14 klagen fra OHI oppsettende virkning slik at vedtaket om stryking ikke iverksettes før klagen er endelig avgjort.

Børsstyret behandlet klagen i møte 27. august 2003. Børsstyret fant ikke grunnlag for å omgjøre sitt eget vedtak av 25. juni 2003 og oversendte klagen til behandling i Børsklagenemnden, jf. børsforskriften § 26-3 første ledd og forvaltningsloven § 33.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 16. september 2003. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Bjørg Ven (leder), John Giverholt, Bernt S. Zakariassen, Hugo Matre og Cecilie Ask.

#### 2. Kort om sakens bakgrunn

I protokollutskriften fra børsstyrets møte 25. juni 2003 heter det følgende om sakens bakgrunn:

”OHI ble børsnisert i juli 2001, og har tidligere drevet omfattende virksomhet innen kabelhåndteringsutstyr og annet utstyr til bruk i offshore og i olje og gass produksjon. Selskapet hadde finansielle problemer høsten 2002, og det ble iverksatt betalingsstopp den 20. januar 2003. Den 14. april 2003 ble det, etter enighet med kreditorene, besluttet gjennomført en frivillig gjeldssanering. Første del av oppgjøret i henhold til den frivillige ordningen er forventet senest den 30. juni 2003.

#### Markedsverdi

OHI har i dag en meget lav markedsverdi som varierer mellom 4,5 og 6 millioner kr. I løpet av 2003 har aksjekursen variert mellom NOK 0,15 til 0,50, noe som gir en markedsverdi på selskapet på mellom MNOK 2,2 og 7,4. Egenkapitalen i

selskapet er negativ, og i årsberetningen for 2002 fremkommer at konsernet har hatt et akutt likviditetsproblem i 2003. Det gis videre uttrykk for at det er knyttet betydelig usikkerhet til selskapets fortsatte drift og vurdering av fremtidsutsiktene.

Selskapet har opplyst at det har ca. 1400 aksjonærer. Når det gjelder likviditeten i selskapets aksjer, viser den at snitt på daglig omsetning i NOK har falt fra 65.000 i første halvår 2002, til 22.000 i andre halvår og pr. april 2003 er den på 13.000. I samme periode har gjennomsnittlig daglig antall handler falt fra 4 til 3. Omsetningsfrekvensen har også falt fra 78% i første halvår 2002, til 63% andre halvår og er pr. april 2003 på 57%.

#### Virksomhetsomfang

OHI har i løpet av 2002 og 2003 foretatt salg av mesteparten av sin tidligere virksomhet, og den gjenværende del er meget begrenset og relatert til to virksomhetsområder:

- Utleie av eiendom:

OHI eier to næringseiendommer i Ålesundsområdet som er leid ut til industriselskaper. Årlig leieinntekt er i overkant av 8.000 000. Den største leietaker er Odim Seismikk som eies med 23,5 % av OHI.

- Teknologi/ industri virksomhet:

- Konsernet driver fremdeles forretningssegmentet "Fiberoptisk Kabelhåndtering" som består i levering av kabelhåndteringsutstyr til skip. Forretningsområdet har vært rapportert som virksomhet under avvikling i regnskapet for 2001. Det er opplyst at dette virksomhetsområdet fra og med 2003 vil rapporteres som en del av OHIs virksomhet. Selskapet har til hensikt å iverksette tiltak for å videreutvikle virksomheten gjennom service avtaler med eksisterende kunder samt nysalg. Videre eier OHI konsernet rettigheter til utvikling, produksjon og salg av løsninger innen skipsautomasjon, operatørstasjoner for militær bruk samt strukturløsninger for modul-håndteringstårn. Det er opplyst at årsomsetningen i 2003 vil kunne bli mellom 10 og 20 millioner kroner.
- 23,5% eierandel i Odim Seismic AS. Forventet årsomsetning for dette konsernet er på mellom 100 og 150 millioner kroner.

OHI har én person ansatt som rapporterer til styret og børsen, samt forestår oppfølging og drift av selskapene i konsernet. I tillegg kommer regnskapsfunksjonen som er outsourcet. I prosjektsammenheng vil også konsernet leie personell.

#### Oversittelse av frist for avleggelse av regnskap

OHI anmodet børsen i slutten av februar om at en såkalt "kvartalsmelding" ble godtatt som selskapets rapportering for 4. kvartal. Børsen aksepterte ikke anmodningen, og ba i brev av 26. februar 2003 om nærmere opplysninger for når delårsrapporten for 4. kvartal ville foreligge (vedlegg 1). Selskapet sendte en børsmelding med "kvartalsmeldingen" den 27. februar 2003 (vedlegg 2). Delårsrapporten for 4. kvartal skulle etter bf. § 6-2 vært vedtatt innen utløpet av februar, men ble først meddelt markedet den 6. juni 2003. I brevet av 26. februar varslet børsen om betydningen av å oversitte fristen for å avlegge regnskap:

"Vi varsler med dette at Oslo Børs vil måtte vurdere bruk av sanksjoner i forbindelse med at selskapet ikke overholder børsforskriftens krav om delårsrapportering. Innledningsvis vil selskapets aksjer bli satt under særlig observasjon. Ved vurderingen av eventuelle sanksjoner vil det blant annet

bli sett hen til varigheten av fristoverskridelsen. Generelt sett ser Oslo Børs meget alvorlig på at selskapene ikke overholder kravene og fristene for delårsrapportering.”

Årsregnskap for 2002 ble meddelt markedet 20. mai 2003. Videre ble tallene for første kvartal 2003 meddelt markedet den 6. juni 2003 – samtidig med 4. kvartals rapporten for 2002.

Børsen ba OHI i brev av 8. mai 2003 om en redegjørelse for om selskapet var egnet for notering både som følge av at den frivillige gjeldsordningen ble vedtatt og at fjerde kvartalstallene ennå ikke forelå (vedlegg 3). Selskapet ved konstituert konsernsjef Jone Skaara besvarte børsens spørsmål i brev av 19. mai 2003 (vedlegg 4). På grunnlag av OHIs svarbrev, varslet børsen selskapet om mulig strykning av aksjene og grunnlaget for vurderingen. På vegne av selskapet imøtegikk advokat Reidar Fiskaa i advokatfirmaet Kluge børsens vurderinger i brev av 6. juni 2003 (vedlegg 5).”

### 3. Klagers anførsler

I brev av 8. juli 2003 fra Kluge Advokatfirma DA påklages børsstyrets vedtak av 25. juni 2003 om strykning av OHI ASA fra notering ved Oslo Børs.

I klagen heter det følgende:

”Klagen grunnes på feil rettsanvendelse for så vidt Børsstyret ved sin interesseavveining har kommet til at hensynet til at børsnoterte selskaper tilfredsstillende visse minstekrav til egnethet og etterlevelse av børsrettslige plikter gjør det nødvendig å stryke aksjen i det foreliggende tilfellet. Dette til tross for de sterke hensyn til eksisterende aksjonærer og selskapets interesse i fortsatt notering som gjør seg gjeldende. Selskapet gjør også gjeldende at børsen har lagt til grunn feil faktum for så vidt Børsen legger til grunn at det vil ta lang tid å gjennomføre Selskapets planer for å øke virksomhetsomfanget, i den grad planene er realistiske.

Selskapet mener at de foreliggende planer for den videre virksomhet er realistiske og at det ikke er grunnlag for å anta at det vil ta lang tid før de blir gjennomført. Det vises om dette til skriv herfra av 06.06.03 samt protokollutskriften fra børsstyret av 25.06.03.”

I nevnte brev fremgår at den planlagte satsingen med grunnlaget i emisjonen vil ha fokus rettet mot å øke aktiviteten og utvide selskapets virksomhet som følger:

- ”Utvikling og styrkning av eiendomsvirksomheten i selskapet.

Selskapet arbeider aktivt med å øke leieinntektene i Selskapet og å utvikle, kjøpe og selge forretningseiendommer.

- Øke aktiviteten innen teknologi- og industrivirksomheten i Selskapet:

Selskapet arbeider med konkrete tiltak for å videreutvikle virksomheten gjennom serviceavtaler med eksisterende kunder og tiltak for å øke salget mot nye kunder. I tillegg arbeider Selskapet for å utvikle rettighetene til produksjon og salg av løsninger innen skipsautomasjon, operatørstasjoner for militær bruk og strukturløsninger for modul- og håndteringstårn.

- Utvide virksomheten ved erverv av – og samarbeid med – nye virksomheter:

Selskapet vil se seg om etter nye partnere innen nevnte teknologi- og industriområder som Selskapet kan samarbeide med eller erverve for å styrke satsningen innen disse områdene.

- Utvikling av ny virksomhet:

Selskapet vil også arbeide for å utvikle nye satsingsområder med utgangspunkt i aktiviteten i Odim Seismic AS, et Selskapet som eies med 23 % av Selskapet. Av slik satsing forventes synergier fra og med inneværende år i forhold til selskapets eksisterende teknologi- og industriområder.

Selskapet anser ovennevnte å representere realistiske planer om satsing som er basert på konkrete tiltak for å bringe Selskapet ny kapital og økonomisk grunnlag for gjennomføringen av satsingen.”

Etter klagers vurdering fremstår strykning som et svært strengt og alvorlig inngrep overfor de eksisterende aksjonærer og selskapet. Klager uttaler videre i denne forbindelse:

”Så vidt Selskapet er kjent med foreligger det ikke særlig praksis hvor et børsnotert selskap er strøket mot sin vilje. Dette viser i seg selv at Oslo Børs har vært meget restriktive med hensyn til å benytte strykningsadgangen, selv om noterte selskaper ikke har oppfylt eller har brutt noteringsvilkårene. Slik tilbakeholdenhet som praksis viser må også danne utgangspunkt for vurderingen i det foreliggende tilfellet.

Manglende oppfyllelse av kravene til markedsverdi og virksomhetsadgang kan på denne bakgrunn ikke i seg selv gi grunnlag for strykning i det foreliggende tilfellet. Det er ikke symmetri mellom kravene til opptak og strykning. Det må legges til grunn at situasjonen er forbigående. Selskapet arbeider med slike planer som det er redegjort for i skriv herfra av 06.06.03 samt i protokollutskriften fra børsstyrets møte av 25.06.03.

Når det gjelder den manglende rapportering har Selskapet erkjent at det ikke har oppfylt sin rapporteringsplikt og at det burde ha prioritert ressursene annerledes for å oppfylle rapporteringspliktene. Selskapet har vært i en vanskelig situasjon som innebar at overholdelse av rapporteringsplikten var svært ressurskrevende. Det vises om dette til brev herfra av 06.06.03 samt protokollutskrift fra børsstyret av 25.06.03. De manglende rapporteringer springer ut av en og samme situasjon for Selskapet hvor Selskapet prioriterte feil med hensyn til å avsette ressurser til å produsere de aktuelle rapporter. På denne bakgrunn indikerer ikke de mangelfulle rapporteringer at Selskapet ikke har ressurser eller ikke vil prioritere annerledes i fremtiden for å overholde rapporteringsplikten. Den aktuelle situasjon må anses unnskyldende og det kan ikke legges til grunn at det foreligger grove og vedvarende brudd på børslovgivningen som gir grunnlag for strykning. Som reaksjon på at Selskapet prioriterte på en slik måte at det ikke klarte å overholde rapporteringsplikten må strykning anses som uforholdsmessig strengt sammenholdt med muligheten for å benytte andre reaksjoner.

På denne bakgrunn er det Selskapets oppfatning at hensynet til Selskapet og aksjonærenes behov for fortsatt notering bør tillegges avgjørende vekt ved den interesseavveining som skal foretas. Det vises om disse hensyn til brev herfra av 06.06.03 samt protokollutskrift fra børsstyret av 25.06.03. Manglende midlertidig oppfyllelse av noteringskrav til markedsverdi og virksomhetsomfang samt de aktuelle brudd på rapporteringspliktene kan ikke gi grunnlag for å stryke Selskapets aksje fra notering.

OHI ASA anmoder om at Børsstyrets vedtak av 25.06.03 omgjøres slik at noteringen for OHI ASA videreføres.”

#### 4. Børsstyrets vurdering

Børsstyret har i sitt vedtak av 25. juni 2003, som det henvises til i vedtaket av 27. august 2003, tatt utgangspunkt i at det følger av børsloven § 5-8 at:

”Børs kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstillende vilkårene for opptak eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det.”

Videre viser styret til børsforskriften § 25-2 hvor det heter at:

”Børsen kan vedta at et finansielt instrument skal strykes fra børsnotering hvis det ikke lenger tilfredsstillende vilkårene for børsnotering eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det. Har utsteder grovt eller vedvarende brutt bestemmelsene som er fastsatt i eller i medhold av børs-, verdipapir-, aksjelovgivning eller annen lovgivning som regulerer verdipapirhandelen, skal dette i alminnelighet anses for å være en særlig grunn som kan tilsi strykning av utsteders finansielle instrumenter.”

Fristene for avleggelse av årsregnskap og delårsrapporter er fastsatt i børsforskriften §§ 6-2 og børsstyret viser til formuleringen der:

”Forslag til årsregnskap skal vedtas av selskapets styre innen tre måneder etter regnskapsårets utgang.

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

Spørsmålet i den foreliggende sak er ifølge børsstyret om OHI skal strykes fra notering mot selskapets vilje. Styret tar utgangspunkt i at det følger av børsforskriften § 25-2 første ledd at selskapet kan strykes dersom det ikke oppfyller noteringsvilkårene eller dersom det foreligger grove eller vedvarende brudd på børslovgivning. Vurderingen av om strykning skal foretas vil etter styrets oppfatning være basert på et skjønn og i dette tilfellet en samlet vurdering av om manglende oppfyllelse av noteringsvilkårene og brudd på fristene for å avlegge regnskap tilsier strykning. I den sammenheng må det foretas en interesseavveining av selskapets interesse i å opprettholde noteringen og kravet om at alle børsnoterte selskaper skal tilfredsstillende visse minstekrav både til egnethet og etterlevelse av børsrettslige plikter.

Ved vurderingen av om OHI tilfredsstillende vilkårene for børsnotering viser børsstyret til opplysningene om kursen på OHI aksjene. Ifølge styret viser disse at selv om en legger til grunn den beste kursen som har vært notert i løpet av 2003, NOK 0,5, vil markedsverdien ikke overstige MNOK 8 som er kravet etter børsforskriften for notering på SMB-listen. Markedsverdien er således så lav at den ikke tilfredsstillende minimumsvilkårene for børsnotering. Styret viser også til at selskapets egenkapital er negativ. Disse forholdene tilsier etter børsstyrets vurdering at det vil være vanskelig for selskapet på kort sikt å oppnå en markedsverdi som tilfredsstillende børsforskriftens minimumskrav.

Børsstyret peker også på at likviditeten i selskapets aksjer er redusert gjennom 2002 og 2003. Likviditeten er ikke blant de dårligste sammenlignet med enkelte andre børsnoterte aksjer og styret legger til grunn at den derfor ikke i seg selv kvalifiserer til strykning. På den annen side anser børsstyret at likviditeten er klart i det nedre sjikt av

hva som bør kunne kreves for at aksjene skal kunne sies å ha allmenn interesse. Likviditeten kan derfor ikke sies å være et vesentlig moment mot strykning.

Også omfanget av OHIs virksomhet er etter børsstyrets vurdering et forhold som taler i retning av at selskapet bør strykes fra notering. Etter børsens oppfatning er den samlede virksomheten i OHI av et slik begrenset omfang at aksjene ikke tilfredsstillers minstekravet til at selskapet kan anses å være egnet for notering. Styret uttaler i denne forbindelse blant annet:

”Etter virksomhetssalg og frivillig gjeldssanering er OHIs virksomhet meget begrenset. Det forhold at selskapet har solgt ut mesteparten av sin virksomhet og således endret karakter, krever i seg selv en ny vurdering av om vilkårene for notering er tilstede. Dette følger av børsforskriften § 2-7 andre og tredje ledd, hvor det er krav om en ny vurdering av om selskapet tilfredstiller vilkårene for notering dersom det ”avhender eller avviker en vesentlig del av sin virksomhet”.

Når det gjelder dagens situasjon, genererer utleievirksomheten noe inntekter men den er neppe av et slikt omfang at det kan sies å være tilstrekkelig for børsnotering. I tillegg har selskapet noe teknologi og industrivirksomhet gjennom eierandelen på 23,5% i Odim Seismic AS samt forretningssegmentet fiberoptisk kabelhåndtering. Sistnevnte virksomhetsområde har vært rapportert som virksomhet under avvikling, men vil bli forsøkt gjenopptatt og styrket, og skal drives videre. I det vesentlige er det relatert til tiltak for å videreutvikle virksomheten gjennom serviceavtaler med eksisterende kunder og nysalg. Mulig årsomsetning er på mellom 10 og 20 millioner.”

Børsstyret finner ikke å kunne legge avgjørende vekt på selskapets beskrivelse av planer for ny virksomhet, eventuelt at virksomhet kan erverves i fremtiden. Vurderingen av om selskapet er egnet for børsnotering må etter børsstyrets vurdering baseres på dagens virksomhet og planer eller forhandlinger hvis gjennomføring er sannsynliggjort før de kan tas med i betraktning forut for et eventuelt strykningsvedtak. Styret finner ikke at de opplysninger som er gitt om slike planer er tilstrekkelig konkretisert eller redegjort for økonomisk utover at det er med grunnlag i den planlagte emisjonen som heller ikke er sannsynliggjort. Styret finner i denne forbindelse også grunn til å presisere at større satsninger og videreutvikling vil kreve betydelige ressurser som det er tvilsomt om selskapet har på det nåværende tidspunkt. En emisjon vil kunne bidra økonomisk, men børsstyret anser at den vedtatte emisjonen neppe er av en slik størrelse at selskapets ambisjoner og planer kan realiseres fullt ut. I den grad planene er realistiske legger styret dessuten til grunn at det må forventes at det tar lang tid før de vil bli gjennomført.

I vurderingen av omfanget av OHIs virksomhet peker børsstyret videre på at styret i årsrapporten for 2002, som er avgitt så sent som 19. mai 2003, uttaler at det er betydelig usikkerhet knyttet til vurderingen av fremtidsutsiktene. Videre vises det til at selskapet har negativ egenkapital, noe som vil vanskeliggjøre eventuelle erverv av ny virksomhet og vekst av eksisterende virksomhet. Børsstyret har også merket seg at det fremkommer av årsrapporten at konsernet vil bestå av høyt belånte eiendeler ved videre drift. Hvordan det eventuelt vil forholde seg til nysatsning og anvendelsen av et emisjonsproveny er ifølge børsstyret ikke opplyst.

Etter børsstyrets vurdering illustreres den begrensede virksomheten også ved at selskapet ikke har hatt de nødvendige ressurser til å oppfylle sin informasjonsplikt overfor børsen. Styret bemerker at en forutsetning for børsnotering selvfølgelig er at selskapet er inneforstått med betydningen av at pliktene overfor børsen overholdes uansett selskapets situasjon.

Når det ellers gjelder selskapets etterlevelse av børsrettslige plikter, presiserer børsstyret at kvartalsmeldingen selskapet sendte på ingen måte fyller børsforskriftens krav til delårsrapporter eller markedets behov for informasjon. Det vises til Børsklagenemndas

sak 2/00 med stadfestelse av børsens vedtak om å illegge Namsos Trafikkselskap ASA overtredelsesgebyr for mangelfull delårsrapport. Selskapet hadde offentliggjort resultat og balanseoppstilling uten ytterligere tilleggsopplysninger.

Børsstyret uttaler videre i denne forbindelse at børsen har forståelse for at selskapets regnskap er komplisert som følge av den prosessen selskapet har vært igjennom. Både aksjonærer og markedet har imidlertid et behov for og krav på å få slik informasjon. Dette er særlig viktig for et selskap hvor det har skjedd så store endringer. Delårsrapportering er en sentral del av informasjonen fra børsnoterte selskaper, og utgjør en viktig del av selskapets informasjonsplikt til markedet. Etter børsstyrets oppfatning er manglende overholdelse av informasjonsplikten på dette punkt et alvorlig brudd på børsforskriften. Det må ifølge styret forventes at et børsnotert selskap har tilstrekkelige ressurser og kompetanse til å avlegge delårsregnskaper også under kompliserte omstendigheter. I denne forbindelse vises det til at regnskapsinformasjon er den viktigste kilden for å vurdere et selskap, særlig når det er skjedd så store endringer som for OHIs tilfelle. Det at OHI ikke er i stand til slik rapportering, understreker etter børsstyrets vurdering ytterligere at selskapet ikke er egnet for notering.

Selskapet har anført at de ikke fant det hensiktsmessig å avlegge regnskapene før gjeldsforhandlingene var avklart. Som følge av gjeldsforhandlinger og OHIs spesielle situasjon er det anført at manglende overholdelse av fristene må anses som et engangstilfelle og ikke et grovt og vedvarende brudd på børslovgivningen. Børsstyret viser i denne forbindelse til børsens klare tilbakemelding til OHI i brev av 26. februar om viktigheten av rettidig regnskapsinformasjon. Videre viser børsstyret til at OHI har brutt fristene for fremleggelse av regnskapene tre ganger i løpet av første halvår 2003. Dette kan neppe anses som et engangstilfelle.

Børsstyret viser også til en rekke vedtak fra børsstyrets praksis hvor kortere oversittelser av fristene for å avlegge regnskap har vært sanksjonert forholdsvis strengt. Det vises til tre saker fra 1999, hvor tre selskaper oversatt fristen for avleggelse av 4. kvartalstallene med hhv. 7 dager (Storebrand ASA), 8 dager (Steen & Strøm ASA) og 17 dager (Olav Thon Eiendomsselskap ASA). Alle selskapene fikk overtredelsesgebyr tilsvarende en gang kursnoteringsavgiften. Av mer alvorlige fristoversittelser viser børsstyret til en sak vedrørende Info Stream ASA som ikke hadde offentliggjort 1. kvartals tallene for 2000. I denne saken forelå et oppkjøpstilbud på selskapet og selskapet ville etter et oppkjøp bli strøket fra børs. Selskapet fant det derfor ikke nødvendig å offentliggjøre regnskapene. Børsstyret ila i denne saken selskapet en løpende mulkt på 50.000 pr. dag fra børsstyrets avgjørelse forelå og frem til regnskapene ble vedtatt. Ytterligere viser styret til en sak fra Børsklagenemndens praksis (sak 2/99) hvor Noral ASA ble ilagt et overtredelsesgebyr på fem ganger kursnoteringsavgiften for oversittelse av fristen for fremleggelse av årsregnskapet. Noral hadde søkt dispensasjon fra fristen i børsforskriften § 6-2 første ledd, men det ble ikke innvilget. Fristen var oversittet med 16 dager. I Børsklagenemndens avgjørelse ble det gitt uttrykk for at det gjaldt brudd på sentrale bestemmelser i børsforskriften.

Børsstyret viser også til at både børsen og Børsklagenemnden har vært svært restriktiv med å gi utsettelse med fristen etter børsforskriften § 6-6. Markedets behov for så sentral informasjon som delårsrapporter er ifølge børsstyret i praksis ansett viktigere enn selskapets ønske om å endelig avklare forhold. Heller ikke uforutsette ressursproblemer hos utsteder er i ifølge børsstyret akseptert som grunn til utsettelse.

Etter børsstyrets vurdering foreligger det ingen saker hvor fristoversittelsen har vært så grov som i OHIs tilfelle. Dette og de nevnte avgjørelser fra tidligere saker tilsier etter børsstyrets vurdering at OHIs brudd på børsforskriften § 6-2 isolert sett bør sanksjoneres meget strengt. Selv om 2003 kan være et engangstilfelle, viser dette at OHI ikke har tilstrekkelige ressurser, rutiner eller systemer til å etterleve sentrale børsrettslige plikter. Selskapets manglende evne og/eller vilje til å ferdigstille og offentliggjøre en delårsrapport for 4. kvartal 2002, innen de forskriftsbestemte frister, utgjør etter



børsstyrets vurdering et grovt brudd på bestemmelsene i børsforskriften §§ 6-2 og 6-3. I tillegg kommer overtredelsene av fristene for vedtagelse av hhv. årsrapport og offentliggjøring av delårsrapporten for første kvartal. På denne bakgrunn anser børsstyret at det foreligger "en særlig grunn" etter børsforskriften § 25-2 første ledd.

Etter å ha konkludert med at OHI ikke oppfyller noteringsvilkårene og at det foreligger en særlig grunn som kan tilsi strykning skriver børsstyret følgende om den interesseavveining som må foretas:

"Manglende oppfyllelse av vilkårene for børsnotering mht. markedsverdi og egnethet, er et vesentlig moment som taler for at selskapet bør strykes. I tillegg foreligger grove brudd på sentrale børsrettslige plikter. Det er imidlertid ikke full symmetri mellom kravene til opptak og strykning. Selv om et selskap ikke tilfredstiller opptakskravene vil det ikke automatisk føre til strykning. En strykning fra notering må også vurderes opp mot de ulemper det vil ha for selskapet og dets aksjonærer. Særlig er det viktig i en situasjon hvor selskapet selv ikke ønsker strykning, og spørsmålet ikke er forelagt selskapets aksjonærer.

Av forarbeidene til børsloven av 1988 gis det uttrykk for at det skal foretas en interesseavveining der selskapet selv søker om strykning.

(....)

En lignende interesseavveining vil i enda større grad være relevant og viktig ved vurderingen av om et selskap skal strykes mot dets vilje. Selskapets interesse i fortsatt børsnotering må avveies mot markedets og børsens behov for at de børsnoterte selskaper er av en viss kvalitet og tilfredstiller vilkårene for børsnotering."

Børsstyret skriver følgende om den virkningen en strykning vil ha for OHI og selskapets aksjonærer:

"Ved en strykning vil aksjonærene i OHI miste den sikkerhet som ligger i børsforskriftens regler om informasjonsplikt, rapportering og likebehandling. Videre vil verdipapirhandelens beskyttelse i form av flaggeplikt, meldeplikt, innsideregler og tilbudsplikt falle bort. Man vil også miste det organiserte handelsapparat og gjennomlysning av handelen som børsen representerer. Det eksisterer imidlertid muligheter til omsetning av unoterte aksjer utenfor børs, som gjennom Fondsmeglerforbundets informasjonssystem med en viss gjennomlysning av transaksjoner, ordre og av selskapene. Allmennaksjelovens regler vil gi aksjonærene en viss beskyttelse også utenfor børs, men samlet sett langt svakere en det børsregelverket representerer. Virkningene av strykning vil altså kunne ha en direkte ulempe for aksjonærene ved at likviditeten reduseres ytterligere. En del aksjonærer kan ha offentlige eller interne regler som forhindrer dem i å eie unoterte aksjer. Samlet sett vil dette kunne redusere omsetningsverdien av aksjene.

For selskapets vedkommende vil også en strykning kunne medføre at det blir vanskeligere å innhente ny kapital. Et børsnotert selskap er normalt mer attraktivt som investeringsobjekt både for mindre og større potensielle investorer. Det kan heller ikke utelukkes at OHI vil være mer interessant som fusjonspartner eller parter i andre samarbeidsformer dersom børsnoteringen opprettholdes.

Selskapet argumenterer for at en strykning vil kunne gjøre det vesentlig vanskeligere å gjennomføre de planene for fremtidig drift som selskapet arbeider med. Børsen ser at slike planer kan kompliseres, også ved at emisjonen vil bli vanskeligere å gjennomføre."

Etter børsstyrets vurdering kan imidlertid ikke selskapets interesse i fortsatt børsnotering være avgjørende selv om et vedtak om strykning får alvorlige konsekvenser for

muligheten og grunnlaget for videre drift. Styret legger til grunn at hensynet til å sikre tilstrekkelig kvalitet på markedsplassen forutsetter at børsen kan kreve at de børsnoterte selskapene tilfredsstillende visse minstekrav.

Basert på en samlet vurdering av selskapets lave markedsverdi (som etter børsstyrets vurdering i seg selv et argument for strykning, jf. børsforskriften § 25-2, jf. § 2-1 annet ledd), begrensede virksomhetsomfang og brudd på sentrale informasjonsplikter konkluderer børsstyret med at aksjene i OHI bør strykes fra børsnotering. Det vises til at et børsnotert selskap må være av en viss kvalitet og størrelse for at børsnoteringen skal ha en verdi både for investorene og markedet. Dette er etter børsstyrets vurdering ikke tilfelle for OHI. Samlet sett må den lave markedsverdien og brudd på informasjonsplikten etter styrets oppfatning anses som så vesentlig at det må veie tyngre enn de ulemper en strykning får for selskapet og dets aksjonærer. Styret presiserer at dette selvfølgelig ikke er til hinder for at selskapet søker om børsnotering igjen dersom vilkårene er oppfylt på et senere tidspunkt.

I vedtaket av 27. august 2003 fastholder børsstyret de vurderinger som er gjort i vedtaket av 25. juni. Det presiseres i dette vedtaket at børsstyret ikke finner å kunne slutte seg til klagers anførsel om at børsen har lagt til grunn en restriktiv praksis med hensyn til å benytte strykningsadgangen mot selskapets vilje. Ifølge styret foreligger det ikke praksis verken fra børsen eller Børsklagenemnden som skulle tilsa noen restriksjon på børsens skjønnsutøvelse under strykningshjemlene i børsloven og børsforskriften. Styret presiserer også at det etter dets vurdering ikke i klageomgangen er vist til nye faktiske forhold som skulle tilsa endringer med hensyn til vurderingen av om selskapet er egnet for børsnotering. For at aksjonærene skal kunne innrette seg på strykning setter børsstyret imidlertid tidspunktet for strykning noe frem i tid. Styret anbefaler at dette også gjøres i Børsklagenemndens vedtak.

Når det gjelder Børsklagenemndens behandling av klagen finner børsstyret grunn til å presisere at i den skjønsmessige interesseavveining, hvor forhold som tilsier strykning sammenholdes med selskapets og aksjonærenes ønske om fortsatt notering, inngår forretningsmessige og strategiske hensyn. Med henvisning til "forutsetninger i børslovens forarbeider" antar børsstyret at "Børsklagenemnden ikke vil overprøve børsens skjønnsutøvelse i så måte ut over en ordinær prøvelse av vedtakets lovlighet, jf Ot prp nr 73 (1999-2000) s 162-163".

## 5. Børsklagenemndens vurdering

Saken gjelder vedtak fattet av børsstyret i medhold av børslovens § 5-8 og børsforskriften § 25-2 om å stryke aksjene til OHI fra børsnotering.

I klagen anføres at børsstyrets interesseavveining av på den ene side selskapets egnethet og manglende etterlevelse av børsrettslige plikter og på den annen side det sterke hensyn til eksisterende aksjonærer og selskapets interesse av fortsatt børsnotering, bygger på feil rettsanvendelse. Videre anføres at børsstyret legger feil faktum til grunn når det antas at det vil ta lang tid å gjennomføre selskapets planer om å øke virksomhetsomfanget.

Børsklagenemnden kan ikke se at det her foreligger feil rettsanvendelse. Forskriften § 25-2 oppstiller som vilkår for strykning at selskapet ikke lenger tilfredsstillende vilkårene for børsnotering eller at særlige grunner for øvrig foreligger. Dette er dermed alternative vilkår for strykning som også må kunne ses i sammenheng ved den skjønsmessige vurderingen. Som eksempel på "særlige grunner" nevner forskriften spesielt "grovt eller vedvarende" brudd på børsreglene.

Det er på det rene at OHI ikke lenger oppfyller kravet til markedsverdi for notering på SMB-listen. Egenkapitalen er dessuten opplyst å være negativ. Det er riktignok ikke

symmetri mellom kravene til opptak og strykning, men dertil kommer at aksjenes likviditet ligger i nedre sjikt for hva som bør kunne kreves for at de skal ha allmenn interesse, og at selskapets virksomhet er svært begrenset i forhold til hva man vil forvente i et børsnotert selskap.

Selskapet har i tillegg gjentatte ganger brutt børslovgivningen i løpet av våren 2003 ved for sen fremleggelse av delårsrapporter og årsregnskap. Børsklagenemnden har tidligere reagert strengt overfor brudd på rapporteringsplikten etter børsforskriften § 6-2 og § 6-3, og her gjelder det grove og vedvarende brudd. Slike brudd kan som nevnt i seg selv være grunnlag for strykning, og når dette kommer i tillegg til manglende oppfyllelse av minimumskravene for børsnotering, er det ikke tvilsomt at vilkårene for strykning av aksjen er tilstede.

Når det gjelder avveiningen mot selskapets og aksjonærenes interesse i fortsatt børsnotering av aksjene, har Børsklagenemnden ingen bemerkninger til børsstyrets skjønnsutøvelse og viser til denne. Børsklagenemnden mener etter dette at børsstyret har lagt korrekt rettsanvendelse til grunn for sitt vedtak.

Etter de opplysninger som foreligger i saken, finner Børsklagenemnden heller intet grunnlag for anførselen om at børsstyret har lagt feil faktum til grunn i sin vurdering.

På denne bakgrunn finner Børsklagenemnden ikke å ville gjøre endringer i børsstyrets beslutning. Av hensyn til selskapets aksjonærer settes tidspunktet for strykning til 1. november 2003.

Avgjørelsen er enstemmig.

## 6. Vedtak

Børsstyrets vedtak av 25. juni 2003 om å stryke aksjene til OHI ASA fra børsnotering opprettholdes. Strykning skal skje med virkning fra og med 1. november 2003.

### **4.2.2 Rutine ved tvungen innløsning (epost av 21.05.2003)**

Når tvungen innløsning er gjennomført innføres status "frozen" i handelssystemet, og følgende melding sendes ut fra børsen:

OSLO STOCK EXCHANGE – XXX – SPECIAL OBSERVATION

The Oslo Stock Exchange has decided to place the shares of XXX under special observation cf. Stock Exchange Regulations (paragraph 23-9) on the basis of the expected compulsory redemption of the company's shares and subsequent cancellation of their listing. The technical status in the Trading System is "Trading Halt" and all the orders have been withdrawn. This has been done to avoid incorrect registration of orders and trades in a situation where the company will no longer have any shares outstanding. If a notification requirement for a member appears, the Oslo Stock Exchange must be contacted for advice.

Det er ønskelig at strykning fra notering skjer så snart som mulig etter tvungen innløsning. De rettslige alternativene for strykning er:

- 1) at selskapet selv søker, hvilket forutsetter generalforsamlingsvedtak, jf børsforskriften § 25-2 annet ledd.
- 2) at børsen stryker selskapet av eget tiltak fordi vilkårene for notering ikke er til stede, jf § 25-2 første ledd. Formelt må selskapet da ha selskapets uttalelse, enten ved at

børsen varsler om strykning med frist til å uttale seg, eller at selskapet selv tilskriver børsen og meddeler at de ønsker aksjen strøket, ikke anser vilkårene for notering å være til stede eller at det foreligger planer som tilsier videre notering. I siste tilfelle kan børsen stryke selskapet når brevet er mottatt og tvungen innløsning gjennomført. Strykning i disse situasjonene tilligger administrasjonens myndighet.

## **5. INFORMASJONSPLIKT – UTSTEDERFORPLIKTELSER**

### **5.1 INFORMASJONSPLIKT**

#### **5.1.1 SuperOffice ASA - Overtredelse av informasjonsplikten ved kontraktsinngåelse (børsstyresak 22.10.2003)**

Protokoll fra styremøte i Oslo Børs ASA 22. oktober 2003

##### 1. Innledning

Saken gjelder overtredelse av informasjonsplikten i børsloven og børsforskriften fra SuperOffice ASA (SUO eller selskapet) i forbindelse med inngåelse av kontrakt med det tyske selskapet DATEV i august 2003. Informasjon om kontraktsinngåelsen ble offentliggjort i Finansavisen mandag 25. august 2003. Børsmelding ble sendt før børsåpning samme morgen. Avtalen med DATEV ble imidlertid ifølge opplysninger som senere har blitt gitt av selskapet undertegnet allerede 11. august 2003.

I tillegg til spørsmålet om selskapet har oversittet informasjonsplikten med om lag to uker, reiser kursutviklingen i selskapets aksjer samt kontakten med Finansavisen i forkant av offentliggjøringen, spørsmål om selskapet har lekket informasjonspliktig informasjon. Videre er det spørsmål om selskapet gjennom sin kontakt med Finansavisen har brutt bestemmelsen om offentliggjøring utenom børsens åpningstid.

##### 2. Kort om selskapet

SuperOffice ASA ble etablert i Norge i 1990 av nåværende styreformann Une Amundsen. Konsernet er ledende innen CRM (Customer Relationship Management) programvare i Skandinavia, Tyskland, Holland og England, og har 100 prosent eide datterselskaper i disse landene samt distributører i en rekke andre europeiske land, USA, Syd-Afrika, Australia og Japan. I tillegg til CRM løsninger leverer SuperOffice også konsulenttjenester relatert til implementering, integrasjon og opplæring.

Ifølge opplysninger på SUOs internettside er det om lag 11 000 selskaper med til sammen ca 150 000 registrerte brukere som daglig benytter SUOs produkter. Det norske holdingselskapet har om lag 215 ansatte. Hovedkontoret ligger i Oslo.

SuperOffice-konsernet hadde pr. 31.12.2002 en omsetning på ca NOK 170,6 millioner, hvorav omsetning utenfor Norge utgjorde 66 prosent.

##### 3. Sakens bakgrunn

Mandag 25. august 2003 hadde Finansavisen en artikkel med tittelen "SuperOffice åpner i Tyskland". Artikkelen omtalte selskapets avtale med DATEV, et tysk software og IT-selskap, og inneholdt blant annet følgende sitater fra administrerende direktør Gisle Jentoft:

"Det er definitivt et gjennombrudd at vi blir valgt. Foreløpig er det vanskelig å tallfeste hva avtalen vil innebære for oss. Det jobbes i øyeblikket med å utvikle løsningen som skal presenteres på Cebit 2004 [...] Tyskland er det desidert største markedet i Europa. Denne avtalen vil garantert gi et positivt signal til markedet og er en viktig referanse [...] Dette gir et kjempepotensial for penetrasjon av vår programvare. Vi har stor fokus på at dette skal utvikle seg til et langsiktig og lønnsomt samarbeid...".

Samme dag klokken 08.17 ble det sendt børsmelding vedrørende avtalen. Fra børsmeldingen hitsettes:

"SuperOffice og DATEV har inngått en OEM avtale som omfatter utvikling, marketing og distribusjon av DATEV`s CRM initiativ kalt DATEV-Kunden-Managementsystem. DATEV er en av Europas største software selskaper innen ERP løsninger og tjenester. DATEV leverer sine produkter og tjenester til mellomstore bedrifter gjennom 39.000 skatterådgivere, revisorer, regnskapskontorer og advokater. Skatterådgivere og regnskapskontorer tilsluttet DATEV leverer ved hjelp av DATEV programvare regnskaper for omtrent 2/3 av de mellomstore bedriftene i Tyskland.

Etter mange år med stor suksess innen leveranse av ERP løsninger har DATEV nå bestemt seg for å tilby sine kunder løsninger innen CRM. Beslutningen er tatt basert på en økende interesse for CRM løsninger fra deres kunder. Etter en grundig analyse av forskjellige leverandører har DATEV valgt Superoffice som OEM partner for å levere DATEV-Kunden-Managementsystem i markedet.

Samarbeidet inkluderer leveranse av to spesialversjoner av SuperOffice CRM 5 [...]

Løsningene vil bli lansert på CeBIT, verdens største IKT messe, i Hannover i mars 2004 [...]

DATEV-Kunden-Managementsystem løsningene vil, som all annen software fra DATEV, bli solgt basert på en 2 års abonnementsavtale, med månedlig fakturering.

Vi har funnet en solid og svært interessant partner i DATEV. Deres ledende posisjon blant mellomstore bedrifter i Tyskland, erfaring med leveranse av effektive og brukervennlige ERP løsninger med høy kvalitet, samt enorme kundebase åpner helt nye og spennende muligheter for SuperOffice i Tyskland. Vi vil ha stor fokus på at dette partnerskapet skal utvikle seg til et langsiktig og lønnsomt samarbeid", sier Gisle Jentoft, Managing Director International Operations i Superoffice ASA."

I forbindelse med oppslaget i Finansavisen og børsmeldingen, sendte Oslo Børs 27. august 2003 brev til selskapet som ledd i børsens rutinemessige undersøkelser av overholdelse av informasjonsplikten. Børsen anmodet i brevet om en redegjørelse for prosessen frem til avtalen med DATEV ble undertegnet, oversikt over hvilke personer som var kjent med prosessen, herunder også listeføring og taushets- og handleforbudserklæringer, samt en redegjørelse for hvorledes regelverket om offentliggjøring utenom børsens åpningstid er ivaretatt.

SUO besvarte henvendelsen i brev av 1. september 2003. Selskapet opplyste blant annet at

"Datev prosjektet er stort sett håndtert av SuperOffice GmbH, SuperOffice ASA`s 100 % eide datterselskap i Tyskland. I og med at prosjektet dreide seg om å utvikle en OEM versjon av vår CRM programvare, ble SuperOffice ASA koblet inn i prosjektet den 21. april 2003. I perioden fra 21.april 2003 til 11. august 2003 ble

det gjennomført flere møter med DATEV, og den 11. august ble den endelige kontrakten undertegnet.”

På bakgrunn av de opplysninger som kom frem i selskapets brev, sendte børsen et oppfølgingsbrev 5. september 2003. Svar på denne forespørselen ble mottatt 9. september. Børsen ba i e-post 16. september om presiseringer på enkelte punkter, og mottok selskapets svar 17. september. Basert på opplysningene i korrespondansen sendte børsen 2. oktober 2003 forhåndsvarsel til selskapet om illeggelse av overtredelsesgebyr. Børsens vurderinger ble imøtegått av selskapet i møte 10. oktober og utdypende brev 13. oktober. Selskapets anførsler presenteres i punkt 5 nedenfor.

#### 4. Kursutvikling og volum

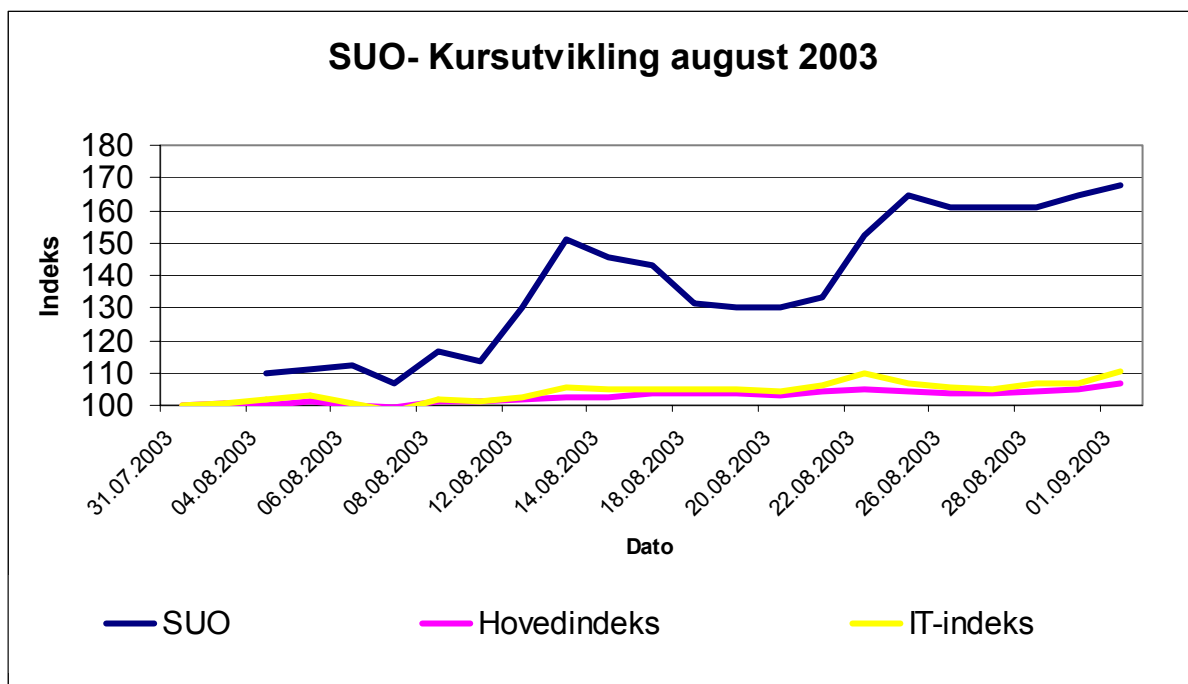
Den 12. og 13. august 2003 samt den 22. og 25 august 2003 var det en betydelig kursstigning på SUOs aksjer, langt ut over bevegelser i Hovedindeksen og IT-indeksen (se nedenstående tabell og graf). I perioden 12. og 13. august steg kursene på selskapets aksjer fra NOK 10,20 til NOK 13,60, dvs en kursøkning på til sammen om lag 33 prosent over to dager (basert på sluttkurs). I perioden 14. august til 20. august falt kursene noe tilbake til sluttkurs NOK 11,70 den 20. august 2003. Den 21. august steg aksjen til NOK 12, mens sluttkursen den 22. august 2003 var NOK 13,70, dvs en kursøkning i løpet av dagen på 14,2 prosent (basert på sluttkurs). Den 25. august, da kontrakten med DATEV ble offentliggjort, steg aksjen til NOK 14,80 (sluttkurs), dvs med til sammen 8 prosent.

Tabell over kursutvikling for SUO og utvikling i Hovedindeks og IT- indeks.

Dato	Sluttkurs SuperOffice	Kursendring	Kursendring Hovedindeks	%-vis kursendring IT-indeks
11. august	10,20	-2,9 %	-0,3 %	-0,3 %
12. august	11,70	+14,7 %	+0,8 %	+1,2 %
13. august	13,60	+16,2%	+0,6 %	+3,1 %
14. august	13,10	-3,7 %	+0,2 %	-0,5 %

Dato	Sluttkurs SuperOffice	Kursendring	Kursendring Hovedindeks	Kursendring IT-indeks
21. august	12,00	+2,6 %	+1,4%	+2,1 %
22. august	13,70	+14,2 %	+0,6 %	+3,4 %
25. august	14,80	+8 %	-0,9 %	-2,7 %
26. august	14,50	-2 %	-0,6 %	-1,3 %

Nedenstående graf viser kursutviklingen for SUO-aksjene i august 2003 i forhold til Hovedindeksen og IT-indeksen:



Korrelasjonen mellom SOU-aksjen og hoved- og IT-indeksen er imidlertid nokså lav, slik at det ikke kan legges for stor vekt på utviklingen i hoved- og IT-indeksen ved vurdering av hvorvidt kursutviklingen i SUO-aksjen er unormal i den aktuelle perioden.

Volumet i SUO-aksjen, dvs antall aksjer handlet og antall transaksjoner, var også særskilt høyt i perioden 12.-13. august og 22. og 25. august. Den 12. og 13. august ble det omsatt henholdsvis 90.300 aksjer og 165.442 aksjer, og antallet transaksjoner var henholdsvis 45 og 69. Den 22. august og 25. august var omsetningen henholdsvis 170.350 aksjer og 192.350 aksjer, og antall transaksjoner henholdsvis 61 og 89. Normal omsetning i aksjen ligger på et betydelig lavere nivå, og omsetningen i forkant og etterkant av disse dagene var også vesentlig lavere.

## 5. Selskapets anførsler

### 5.1 Selskapets offentliggjøring av avtalen – kontakten med Finansavisen

Som angitt i punkt 3 opplyste selskapet i sitt brev 1. september 2003 at endelig kontrakt med DATEV ble signert 11. august 2003. Det ble imidlertid ikke sendt noen børsmelding på dette tidspunkt. Om bakgrunnen for dette anførte selskapet:

”Partene ble på det tidspunktet [11. august 2003] enige om at samarbeidet IKKE skulle offentliggjøres noe annet sted enn i Norge, fordi man ønsket å presentere samarbeidet i Tyskland nærmest mulig det planlagte lanseringstidspunktet i mars 2004. I perioden frem til den 19. august ble det utarbeidet en pressemelding til distribusjon i Norge.”

Forholdet til DATEV er nærmere presisert i selskapets tilsvarende av 13. oktober:

”Selskapet var dessuten bundet av taushetsplikt, i og med at avtalemotparten forlangte hemmeligholdelse til 19. august. Dette er bakgrunnen for at avtalen ikke kunne markedsføres på et tidligere tidspunkt.”

Det ble heller ikke sendt noen pressemelding 19. august. På spørsmål fra børsen om bakgrunnen for dette skrev selskapet i brev av 9. september:

"På dette tidspunktet var meldingen klar og kunne i teorien distribueres. Som nevnt i vår forrige redegjørelse var vi i kontakt med Finansavisen den 20. august, og da de ikke hadde kapasitet til å snakke med oss før fredag 22. august, valgte vi å vente. På dette området må vi i ettertid beklage at vi har gjort en feil, i og med at vi nevnte at vi hadde en "story" – uten at detaljer ble nevnt."

Kontakten med Finansavisen er nærmere utdypet i selskapets brev av 1. september:

På ettermiddagen den 20. august kontaktet Une Amundsen Finansavisen ved Geir Remman for å høre om de var interessert i en "story". På dette tidspunktet ble det ikke nevnt noe konkret om saken i seg selv. Geir Remman var opptatt med en artikkel om et annet tema og spurte om en av hans kollegaer kunne ringe tilbake på fredag den 22. august, slik at det komme med i data seksjonen følgende mandag. Vedkommende journalist tok kontakt med Gisle Jentoft på mobiltelefon fredag 22. august ca 16:30- altså etter at Oslo Børs var stengt. Først på dette tidspunktet ble det informert om innholdet i saken."

På forespørsel fra børsen om hva som nærmere ble opplyst overfor Finansavisen før 22. august kl. 16.30 opplyste selskapet i brevet av 9. september:

"I perioden frem til børsen stengte ble det ikke gitt noen konkrete opplysninger til Finansavisen, ut over vårt utsagn om at vi hadde en "story". Konkrete opplysninger ble først gitt på telefon den 22. august kl. 16:30.

[...]

Av personer som ikke er ansatt eller tillitsmann i selskapet er det kun Geir Remman i Finansavisen som fikk informasjon om at vi hadde en "story". Vi understreker at Geir Remman ikke fikk tilgang til noen detaljer i saken før etter at børsen stengte den 22. august."

Kursstigningen 22. august 2003 var nevnt i Finansavisens artikkel. Ifølge brevet av 9. september var dette etter selskapets oppfatning en ren journalistisk formulering som kun ble skrevet for å gjøre saken mer spennende, og selskapet er overbevist om at journalisten først ble oppmerksom på kursoppgaven mens han skrev artikkelen i helgen 23.-24. august.

Innholdet i Finansavisens artikkel 25. august 2003 og børsmeldingen samme dag er gjengitt i punkt 3 ovenfor.

## 5.2 Avtalens innhold og betydning – spørsmålet om informasjonsplikt

I brevet 9. september 2003 besvarer SUO børsens spørsmål om betydningen av avtalen for selskapet. Fra brevet siteres:

"Finansavisens artikkel, som er i tråd med det som skrives i vår børsmelding, gjenspeiler innholdet i avtalen med DATEV. Det er ingen tvil om at DATEV er en attraktiv partner for oss i det tyske markedet, og vi oppnår en interessant tilgang til en svært stor kundebase. Dog er det viktig å legge merke til at kontrakten ikke inneholder noen konkret forpliktelse i forhold til uttak av våre produkter. Det blir opp til oss, i nært samarbeid med DATEV, å utvikle dette til en lønnsom avtale i et langsiktig perspektiv. I tillegg er det viktig å legge merke til at vi i børsmeldingen, og overfor Finansavisen, påpeker at produktene i avtalen skal leveres på månedlig



leiebasis. Dette betyr at salg som følger gjennom avtalen ikke får den samme omsetningseffekt som vårt tradisjonelle salg.”

Selskapet ble også anmodet om å gi sin vurdering av om avtalen var informasjonspliktig under børsforskriften § 5-2 første ledd. Om dette anførte selskapet:

”Når det gjelder hvorvidt avtalen med DATEV er informasjonspliktig i forhold til børsforskriften § 5-2 første ledd, er vi noe usikre. På den ene siden inneholder avtalen ikke en konkret, dvs sikret, inntjening. Dette kan tolkes dit hen at avtalen ikke er informasjonspliktig. På den annen side er avtalen, som nevnt over, å anse som et gjennombrudd for oss i Tyskland, siden en så dominerende aktør har valgt å satse på våre produkter. I den forbindelse representerer dette både et viktig markedsmessig signal i forhold til vårt selskaps og våre produkters kvalitet samt et fremtidig stort inntektspotensiale med betydning for oss i Tyskland. Legger vi dette til grunn, vurderer vi avtalen som meldepliktig. Vi ber om forståelse for at vi er noe usikre på hvordan en slik avtale burde tolkes i forhold til om den er meldepliktig eller ikke. I den forbindelse mottar vi gjerne råd på dette området, slik at vi i fremtidige tilfeller kan ha en mer konkret ramme å forholde oss til.

[...]

Slik vi oppfatter saken kan det diskuteres hvorvidt denne avtalen faktisk var meldepliktig eller ikke. Dersom konklusjonen er at den var meldepliktig, slik vi tolket det, innser vi at vi har begått en feil i forhold til at meldingen ikke ble distribuert på en måte som sikret at den ble samtidig og alminnelig tilgjengelig. I den sammenheng vil vi nok en gang understreke at ingen av våre ansatte eller tillitsmenn i selskapet har handlet aksjen i den gjeldende perioden, og at det- så vidt oss bekjent- således ikke foreligger noen form for innsidehandel” (børsens understrekninger).

Etter at børsen 2. oktober 2003 sendte forhåndsvarsel om overtredelsesgebyr, anfører derimot selskapet i tilsvaret at avtalen ble vurdert som ikke informasjonspliktig, og at spørsmålet om informasjonsplikt ikke er diskutabelt. Fra brevet hitsettes

”Børsen har antatt at avtalen med DATEV var kurssensitiv allerede på tidspunktet for avtaleinngåelsen, dvs. 11 august 2003. Selskapet deler ikke denne oppfatningen.

Avtalen var i utgangspunktet ikke av en slik art at den vil kunne påvirke kursen. Avtalen var kun en prinsippavtale som ikke inneholdt noen konkrete rettigheter knyttet til inntekter eller markedsandeler. Avtalen føyer seg inn i rekken av mange avtaler som selskapet har inngått med ulike aktører i bransjen, det være kunde-, leverandør- og samarbeidsavtaler av mindre økonomisk og strategisk betydning.

På tidspunkt for signering av avtalen ble denne derfor vurdert å ikke være meldepliktig...

[...]

Avtalen er som sådan verken langsiktig eller lønnsom på avtaletidspunktet, men målsettingen er og vil være at den kan bli det, jf. også Jentofts uttalelser i Finansavisen. Markedsføring gjennom Finansavisen var i så måte kun et ledd i en prosess, samt forsøke å hekte avtalen opp mot den interesse som forelå rundt Visma.

Som illustrasjon kan det nevnes at omsetningsestimatet for avtalen for 2004 er forventet å ligge på NOK 400.000. Sett i forhold til hva SuperOffice ASA, som er

det børsnoterte selskapet, forventer å omsette i 2004, er avtalen utbetydelig. I prosent vil det dreie seg om ca. 0,0017%, hvilket illustrerer hvor lite relevant en børsmelding er og også har vært i det foreliggende tilfelle.”

Etter selskapets oppfatning i tilsvaret støttes det synspunkt at avtalen ikke var informasjonspliktig også av den fremgangsmåten selskapet valgte i saken:

”Fremgangsmåten i perioden frem til og med 25. august underbygger også selskapets påstand om manglende kurssensitivitet. Hadde avtalen vært kurssensitiv, ville selskapet umiddelbart etter at taushetsplikten opphørte den 19. august selvsagt gått ut bredt i presse mv. for å oppnå en positiv markedseffekt. I stedet legger man ikke ned noen ressurser på å fremskynde prosessen, men avventer til journalisten i Finansavisen har tid til å prate med selskapet. Dette viser at selskapet kun ønsket å sette i gang en begrenset markedsføring hvor man ikke hadde tro på positive markedseffekter av betydning. Journalist og redaktør Geir Remman er den vanlige kontakten som selskapet bruker fra tid til annen for å forsøke å få litt omtale.”

Det fremkommer ikke klart av selskapets tilsvarende svar hvorvidt innholdet i børsmeldingen og Finansavisens artikkel fremdeles anses som dekkende beskrivelser av avtalens betydning for selskapet. Selskapet anfører:

”Sett i ettertid er det etter selskapets oppfatning likevel særdeles tvilsomt om avtalen var meldepliktig på det tidspunkt den ble meldt, idet avtalen pga. omfang og betydning etter selskapets oppfatning ikke har hatt noen merkbar påvirkning på kursen.

Avtalen hadde således ingen markedsmessig effekt i seg selv, men dette ble derimot forsøkt skapt av selskapet selv, gjennom å presentere en ”story” for Finansavisen.

Uttalelsene til Finansavisen og henvisninger til selskapets egen fremstilling av saken kan således ikke tas til inntekt for at avtalen objektivt sett og i seg selv var kurssensitiv slik børsen hevder. Ut over de rene henvisninger til selskapets presentasjon av avtalen, har dessuten ikke børsen angitt noen konkrete karaktertrekk ved avtalen som tilsier at denne er meldepliktig.”

Dette ledet selskapet til den reviderte konklusjon at avtalen verken hadde økonomisk eller strategisk betydning, og følgelig ikke var kurssensitiv på signeringstidspunktet.

Som det fremkommer i punkt 4 ovenfor, steg selskapets aksjekurs betydelig 12. og 13. august, samt på ettermiddagen 22. august. Selskapet ble anmodet om å angi mulige forklaringer på kursøkningen disse datoene. Selskapet svarte i brevet 9. september:

”...Selskapet har ingen spesiell formening om årsaken bak den kraftige kursutviklingen i perioden mellom den 12. og 22. august utover det faktum at selskapet har levert gode resultater så langt i år samt at Visma har uttalt at de ønsker å overta selskapet. Samtidig vil vi gjerne understreke at ingen av våre ansatte eller tillitsmenn som kjente til avtalen med DATEV har handlet i aksjer i selskapet i den gjeldende perioden.”

Oslo Børs spesifiserte i e-post av 16. september 2003 at spørsmålet gjaldt de spesifikke dagene 12., 13. og 22. august, og ikke perioden mellom disse datoer. Til dette svarte selskapet i e-post 17. september 2003 at man ikke hadde noen formening om kursbevegelsene de aktuelle datoer.

I tilsvaret av 13. oktober har imidlertid SUO gjort seg opp en oppfatning om kursbevegelsene:

”Selskapet har som tidligere nevnt ingen konkret dokumentasjon som kan forklare den angitte kursstigning, men vi er av den oppfatning at bl.a. Vismas interesse for selskapet og det forhold at det kort tid i forveien (6. august 2003), ble fremlagt et regnskap med meget godt resultat, har påvirket kursen i positiv retning i denne perioden. Det var på det angjeldende tidspunkt dessuten ingen i selskapet som oppfattet noen sannsynlig sammenheng mellom avtalen og kursendringene. I så tilfelle ville man selvsagt vurdert umiddelbar børsmelding.”

Videre anføres i tilsvaret under henvisning til Børsklagenemndens sak 1/2000 Alcatel STK ASA at kursutslag ikke har betydning for spørsmålet om det foreligger en overtredelse av informasjonsplikten.

### 5.3 Tidspunkt for informasjonsplikten inntreden

Børsen tok også opp med selskapet på hvilket tidspunkt informasjonsplikten eventuelt inntrådte. Selskapet henviste i sitt brev 9. september 2003 til usikkerheten rundt spørsmålet om avtalen faktisk var meldepliktig, og til selskapets taushetsplikt overfor DATEV frem til 19. august.

I tilsvaret av 13. oktober 2003 hevder selskapet som nevnt i punkt 5.2 over at avtalen ikke var kurssensitiv på tidspunkt for signering. Om når en eventuell informasjonsplikt inntrådte uttales:

”Selskapet bestemte seg likevel for å gjøre et forsøk på å skape markedseffekt, bl. annet ved å hekte avtalen opp mot interessen fra Visma, da Datev driver tilsvarende virksomhet som Visma Services. Internt i SO ble ikke avtalen antatt å være av vesentlig betydning for selskapet.

Slik markedsføring av mindre og ikke-kurssensitive avtaler er tidligere gjennomført, og erfaringene har vært at disse i stor grad ikke har påvirket kursen i etterkant selv etter ressurskrevende markedsføring.

Selskapet vurderte det likevel slik at dersom man skulle forsøke å markedsføre avtalen, lage en såkalt ”story”, ville denne kanskje være melde- og informasjonspliktig. Dette er også bakgrunnen for at børsmelding ble gitt før saken ble publisert.

Sett i ettertid er det etter selskapets oppfatning likevel særdeles tvilsomt om avtalen var meldepliktig på det tidspunktet den ble meldt, idet avtalen pga. omfang og betydning etter selskapets oppfatning ikke har hatt noen merkbar påvirkning på kursen.

[...]

For å være på den sikre siden valgte selskapet likevel å melde avtalen 25. august for det tilfelle at markedsføringen skulle vise seg å gi umiddelbare positive utslag.

Selskapet har da også gitt uoppfordret børsmelding på det tidspunkt selskapet mente meldeplikt kanskje kunne foreligge.”

### 5.4 Offentliggjøring av opplysninger utenom børsens åpningstid

Børsen la i forhåndsvarselet til grunn at den selektive presentasjonen av avtaleinngåelsen for Finansavisen representerte et brudd med børsforskriftens

bestemmelse om offentliggjøring utenom børsens åpningstid (§ 23-3). Om dette anfører selskapet i tilsvaret:

"I og med at meldeplikt etter selskapets oppfatning ikke inntrådte før ved offentliggjøring gjennom Finansavisen (og antagelig heller ikke på dette tidspunktet), er vilkåret i § 23-3 uansett oppfylt, idet nyheten først er presentert for børsen, 25.august 2003. Et selskap må kunne gå selektivt på pressen når børsen er informert først.

Dersom man legger til grunn at det var meldeplikt idet man trykker en "story" hadde ikke Finansavisen kunnskap om hva dette gjaldt før etter at børsen var stengt 22.august. Avisen kunne således ikke vite om "storyen" var kurssensitiv før dette tidspunkt. Børsen foretar derfor en uforsvarlig spekulasjon i faktum dersom det legges til grunn at en "story" uten videre er av virksomhetsmessig karakter og påvirker kursen.

Selskapet legger etter dette til grunn at det ikke foreligger brudd på presentasjonsbestemmelsen i børsforskriften § 23-3."

## 6. Rettslig utgangspunkt

### 6.1 Informasjonsplikt og offentliggjøring

Det rettslige utgangspunkt for utstederselskapenes informasjonsplikt fremgår av børsloven § 5-7 første ledd:

"Etter nærmere regler fastsatt av departementet skal utstederen av omsettelige verdipapirer offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene, og sende slike opplysninger til den børs der verdipapirene er notert."

Informasjonsplikten er nærmere fastsatt i børsforskriften § 5-2 første ledd, som lyder:

"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."

Offentliggjøring anses som utgangspunkt skjedd "*når opplysningene er mottatt av børsen og distribuert i børsens informasjonssystem*", jf. børsforskriften § 23-2 første ledd, første punktum og § 5-2 tredje ledd.

I særskilte tilfeller kan umiddelbar offentliggjøring i børsens informasjonssystem unnlates. Børsforskriften § 23-2 fjerde ledd fastsetter om dette:

"Inneholder opplysningene forretningshemmeligheter eller når særlige grunner tilsier det, kan utsteder gi opplysninger bare til daglig leder av børs eller den han bemyndiger, og kan pålegge disse taushetsplikt slik at opplysningene ikke kan offentliggjøres i henhold til første og annet ledd. Pålegg om taushet skal gis skriftlig og være begrunnet. Daglig leder av børs eller den han bemyndiger kan ut fra en helhetsvurdering hvor det tas hensyn til opplysningens kurspåvirkende karakter, markedets behov for opplysningene og utstедers behov for taushetsplikt, beslutte at opplysningene skal offentliggjøres på tross av pålegget om taushetsplikt. Foretaket skal informeres om slikt vedtak forut for offentliggjøring."

For offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger utenom børsens åpningstid kommer børsforskriften § 23-3 til anvendelse. Bestemmelsen lyder:

"Offentliggjøring av opplysninger etter denne forskrift utenom børsens åpningstid, skal skje på en betryggende måte som sikrer at informasjonen blir samtidig og alminnelig tilgjengelig. Opplysningene skal dessuten være mottatt av børsen og klar for offentliggjøring i samsvar med § 23-2 første og annet ledd før børsen åpner neste dag."

## 6.2 Behandling av informasjon før offentliggjøring

Om situasjonen før offentliggjøring av kurssensitive opplysninger fastsetter børsforskriften § 5-1 første og tredje ledd:

"Selskapet skal sørge for at ingen uvedkommende får tilgang til opplysninger som omfattes av kap. 5 og 6 eller verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd, før slike opplysninger er offentliggjort i henhold til § 23-2.

[...]

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 Spørsmålet om avtalen med DATEV var informasjonspliktig

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

Det antas ikke tvilsomt at avtaleinngåelsen var en opplysning i bestemmelsens forstand.

Ved vurderingen av om SUO har brutt informasjonsplikten, må det således vurderes hvorvidt fremforhandling og inngåelse av avtalen med DATEV oppfyller vilkåret til kurssensitivitet. Dersom dette besvares bekreftende, må det tas stilling til på hvilket tidspunkt informasjonsplikten inntrådte, jf. punkt 7.2 nedenfor.

Både i børsmeldingen, artikkelen i Finansavisen og korrespondansen med børsen unntatt tilsvaret av 13. oktober gir SUO uttrykk for at avtalen etter selskapets oppfatning var viktig og av strategisk betydning.

I tilsvaret av 13. oktober 2003 anfører imidlertid SUO at avtalen hadde

"ingen markedsmessig effekt i seg selv, men dette ble derimot forsøkt skapt av selskapet selv, gjennom å presentere en "story" for Finansavisen. [...] Uttalelsene til Finansavisen og henvisninger til selskapets egen fremstilling av saken kan således ikke tas til inntekt for at avtalen objektivt sett i seg selv var kurssensitiv slik børsen hevder."

Dersom et selskap bevisst gir en misvisende presentasjon av ikke kurssensitive opplysninger i presse og/eller børsmelding i den hensikt å skape "markedsmessig effekt" vil man fort være over grensen for straffbar kursmanipulasjon etter verdipapirhandelloven § 2-6. Det har etter børsens oppfatning i utgangspunktet formodningen mot seg at et selskap som SUO på denne måten skulle begi seg inn på

handlinger i grenselandet mot kursmanipulasjon. I de forklaringer som tidligere er gitt til børsen, er det da også utvetydig bekreftet at innholdet i børsmeldingen 25. august 2003 og Finansavisens artikkel samme dato gjenspeiler de faktiske forhold, og det er ikke antydning at det bildet som ble tegnet av avtalens realiteter på noen måte var misvisende. Tvert om er beskrivelsen av avtalen og dens betydning for selskapet gjentatt og utdypet.

På denne bakgrunn legger børsen til grunn at innholdet i og betydningen av avtalen er korrekt presentert i Finansavisens artikkel, børsmeldingen og selskapets tidligere korrespondanse med børsen.

I børsens vurdering av spørsmålet om informasjonsplikt, inngår selskapets oppfatning kun som ett av flere momenter. Det avgjørende er hvorvidt avtalen ut fra sitt objektive innhold må anses å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer.

Som referert i punkt 3 ovenfor, heter det blant annet i børsmeldingen at DATEVs ledende posisjon, erfaring og kundebase åpner nye muligheter for SUO i Tyskland. DATEV er et av Europas største softwareselskaper innen ERP-løsninger og tjenester, og leverer sine produkter og tjenester til mellomstore bedrifter gjennom 39.000 skatterådgivere, revisorer, regnskapskontorer og advokater. Skatterådgivere og regnskapskontorer tilknyttet DATEV leverer ved hjelp av selskapets programvare regnskaper for omtrent 2/3 av de mellomstore bedriftene i Tyskland. Selskapets kundebase omtales på denne bakgrunn i børsmeldingen som "enorm". Avtalen innebærer at DATEV har valgt SUO som OEM-partner i forbindelse med at selskapet har besluttet å tilby CRM-løsninger til sine kunder. Dette åpner ifølge børsmeldingen "helt nye og spennende muligheter" for SUO i Tyskland.

I Finansavisens artikkel omtaler administrerende direktør Gisle Jentoft avtalen som et "definitivt gjennombrudd", og hevder at avtalen "garantert [vil] gi et positivt signal til markedet". Avtaleforholdet gir videre etter Jentofts oppfatning et stort potensiale for penetrasjon av SUOs programvare i Tyskland, og selskapets målsetting er at det på grunnlag av avtalen skal utvikle seg et langsiktig og lønnsomt samarbeid.

I brev av 9. september 2003 bekrefter SUO at Finansavisens artikkel gjenspeiler innholdet i avtalen. Ifølge selskapet er det "ingen tvil om at DATEV er en attraktiv partner for oss i det tyske markedet", og at selskapet "oppnår en interessant tilgang til en svært stor kundebase". Inngåelsen av avtalen representerer "både et viktig markedsmessig signal i forhold til vårt selskaps og våre produkters kvalitet samt et fremtidig stort inntekstpotensiale med betydning for oss i Tyskland."

Ovennevnte uttalelser synes å stemme godt med det bildet selskapet har skapt av Tyskland som et viktig satsningsområde. Det fremgår av halvårsrapporten for første halvår 2003 at omsetningen i Tyskland utgjorde 11,3 prosent av selskapets totale omsetning, og at selskapet "er spesielt fornøyd med veksten i Danmark, Tyskland og Holland".

Ovennevnte forhold taler klart for at fremforhandling og inngåelse av avtalen må antas å være kurssensitiv med den følge at avtalen er informasjonspliktig etter børsforskriften § 5-2 første ledd.

Selskapet påpeker imidlertid i brevet 9. september at kontrakten ikke inneholder noen konkret forpliktelse i forhold til uttak av SUOs produkter, og at det er opp til SUO i samarbeid med DATEV å utvikle dette til en lønnsom avtale i et langsiktig perspektiv. Selskapet legger til grunn at det faktum at avtalen ikke inneholder en konkret, dvs sikret inntjening, kan tolkes dit hen at avtalen ikke er informasjonspliktig. Videre skal produktene leveres på månedlig leiebasis, en 2 års abonnementsavtale, slik at avtalen i følge selskapet ikke får den samme omsetningseffekten som det tradisjonelle salget.

Betydningen av avtalen kan etter Oslo Børs' oppfatning ikke vurderes isolert ut fra det faktum at kontrakten ikke gir en konkret inntjening. Det er avtalens strategiske betydning og derved indirekte betydning for fremtidige inntekter som må vektlegges. Oslo Børs har tidligere vurdert flere saker av liknende karakter, blant annet i sak 19/98 Opticom ASA hvor børsstyret uttalte at

”[d]et 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”.

Tilsvarende synspunkter er lagt til grunn av børsstyret og Børsklagenemnden i en rekke andre saker, jf. blant annet børsstyrets sak 56/00 Norman ASA og Børsklagenemndens saker 1/1989 Norsk Hydro AS og 1/2000 Alcatel STK ASA.

Basert på innholdet i børsmeldingen, Finansavisens artikkel og selskapets forklaringer overfor børsen, må det etter børsens vurdering legges til grunn at avtalen med DATEV hadde en slik strategisk betydning for selskapet at forholdet var kurssensitivt.

Et slikt standpunkt støttes også av det faktum at selskapets aksjekurs i perioden etter inngåelse av avtalen har økt betydelig. Det var en markant kursstigning og uvanlig høyt volum to dager etter at avtalen ble undertegnet, dvs den 12. og 13. august 2003, samt om ettermiddagen fredag 22. august, jf. punkt 4 ovenfor. Dette kan indikere at informasjon om kontrakten med DATEV kan ha lekket til uvedkommende og at en betydelig del av kursstigningen var tatt ut i forkant av offentliggjøringen av meldingen morgenen 25. august 2003, jf. punkt 7.3 nedenfor om dette. Dessuten var det en betydelig kursstigning og usedvanlig høyt handelsvolum i tiden etter tidspunktet for offentliggjøringen. Kursen på selskapets aksjer steg med åtte prosent den 25. august, etter at avtalen ble offentliggjort, jf. nærmere i punkt 4 over.

I tilsvaret har selskapet under henvisning til Børsklagenemndens sak 1/2000 Alcatel STK ASA gjort gjeldende at eventuelle kursutslag er irrelevant ved avgjørelsen av om en avtale er informasjonspliktig. Børsklagenemndens poeng i den aktuelle sak var imidlertid at manglende kursutslag ikke nødvendigvis medfører at de aktuelle opplysninger ikke er informasjonspliktige, dersom det manglende kursutslag i det konkrete tilfellet skyldes andre, selvstendige forhold knyttet til selskapet eller selskapets aksjer.

Et utslag på kursen er etter tilsvarende synspunkter ikke nødvendigvis avgjørende for om et forhold er å anse som informasjonspliktig, men vil klart nok kunne ha relevans i en slik vurdering, jf. eksempelvis børsstyrets saker 19/98 Opticom ASA og 56/00 Norman ASA.

I den foreliggende sak har det ikke fremkommet andre forhold som kan begrunne den sterke kursstigningen de aktuelle dager. SUO har vist til Vismas interesse for selskapet og resultatfremleggelsen 6. august 2003. Det er imidlertid ikke angitt konkrete omstendigheter knyttet til Vismas interesse som skulle tilsa de betydelige kursstigningene og høye volumene i etterkant av inngåelsen av avtalen med DATEV. Kursen beveget seg heller ikke markert før 11. august, og kursbevegelsene 12., 13. 22. og 25. august kan således vanskelig tilskrives resultatfremleggelsen 6. august.

Selskapet synes dessuten selv å ha vurdert avtalen som informasjonspliktig ved at man sendte børsmelding før børsåpning 25. august, jf. også selskapets forklaring i brevet 9. september 2003 om at avtalen var meldepliktig ”slik vi tolket det”. Dette underbygges ytterligere av at SUO relativt sjelden sender børsmeldinger om sine kontraktsinngåelser. Ifølge selskapets årsrapport for 2002 fikk selskapet 774 nye CRM-kunder dette året. Det ble imidlertid sendt børsmelding for kun syv avtaler. Pr. 1. oktober 2003 var det kun avtalen med DATEV som var børsmeldt. SUO synes således ikke å ha for vane å sende børsmeldinger for avtaler som ikke vurderes som informasjonspliktige.

Det anføres i tilsvaret at selskapets opptreden i perioden frem til 25. august 2003 underbygger at avtalen ikke var kurssensitiv. Dette kan etter børsens oppfatning ikke legges til grunn. Selskapet synes å ha vurdert avtalen som informasjonspliktig ettersom børsmelding ble sendt. En eventuell feilaktig antakelse om at informasjonsplikten inntrådte først på det tidspunkt informasjon om avtalen var publisert i Finansavisen (jf. punkt 7.2 nedenfor) kan da ikke tillegges noen vekt.

Oslo Børs konkluderer på denne bakgrunn med at inngåelse av kontrakten med DATEV må antas å være opplysninger av "ikke uvesentlig betydning" for kursen på selskapets aksjer, jf. børsforskriften § 5-2 første ledd.

## 7.2 Tidspunkt for inntreden av informasjonsplikt

Det neste spørsmålet er på hvilket tidspunkt informasjonsplikten om fremforhandlingen og inngåelse av avtalen med DATEV inntrådte. Det følger av børsforskriften § 5-2 første ledd at opplysningene skal gis "*uoppfordret og umiddelbart*".

Spørsmålet er om det i saken foreligger omstendigheter som kan tale for en utsettelse av informasjonspliktens inntreden.

Selskapet viser i sitt brev av 9. september 2003 til at DATEV ikke godkjente at samarbeidet skulle gjøres kjent før 19. august 2003. Selskapet gjør gjeldende at man stort sett er avhengig av samtykke fra kunden i slike kontrakter, og at alternativet er å sende ut en "anonym" melding. DATEV godkjente ikke meldingen før den 19. august. Da Finansavisen ikke hadde kapasitet til å snakke med SUO før fredag 22. august, valgte selskapet å vente med meldingen.

Oslo Børs kan ikke se at verken DATEVs manglende godkjenning av meldingen eller selskapets ønske om å få publisert en artikkel i Finansavisen medfører noen forskyvning av tidspunktet for plikt til å gi informasjon "*uoppfordret og umiddelbart*". SUO har en selvstendig plikt til å informere Oslo Børs i henhold til det regelverk selskapet er underlagt, og kan ikke påberope at avtalemotparten skal godkjenne meldingen, eller avvende publiseringen av avisartikler.

Det vises i denne forbindelse til Børsklagenemndens sak 2/1997 (Vital-saken) hvor det blant annet ble presisert at

"[h]ensynet til markedet og dets behov for kursrelevant informasjon er generelt prioritert foran selskapets behov for hemmelighet".

Tilsvarende resonnement er lagt til grunn i en rekke senere saker, jf. børsstyrets sak 56/00 Norman ASA og Børsklagenemndens sak 1/2000 Altcatel STK ASA.

I tilsvaret har SUO gjort gjeldende at kontrakten med DATEV ikke var informasjonspliktig på tidspunkt for signering, men at den muligens ble informasjonspliktig i forbindelse med publisering av artikkelen i Finansavisen, jf. punkt 5.3 over.

Oslo Børs finner det i denne sammenheng tilstrekkelig å påpeke at publisering av opplysninger i aviser eller på annen måte klart nok ikke har noen betydning for hvorvidt eller når opplysningene blir informasjonspliktige; informasjonsplikten inntreder "*umiddelbart*". Som nevnt i punkt 5.2 over kan børsen ikke anta at SUO har opptrådt manipulatorisk ved å presentere avtalen som mer kurssensitiv i Finansavisen enn det realitetene ga grunnlag for.

Etter Oslo Børs' oppfatning inntraff således informasjonsplikten senest på tidspunktet for endelig avtaleinngåelse, dvs. 11. august 2003, evt. innen børsåpning 12. august dersom kontrakten ble undertegnet etter børsstutt 11. august. Følgelig skulle selskapet på dette



tidspunktet gjort markedet oppmerksom på kontrakten med DATEV gjennom børsmelding. Børsen finner i denne saken ikke grunn til å gå nærmere inn på hvorvidt informasjonsplikten intrådte tidligere enn ved tidspunktet for undertegning av endelig kontrakt.

### 7.3 Spørsmål om lekkasje av kurssensitiv informasjon

SUO skriver i e-post til Oslo Børs av 17. august 2003 at det ikke har gitt fra seg informasjon omfattet av verdipapirhandelloven § 2-1 eller børsforskriften kap 5 og 6 til personer som skal føres på innsidelister eller underskrive taushets- og handleforbudserklæringer.

Selskapet tok imidlertid kontakt med Finansavisen den 20. august 2003, dvs tre børsdager før børsmelding ble sendt, for å høre om avisen var interessert i en "story", uten at det ifølge selskapet på det tidspunktet ble nevnt noe konkret om saken.

Når selskapet overfor en journalist, som i dette henseende er å betrakte som "uvedkommende", ga uttrykk for å ha en "story", kan det stilles spørsmål ved om selskapet har lekket kurssensitiv informasjon. Det synes nærliggende å anta at et selskap som kontakter avisen for å gi informasjon man ønsker å få presentert, med dette signaliserer at det foreligger positive forhold som kan påvirke selskapets aksjekurs.

Om dette uttaler selskapet (brev av 9. september):

"På dette området må vi i ettertid beklage at vi har gjort en feil, i og med at vi nevnte at vi hadde en "story" - uten at detaljer ble nevnt."

Den kraftige kursstigningen på selskapets aksjer 12., 13. og 22. august 2003, kan etter børsens oppfatning være indikasjoner på at det ved denne eller andre kontakter har forekommet lekkasje av kurssensitiv informasjon. Dette var også antatt i børsens forhåndsvarsel 2. oktober 2003. Selskapet tok til motmæle i sitt tilsvarende:

"Vi stiller oss uforstående til børsens påstander om informasjonslekkasje. Selskapet er ikke kjent med noe forhold som skulle indikere at slike lekkasjer har funnet sted, børsen har ikke fremlagt noen bevis for at så er tilfelle, og i så måte fremstår børsens innstilling som en ren og uforsvarlig spekulasjon i faktum.

Selskapet vil på det sterkeste hevde at slike udokumenterte påstander ikke hører hjemme i innstillingen, selv om den skulle konkludere med at avtalen var kurssensitiv allerede 11. august. Disse påstandene blir i et slikt tilfelle tross alt offentliggjort i vedtaks form, og vil være svært negative for selskapet."

Oslo Børs har ikke - utover å be om en redegjørelse for selskapets samtale med Finansavisen 20. august - gått nærmere inn på hvorvidt det faktisk har vært en lekkasje og hvor den eventuelt har oppstått. Børsen har således ikke grunnlag for å konkludere med at det faktisk har forekommet lekkasjer i saken.

Børsen vil imidlertid presisere at i en situasjon der informasjonsplikten oversettes med minst 13 kalenderdager og med mange involverte, vil det kunne oppstå betydelig lekkasjefare, og sannsynligheten for at noen handler på ulik informasjon er stor. Hensynene som ligger bak plikten til umiddelbar informasjonsgivning taler således for en streng reaksjon for fristoversittelser av en slik lengde, uavhengig av om faktiske lekkasjer har forekommet.

### 7.4 Spørsmål om brudd på bestemmelsen om offentliggjøring av opplysninger utenom børsens åpningstid.

Selskapet tok selektivt kontakt med Finansavisen, først 20. august og på ny 22. august 2003, med sikte på omtale i avisens IT-seksjon 25. august 2003. Regelverket for offentliggjøring av opplysninger utenom børsens åpningstid stiller krav om at informasjonen skal være *"samtidig og alminnelig tilgjengelig"*, jf børsforskriften § 23-3. Av dette følger det bl.a at den kurssensitive informasjonen skal distribueres bredt, for eksempel som pressemelding, og ikke selektivt til en avis. Forutsatt at disse vilkårene oppfylles, kan selskapet imidlertid normalt velge å gi mer *utfyllende* kommentarer til en eller flere av de aktuelle medier.

De innsigelser SUO har kommet med på dette punkt (punkt 5.4 over), synes å bygge på den feilaktige forutsetning at opplysningene om avtaleinngåelsen ble kurssensitiv i forbindelse med omtalen i Finansavisen, og kan således ikke sees å ha noen relevans for børsens vurdering.

Oslo Børs finner at selskapet ikke overholdt krav til offentliggjøring utenom åpningstid ved å kontakte Finansavisen selektivt før børsmelding ble sendt 25. august 2003, jf. børsforskriften § 23-3.

## 8. Sanksjonsspørsmål

Etter børsforskriften § 25-5, jf børsloven § 5-12, kan børsstyret vedta å ilegge utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter et overtredelsesgebyr på maksimalt 10 ganger kursnoteringsavgiften.

Oslo Børs finner at de aktuelle overtredelser er så vidt alvorlige at det bør reageres med overtredelsesgebyr.

Etter Oslo Børs' oppfatning inntraff informasjonsplikten vedrørende kontrakten senest 11. august 2003, eventuelt innen børsåpning 12. august. Selskapet pliktet da umiddelbart å sende børsmelding.

Ved valg av reaksjonsform er det i formildende retning lagt en viss vekt på den taushetsforpliktelse SUO hadde overfor DATEV, som den presumptivt største og toneangivende part i avtaleforholdet. Det bemerkes imidlertid at dersom selskapet vurderte det slik at særlige hensyn talte mot å sende meldingen umiddelbart, kunne selskapet ha tatt kontakt med børsen med sikte på å benytte adgangen til å gi underhåndsinformasjon til børsstyrets leder eller børsdirektøren, jf. børsforskriften § 23-2 tredje ledd. Noen slik henvendelse ble ikke gjort.

Selskapet har anført som et formildende moment at SUO på eget initiativ sendte børsmelding i saken, jf. børsstyrets sak 56/00 Norman ASA. Det som ble vektlagt i den aktuelle sak var imidlertid at selskapet på eget initiativ kontaktet børsen og ga en redegjørelse for det relevante forhold. Børsen kan ikke se at innsendelse av børsmelding i seg selv representerer noe formildende moment i den foreliggende sak.

Videre har selskapet anført som formildende at oversittelsen av informasjonsplikten var "tidsmessig liten". Børsen kan ikke se at fristoversittelsens lengde er så kort at dette er noe formildende moment i saken. Tvert om er det faktum at informasjonsplikten ble oversittet med om lag to uker, også uten at børsen ble kontaktet og forklart nærmere om avtalen tillagt vekt i skjerpene retning, jf. også børsstyrets sak 19/98 Opticom ASA.

Særskillt alvorlig i denne saken er det at offentliggjøring av kontrakten ble utsatt til Finansavisen kunne publisere en artikkel om saken, og at dette innebar en utsettelse av offentliggjøringen med ytterligere seks kalenderdager etter at avtalemotparten, DATEV, hadde godkjent meldingen og den var klar for distribusjon.

Den lange oversittelsen av informasjonsplikten har også medført en betydelig lekkasjefare.

Videre ga kursstigningene 12. og 13 august etter børsens vurdering selskapet en klar oppfordring til i det minste å kontakte børsen for å drøfte spørsmålet om informasjonsplikt for den aktuelle avtalen.

Det er børsens oppfatning at saken bidrar til å skape tvil om selskapet har tilstrekkelige kunnskaper og rutiner for å ivareta de krav regelverket setter til informasjonsplikt og offentliggjøring for børsnoterte selskaper.

Oslo Børs har ilagt overtredelsesgebyr i flere saker som er av noe liknende, men mindre alvorlig karakter. I den forbindelse vises blant annet til sak 19/98 Opticom ASA (børsstyret), 1/98 Brøvig Offshore ASA (børsklagenemnden), 158/97 Alvern ASA (børsstyret). I disse sakene er det ilagt gebyr på to til tre ganger kursnoteringsavgiften.

Ut fra en helhetsvurdering og sett hen til tidligere praksis i ovennevnte saker, finner Oslo Børs at overtredelsesgebyret passende bør settes til fire ganger kursnoteringsavgiften, hvilket til sammen utgjør NOK 440.000.

## 9. Vedtak

Børsstyret fattet følgende vedtak:

”Børsstyret vedtok å ilagge SuperOffice ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 4 – fire – ganger kursnoteringsavgiften, jf børsloven § 5-12 og børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften §§ 5-2 første ledd og 23-3, jf. børsloven § 5-7.

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

### 5.1.2 OHI ASA – Manglende delårsrapportering (se 4.2.1 ovenfor)

### 5.1.3 Krav om forbedring av selskapets delårsrapporter (brev til en rekke selskaper juli/august 2003)

#### 1. Innledning og oppsummering

Delårsrapportering representerer en av de viktigste informasjonskildene ved prising av et selskaps aksjer. Dette er bakgrunnen for det betydelige fokus Oslo Børs den senere tid har hatt på selskapenes delårsrapportering, og at børsen i 2001 og 2002 har gjennomført flere undersøkelser vedrørende de børsnoterte selskapenes delårsrapporter. Formålet med undersøkelsene har vært å følge opp hvorvidt kravene i regnskapsstandarden NRS 11 Delårsrapportering (“delårsrapporteringsstandarden”) blir oppfylt.

Oslo Børs vil med dette informere om at vi i vår seneste undersøkelse har avdekket at selskapets delårsrapport for fjerde kvartal 2002 ikke synes å være i overensstemmelse med NRS 11. En mer konkret angivelse av manglene følger nedenfor.

På bakgrunn av de avdekkede mangler ber Oslo Børs om at selskapet straks iverksetter tiltak for å sikre at de kommende delårsrapporter tilfredsstiller kravene i NRS 11. Dersom selskapets kommende delårsrapporter fortsatt ikke tilfredsstiller NRS 11 vil Oslo Børs med dette varsle om at vi vil måtte vurdere å sanksjonere dette for eksempel ved illeggelse av overtredelsesgebyr.

Vi ber om at selskapet skriftlig besvarer denne henvendelse og angir om det har til hensikt å bringe sine fremtidige delårsrapporter i overensstemmelse med NRS 11, eventuelt hvorvidt dette allerede er gjennomført i selskapets delårsrapport for første eller andre kvartal 2003. Dersom selskapet er uenig i børsens vurdering av at delårsrapporten for fjerde kvartal 2002 ikke tilfredsstillende NRS 11 ber vi om at selskapet angir dette i svaret sammen med en redegjørelse for de vurderinger som ligger til grunn. Besvarelsen må være børsen i hende senest 20. september 2003.

Oslo Børs vil også varsle om at vi, basert på de svar vi mottar på denne henvendelse, vil vurdere å offentliggjøre resultatene av undersøkelsen for fjerde kvartal med angivelse av de selskaper som ikke følger delårsrapporteringsstandarden.

## 2. Bakgrunn

Delårsrapporteringsstandarden var frem til oktober 2002 en foreløpig standard. Oslo Børs har ved flere anledninger uttalt at vi forventer at de børsnoterte selskaper følger foreløpige regnskapsstandarder. I oktober 2002 ble standarden gjort om til en endelig standard.

Basert på de klart negative resultater fra tidligere undersøkelser og det faktum at NRS 11 nå også har fått status som endelig standard, har Oslo Børs gjennomført en ny undersøkelse med utgangspunkt i delårsrapportene for fjerde kvartal 2002. Hovedkonklusjonen fra denne undersøkelsen er at det fremdeles er til dels vesentlige mangler og svakheter i en betydelig andel av de børsnoterte selskaperes delårsrapporter, og at det i mange tilfelle er gjort lite for å bedre rapporteringen i forhold til de svakheter som Oslo Børs tidligere har avdekket. Gjennomgangen viser at det fremdeles er betydelige forskjeller mellom selskapene når det gjelder kvalitet og innhold i delårsrapporten. Enkelte selskaper utarbeider meget gode rapporter som følger børsforskriften og delårsrapporteringsstandarden, mens andre fremdeles har lite tilfredsstillende rapporter som ikke er i overensstemmelse med delårsrapporteringsstandarden.

De svakheter og mangler som ble avdekket i børsens første undersøkelse i 2001 ble meddelt de børsnoterte selskaper i brev av 21. januar 2002. I dette brevet ble selskapene oppfordret til å gjennomgå sine delårsrapporter og påse at kravene i delårsrapporteringsstandarden ble fulgt.

De svakheter og mangler som ble avdekket i børsens senere undersøkelser av delårsrapportene for første og andre kvartal 2002, ble konkret meddelt de berørte selskaper i brev av 11. oktober 2002. Disse ble da også gjort spesielt oppmerksom på at deres delårsrapport ikke var i overensstemmelse med delårsrapporteringsstandarden, og at Oslo Børs forventet at selskapet gjennomgikk sin delårsrapportering og sørget for at denne ved neste rapportering ble brakt i overensstemmelse med NRS 11. Videre ble det signalisert at oppfølging av delårsrapporteringsstandarden ville få økt fokus fra Oslo Børs sin side, og at Oslo Børs i fremtiden ville kunne slå hardere ned på delårsrapportering som ikke følger delårsrapporteringsstandarden.

Oslo Børs har fulgt dette opp med en undersøkelse av delårsrapportene for fjerde kvartal 2002. Formålet med denne undersøkelsen, på lik linje med de tidligere undersøkelser, har vært å kartlegge om selskapene i sin delårsrapportering inkluderer den informasjonen som børsforskriften og delårsrapporteringsstandarden krever. Oslo Børs har imidlertid ikke vurdert kvaliteten av den informasjonen som er gitt i delårsrapporten. Vi har heller ikke gått i dybden på alle detaljer i delårsrapporten eller standarden.

Undersøkelsen er basert på det materialet som er offentliggjort gjennom meldingssystemet til Oslo Børs. I den grad selskapene i tillegg har sendt en trykt versjon av delårsrapporten til Oslo Børs er også denne vurdert.

### 3. Mangler i selskapets delårsrapport for fjerde kvartal 2002

Nedenfor er det gitt en oversikt over mangler og svakheter som gjelder deres selskaps rapportering for fjerde kvartal 2002.

- Regnskapstall for 4.kvartal 2002 mangler
  - Sammenligningstall for 4.kvartal 2001 mangler
  - Regnskapstall hittil i 2002 mangler
  - Sammenligningstall hittil i 2001 mangler
  - Sammenligningstall pr.31.12.2001 mangler [samme som punktet ovenfor]
  - Driftsinntekt og driftsresultat per virksomhetsområde eller geografisk marked mangler
  - Tilleggsopplysningene synes begrensede og/eller mangelfulle
  - Resultatoppstillingen synes ikke være tilstrekkelig spesifisert
  - Balanseoppstillingen synes ikke å være tilstrekkelig spesifisert
  - Kontantstrømoppstillingen synes ikke å være tilstrekkelig spesifisert
  - Avstemming av bevegelse i egenkapitalen mangler
  - Sammenligningstall for bevegelse i egenkapitalen mangler
  - Resultat per aksje mangler
  - Utvannet resultat per aksje mangler
  - Uttalelse om hvorvidt det er benyttet de samme prinsipper som i årsregnskapet mangler
  - Uttalelse om at delårsrapporten er i overensstemmelse med delårsrapporteringsstandarden mangler (Dersom denne uttalelsen er bevisst utelatt fordi rapporten er vurdert ikke å være i overensstemmelse med delårsrapporteringsstandarden bes dette kommentert i svaret til børsen)
4. Mangler i selskapets børsmelding i forbindelse med delårsrapporten for fjerde kvartal

## 5.2 UTTALELSER OM INFORMASJONSPLIKT

### 5.2.1 Informasjonsplikt ved betinget indikasjon på oppkjøpstilbud (internt notat fra telefonsamtale)

I forbindelse med informasjonsplikten ble Oslo Børs forespurt om i hvilken grad et selskap som mottar en henvendelse om en intensjon om å fremme et bud er pliktig til å informere markedet om dette. Intensjonen var forutsatt å være konkret med pris, finansiering osv., men betinget av at styret i selskapet var positivt til budet.

Oslo Børs svarte på dette at selskapet antagelig ikke ville være informasjonspliktig før styret eventuelt hadde sagt seg positivt til budet. Dersom styret var klart negativt og budet derfor ikke ble noe av var det intet å informere om. Hvis budet eller omstendighetene var slik at man måtte påregne at styret ville være positivt forelå imidlertid informasjonsplikten med en gang. Børsen påpekte at det kunne være nyanser i betingelsene og hvordan de ble oppfattet, som ville kunne være avgjørende for informasjonsplikten.

### **5.2.2 Innføring av sluttauksjon – konsekvenser for utstedere vedrørende offentliggjøring av børsmeldinger (se børssirkulære 2/2003 på [www.oslobors.no](http://www.oslobors.no))**

## **5.3 LIKEBEHANDLING/GOD BØRSSKIKK**

### **5.3.1 Choice Hotels Scandinavia ASA - Brudd på børsforskriften § 23-8 om likebehandling av aksjonærene og § 22-1 om god børsskikk ved tilbakekjøp av egne aksjer (børsstyresak 25.06.2003)**

Protokollutskrift fra styremøte i Oslo Børs ASA 25. juni 2003

#### 1. Innledning

Saken gjelder brudd på børsforskriften § 23-8 om likebehandling av aksjonærene og brudd på børsforskriften § 22-1 om god børsskikk i forbindelse med Choice Hotels Scandinavia ASAs ("CHS") tilbakekjøp av egne aksjer den 13. og 14. februar 2003.

CHS ga flere verdipapirforetak ordre om å kjøpe CHS-aksjer i markedet innenfor gitte prisnivåer. Meglerselskapene utførte ordrene fra CHS ved delvis å kontakte større aksjonærer og delvis ved å kjøpe aksjer fra aksjonærer som selv tok kontakt med meglerfirmaene. Den eneste informasjonen til markedet som viste at det var interesse for å kjøpe aksjer i selskapet, var to åpne kjøpsordre i handelssystemet på til sammen 55 000 aksjer den 13. februar til kurser NOK 19 og NOK 19,50. Ordrene lå inne i til sammen om lag 4 timer. Ordre på ytterligere 65 000 aksjer lå skjult i handelssystemet. Ordrene som CHS stod bak, var ikke meddelt markedet. De åpne ordrene utgjorde 2,5 pst av det samlede tilbakekjøpet i perioden. I tillegg lå det inne en kjøpsordre på 25.000 aksjer til kurs NOK 19 i vel 1 time samtidig med CHS' kjøpsordre. Ingen av ordrene avstedkom transaksjoner.

Ved denne fremgangsmåten ble det fra selskapets side ikke tatt noe initiativ eller gitt noen retningslinjer til meglerselskapene for å sikre at alle aksjonærene ble gitt likt tilbud om å selge sine aksjer. Kun større aksjonærer ble kontaktet og tilbakekjøpet ble ikke meddelt markedet på forhånd. Børsen har derfor vurdert om en rekke aksjonærer har blitt usaklig forskjellsbehandlet. Det legges i denne forbindelse særlig vekt på tilbakekjøpene som ble foretatt 14. februar. Selskapets øvrige aksjonærer fikk da kun fikk mulighet til å selge sine aksjer gjennom salgsordrer i handelssystemet. Kursen selskapet kjøpte egne aksjer til denne dagen var videre betydelig høyere enn kursnivået før og etter tilbakekjøpet. Tidspunktet og den korte tidsperioden for tilbakekjøpet, prisen aksjene ble kjøpt til og fremgangsmåten for øvrig, tilsier at tilbakekjøpet hadde sammenheng med konsernsjef Petter Stordalens posisjonering i forbindelse med den andre store aksjonæren, K Capital Partners, oppkjøp i CHS. Saken reiser derfor spørsmål om bakgrunnen for tilbakekjøpet skyldes andre forhold enn oppgitt av selskapet.

#### 2. Kort om selskapet

CHS ble etablert som et driftsselskap for hoteller i 1990. Gjennom en Master Franchise avtale inngått med Choice Hotels International i 1994, har det rettighetene til å markedsføre hoteller i Skandinavia under merkenavnene Comfort, Quality og Clarion. Choice Hotels AS er et datterselskap av CHS og organiserer franchisevirksomheten med ansvar for alle hotellene i Norge, Sverige, Danmark og Finland. CHS har i dag om lag 135 hoteller. Selskapet ble tatt opp til notering på Oslo Børs i mai 1997. Selskapet har to dominerende eiere, Anker Holding AS som kontrolleres av Petter Stordalen og K Capital Partners som til sammen eier om lag 89 pst av selskapets totale aksjekapital. I tillegg eier selskapet selv gjennom datterselskaper 4,77 pst av aksjene. Selskapet hadde pr. 5. juni om lag 325 aksjonærer. Styret består av Henrik A. Christensen (styrets leder), Ragnar Sjoner, Arild Ramsdal og Petter A. Stordalen.

### 3. Sakens bakgrunn

Generalforsamlingen i CHS ga 13. mai 2002 styret fullmakt til å kjøpe inntil 10 pst av aksjene i selskapet, tilsvarende 3.964.028 aksjer. Fullmakten gjaldt frem til ordinær generalforsamling 2003. Maksimumsprisen ble fastsatt til NOK 40 pr. aksje. I fullmakten heter det at "Fullmakten kan benyttes til å kjøpe aksjer over Oslo Børs og ved å gi likelydende tilbud til samtlige aksjonærer."

Administrasjonen i CHS fikk etter egen anmodning en fullmakt fra styret 3. januar 2003 til å kjøpe inntil 2 millioner egne aksjer til maksimumkurs NOK 24. Fullmakten fra styret var enstemmig, herunder med tilslutning fra K Capital Partners representant. Begrunnelsen for administrasjonens anmodning var at selskapet hadde en betydelig likviditetsbeholdning, og at avkastningen ved kjøp av egne aksjer ble ansett å være bedre enn alternative investeringer. Denne fullmakten fra styret til administrasjonen ble ikke meddelt markedet. Det er det heller ikke krav om. Meldeplikten oppstår først når tilbakekjøpene er gjort til vphl. § 3-1 første ledd annet punktum.

Den 13. og 14. februar mottok Oslo Børs meldinger om handel i selskapet etter verdipapirhandeloven § 3-1. Det fremgikk av disse at Choice Hotels Sweden AB, et heleid datterselskap av CHS, den 13. februar hadde kjøpt 1.033.681 CHS-aksjer til snittkurs NOK 19 pr. aksje og den 14. februar hadde kjøpt 1.162.370 CHS-aksjer til snittkurs NOK 24,23 pr. aksje. Etter det siste kjøpet eide Choice Hotels Sweden AB totalt 2.196.051 aksjer i CHS, som utgjorde 4,77 pst av aksjene i selskapet.

I pressen ble det spekulert omkring motivet for kjøpet. Det ble fremsatt teorier om at kjøpet var et forsøk fra Petter Stordalen på å stoppe K Capital Partners fra å ta kontroll over selskapet. Petter Stordalen og K Capital Partners var fra før helt dominerende eiere i CHS. K Capital Partners rapporterte i handelssystemet, i forkant av CHS sine tilbakekjøp både den 13. og 14. februar, kjøp av opsjoner i CHS. Dersom opsjonene ble utøvet ville det gi K Capital Partners kontroll over 44,5 pst av aksjene, mens Petter Stordalen og hans selskaper kontrollerte 44,6 pst av aksjene i CHS, inklusive terminavtale. Petter Stordalen/Anker Holding selv har ikke anledning til å foreta kjøp av flere aksjer uten å utløse tilbudsplikt.

Oslo Børs tok kontakt med selskapet med spørsmål om begrunnelsen for tilbakekjøpene og hvilken fremgangsmåte som ble benyttet. CHS ble også spurt om i hvilken grad de anså at hensynet til likebehandling av aksjonærene var ivaretatt ved tilbakekjøpet. Det ble sendt til sammen fire brev til selskapet og avholdt et møte på børsen med selskapets finansdirektør Jon Erik Brøndmo og advokat Sverre Sandvik, Wiersholm Mellbye & Bech, den 23. mai for å få belyst saken ytterligere. Det ble videre innhentet informasjon fra de aktuelle meglerfirmaene vedrørende mandatet og gjennomføringen av tilbakekjøpet.

Etter utsendelse av forhåndsvarsel om overtredelse av børsforskriftens § 23-8, ble selskapet også meddelt pr. e-post at børsen basert på en ny vurdering hadde funnet grunnlag for å vurdere selskapets oppgitte begrunnelse for tilbakekjøpet, og at det i den

forbindelse ville bli vurdert hvorvidt CHS hadde lagt vekt på andre hensyn enn de oppgitte i forbindelse med transaksjonen.

#### 4. Nærmere om tilbakekjøpene

På bakgrunn av CHS sine henvendelser til meglerfirmaene 13. og 14. februar 2003 kjøpte selskapet til sammen 1.633.681 aksjer utenom ordreboken (tilsvarer vel 74 pst av tilbakekjøpene) til kurser mellom NOK 19 og NOK 24. CHS kjøpte videre den 14. februar til sammen 542.370 aksjer direkte fra to aksjonærer til kurs NOK 24. I følge selskapet ble CHS kontaktet av den ene av aksjonærene som forhandlet på vegne av begge. Begge disse aksjonærene har i følge CHS et langt og godt forhold til selskapet. I tillegg ble vel 18.000 aksjer kjøpt i handelssystemet gjennom matching av salgs- og kjøpsordre.

##### *Nærmere om selskapets kontakt med meglerhusene:*

Den 13. februar 2003 kontaktet CHS ved Petter Stordalen Alfred Berg ABN Amro, og la inn en kjøpsordre med limit kurs NOK 19. Kjøpsordren inneholdt ingen betingelser hva angår volum, ei heller betingelser hva gjelder gjennomføringen av ordren. Alfred Berg ABN Amro tok deretter kontakt med enkelte av de største aksjonærene i CHS. En halv time etter at meglerfirmaet ble kontaktet kjøpte det til sammen 1.033.681 aksjer (om lag 47 pst av det samlede antall aksjer som ble kjøpt av selskapet) til kurs NOK 19 på vegne av CHS. Selgere av disse aksjene var tre av de største aksjonærene, samt en mindre. Et par minutter senere samme formiddag, ble det lagt ut en kjøpsordre i handelssystemet på 20.000 aksjer til kurs NOK 19, hvorav 5.000 aksjer ble tilbudt åpent, og resten som en skjult ordre som kun børsen og det innleggende børsmedlem kunne se. Denne ordren ble liggende i ordreboken i om lag tre timer, til ca klokken 14.05 uten tilslag før den ble trukket.

Samme dag, klokken 14.47 la CHS` datterselskap Choice AB Sweden inn en kjøpsordre på 100 000 aksjer til kurs 19,50 gjennom Carnegie. Av disse lå 50 000 aksjer inne som en skjult ordre. Ordren ble liggende ut dagen uten at den ble truffet på.

Den 14. februar 2003 tok Alfred Berg ABN Ambro kontakt med CHS ved Petter Stordalen og tilbød selskapet ytterligere 400.000 aksjer til kurs NOK 24. Volum og kurs ble akseptert, og handelen ble innrapportert til børsen samme formiddag.

Samme dag ble Orkla Enskilda Securities kontaktet av Petter Stordalen, som meddelte at han på vegne av CHS kunne kjøpe inntil 300.000 aksjer til limit NOK 24. Markedskursen på dette tidspunktet var NOK 21-22. Kort etter ble meglerfirmaet kontaktet av en aksjonær, [...], som tilbød salg av vel 200.000 aksjer eid av ham selv og hans investeringsselskap med limit NOK 24. Megleren kontaktet etter dette Petter Stordalen og opplyste at de aksjer som var tilbudt på børs opp til kurs NOK 24 også måtte kjøpes av CHS dersom den tilbudte posten skulle omsettes til kurs NOK 24. Petter Stordalen aksepterte dette, og selskapet kjøpte vel 18.000 aksjer over børs; 1.000 aksjer ble kjøpt til kurs NOK 23, mens vel 17.000 aksjer ble kjøpt til kurs NOK 24.

Resultatet av selskapets tilbakekjøp den 14. februar, var at CHS kjøpte til sammen 1.162.370 aksjer (53 pst av tilbakekjøpet), hvorav det alt vesentlige til kurs NOK 24. Ingen av disse kjøpene ble på forhånd gjort kjent i markedet eller vist som kjøpsinteresse i handelssystemet. Ovennevnte 18.000 aksjer ble imidlertid tatt ut i ordreboken. Til sammen 542.370 aksjer ble endog kjøpt utenom børs direkte fra to av selskapets større aksjonærer. Disse aksjonærene var tidligere gründere av selskapet Hotell Partners, som CHS i sin tid kjøpte seg inn i. I følge opplysninger fra CHS har sistnevnte aksjonærer "et langt og godt forhold til selskapet". CHS hevder det ble gjort forsøk på å gjøre disse transaksjonene gjennom megler, men at det var problematisk å få arrangert det nødvendige papirarbeidet på grunn av at den ene aksjonæren var alvorlig syk. Handel gjennom megler ville i denne forbindelse medført en innrapportering



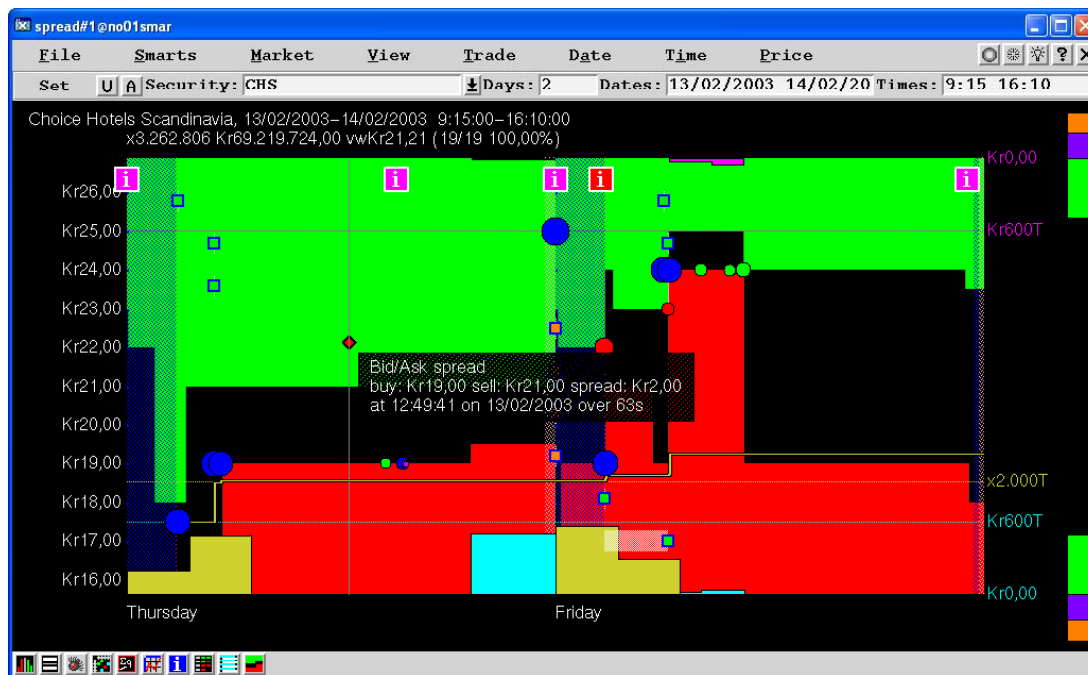
av transaksjonen i etterkant av handelen. Samme dag lå det inne to mindre salgsordre på til sammen 2.000 aksjer, til kurser NOK 23,50 og 24. Disse benyttet ikke selskapet ved tilbakekjøpet.

## 5. Kursutviklingen

Det er generelt lite handel og stor spread mellom kjøps- og salgskurs i CHS-aksjen. Når det gjelder omsetning i aksjen i perioden før selskapets kjøp av egne aksjer, var det i 2003 frem til selskapets kjøp av egne aksjer kun en dag, den 21. januar, det var omsetning av betydning. Aksjene denne dagen ble omsatt til kurs rundt NOK 17-18. Omsetningen var hovedsakelig som følge av en transaksjon mellom Petter Stordalens selskaper, som medførte tilbakekjøp og ny utstedelse av en terminavtale. Den 13. og 14. februar foretok CHS som nevnt kjøp av 2.196.051 egne aksjer til snittkurs henholdsvis NOK 19 og 24 pr. aksje. Den påfølgende dag ble det foretatt en liten transaksjon på 550 aksjer til NOK 23,50 pr. aksje. Etter dette har det vært minimal omsetning i selskapets aksjer, med et fåtall meget små transaksjoner til kurs rundt NOK 18 og 20. Det har vært stor spread i ordreboken med salgsordre og kjøpsordre på henholdsvis rundt NOK 23,50 og NOK 18 det meste av tiden etter CHS sitt tilbakekjøp.



Bildet ovenfor viser kursutviklingen i CHS i perioden fra 1. juli 2002 og frem til 19. juni 2003.



Bildet ovenfor viser ordrebildet og handler i CHS-aksjen foretatt over børs eller innrapportert til børsen den 13. og 14. februar 2003.

## 6. Rettslig utgangspunkt

Det er ikke gitt særlig regulering av hvordan tilbakekjøp av egne aksjer skal foretas. De alminnelige restriksjoner for forskjellsbehandling av aksjonærer gjelder imidlertid, således heter det i børsforskriften § 23-8:

”Utsteder av finansielle instrumenter skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utstедers og innehavernes felles interesse.

I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utstедers styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, visse innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i.”

Allmennaksjeloven § 6-28 om misbruk av posisjoner i selskapet sier følgende i første ledd:

”Styret og andre som etter §§ 6-30 til 6-32 representerer selskapet, må ikke foreta noe som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning.”

Videre følger det av børsforskriften § 22-1 at børsnoterte selskaper skal følge *“god børsskikk”*.

## 7. Selskapets anførsler

Selskapet har ikke gitt annen begrunnelse for kjøpet av egne aksjer enn det som fremgår av administrasjonens anmodningen til styret om fullmakt til å kjøpe egne aksjer.

Selskapet har i brev av 16. mai 2003 gitt følgende vurdering av likebehandlingsspørsmålet:

"Choice Hotels Scandinavia har anstrengt seg for å likebehandle alle aksjonærene ved både å kjøpe aksjer utenfor børssystemet av aksjonærer som ikke hadde registrert kundeforhold mot meglerforetak, så vel som å kjøpe alle aksjene som ble tilbudt over børs. Kjøpene er foretatt over to dager. Det er sendt børs melding etter begge kjøpene og pressen har ytterligere bidratt til å formidle til markedet at selskapet kjøpte egne aksjer."

CHS fikk oversendt børsens foreløpige innstilling til Børsstyret den 3. juni 2003. Selskapet fikk frist til utløpet av 11. juni 2003 for å komme med sine anførsler og kommentarer til innstillingen.

Oslo Børs mottok 11. juni 2003 brev fra advokatfirmaet Wiersholm, Mellbye & Bech, som representerer CHS i denne saken. Brevet er i sin helhet vedlagt saken. I det følgende gjengis de vesentligste av selskapets anførsler til børsens beskrivelse av sakens faktum og de rettslige vurderingene:

Selskapet viser til at ingen aksjonærer overfor selskapet har gitt uttrykk for at de anser seg utsatt for forskjellsbehandling. Selskapet har heller ikke mottatt henvendelser fra aksjonærer som har beklaget seg over at de ikke fikk anledning til å selge eller bedt om at selskapet kjøper deres aksjer. Det fremstår på denne bakgrunn som lite naturlig for selskapet at børsen skal reagere på et angivelig brudd på likebehandlingskravet. Selskapet reiser på denne bakgrunn også spørsmål ved et av premissene i begrunnelsen for børsens standpunkt om at langt flere ville kunne vært interessert i å selge dersom kjøpene var blitt gjennomført på annen måte.

Ingen av selskapets to store aksjonærer, Petter Stordalen med tilhørende selskaper og K Capital Partners, solgte aksjer i forbindelse med tilbakekjøpet. Selskapet anser det således som lite treffende å si at minoritetsaksjonærene ble forskjellsbehandlet.

Selskapet oppfatter børsen dithen at unnlatsen av å fremsette et generelt tilbud i det foreliggende tilfellet, i utgangspunktet anses å være i strid med børsforskriften § 23-8. Med henvisning til børssirkulære 2/99 og forarbeidene til aksjeloven/allmennaksjeloven (Ot. prp nr. 23 (1996-97)) viser selskapet til at det foreligger få rettskilder som belyser hva likebehandlingskravet konkret innebærer. Det vises til at det også er naturlig å se hen til markedspraksis for handel i egne aksjer, og at det ytterst sjelden forekommer at slik handel har skjedd i form av "tender offers" til samtlige aksjonærer. Selskapet anfører at børsen så vidt selskapet er kjent med aldri tidligere har ilagt sanksjoner for handel i egne aksjer som ikke gjennomføres i form av "tender offer", og at børsens standpunkt representerer et brudd med tidligere håndhevelsespraksis, og at det ikke gis klar begrunnelse for dette bruddet. Videre vises det til at det er saklige grunner til å unnlate å gjennomføre handel i egne aksjer i form av generelt tilbud på bakgrunn av at det er tungvint og kostnadskrevende.

Selskapet viser til at børsen skriver at det i det minste burde vært gitt retningslinjer til megler selskapene for tilbakekjøpene, men at børsen ikke presiserer om det skulle vært gitt presise instruksjoner og hva instruksene skulle gått ut på, eller om en generell instruks om å ivareta likebehandlingsprinsippet hadde vært tilstrekkelig. Selskapet oppfatter det slik at Oslo Børs anfører at det ikke har funnet sted en bevisst forskjellsbehandling fra CHS side, men at selskapet ikke har vært tilstrekkelig påpasselig med å gi meglerfirmaene instruksjoner som sikrer likebehandling.

Selskapet mener at sontringen mellom kjøp basert på ordre lagt inn i handelssystemet og kjøp foretatt gjennom meglerapparatet er av teoretisk karakter. Dette som følge av at CHS kjøpte de aksjer som var å få tak i de aktuelle dagene, handlene ble innmeldt til børsen, det ble sendt børs melding om handel i egne aksjer begge dager og det var også en betydelig medieoppmerksomhet rundt handlene. Selskapet legger til grunn at de aksjonærer som eventuelt kunne anses å være forskjellsbehandlet, måtte være aksjonærer som ikke registrerte at det pågikk et tilbakekjøp, og at dette i praksis ville være snakk om småaksjonærer som ikke følger detaljert med i utviklingen på daglig basis. Selskapet uttaler at "[D]en eneste måten man kan sikre at slike aksjonærer får anledning til å delta i et tilbakesalg til selskapet er ved å oppstille et krav om et "tender offer" til alle aksjonærer."

Selskapet viser til sak vedr. Elkems salg av egne aksjer i mars 2002, som Oslo Børs ikke fant grunn til å reagere på. I brev fra Oslo Børs til Elkem av 19. mars 2002 heter det at *"Børsen vil normalt ikke overprøve selskapets skjønn av rimelighet eller saklighet, og i tilfelle bare dersom forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn"*. Det vises til at det i foreliggende sak ikke er noen tegn på at et tilsvarende prinsipp er lagt til grunn. CHS viser til at børsen er underlagt et generelt forvaltningsrettslig likebehandlingskrav.

CHS konkluderer med at selskapet er enig i at det kunne vært hensiktsmessig å pålegge meglerne å legge ut kjøpsordre i handelssystemet. Selskapet mener det ikke foreligger noe rettskildemessig grunnlag for at det skulle ha skjedd brudd på børsforskriften § 23-8, og at mangelen på reaksjoner fra aksjonærene underbygger at det ikke er snakk om en forskjellsbehandling som gir grunn til reaksjoner overfor selskapet.

Børsen sendte den 12. juni 2003 en ny henvendelse til selskapets advokat i Wiersholm, Mellbye & Bech. Børsen meddelte at det ville bli foretatt ytterligere vurderinger med hensyn til selskapets oppgitte begrunnelse for tilbakekjøpet, og at det i den forbindelse ville bli sett på om selskapet hadde tatt utenforliggende hensyn. Det ble meddelt at det ville bli vurdert hvorvidt posisjonering i forbindelse med K Capital Partners oppkjøp hadde vært en reell årsak til tilbakekjøpet, og at sammenfallet i tid med K Capital Partners erverv av CHS-opsjoner, den korte tidsperioden som tilbakekjøpet ble gjort på og kursen for tilbakekjøpet ville bli vurdert.

Børsen mottok 16. juni følgende e-mail fra selskapets advokat på vegne av selskapet:

"Vi reagerer med undring på at saken nå vris til et spørsmål om selskapets opptreden i forhold til K-Capital Partners. Saken har vært til behandling iflere måneder, og Oslo Børs har overfor selskapet i hele denne tiden fokusert på fremgangsmåten ved kjøpene, med vekt på om samtlige aksjonærene fikk mulighet til å delta i transaksjonen. Den klare implikasjonen i forhåndsvarselet datert 3. juni 2003 er at Choice Hotels Scandinavia søkte å gi utvalgte større aksjonærer (dog eksklusive de to største) en urimelig fordel på bekostning av øvrige aksjonærer. Et motiv om å berike de selgende aksjonærene på bekostning av de andre harmonerer dårlig med det som nå impliseres som motivet med tilbakekjøpet: å forhindre K Capital Partners fra å få kontroll med selskapet.

Vi viser ellers til vårt svar av 11. juni. Vi gjentar at beslutningen om å gi administrasjonen adgang til å iverksette tilbakekjøp av egne aksjer ble truffet av et enstemmig styre den 3. januar 2003, inkludert K Capital Partners' representant i styret. For så vidt gjelder begrunnelsen for vedtaket viser vi til protokollen fra styremøtet den 3. januar og tidligere kommunikasjon i saken for øvrig. Vi påpeker også at det kun var i overkant av én måned mellom dette enstemmige styrevedtaket og effektueringen av tilbakekjøpene, og at det ikke fant sted noen vesentlige endringer i eierstrukturen i denne perioden.

K Capital Partners har for øvrig ikke gjort gjeldende overfor Choice Hotels Scandinavia at kjøpene av egne aksjer utgjorde et brudd på likebehandlingskravet.”

## 8. Børsens vurdering

### 8.1 Krav til fremgangsmåte ved kjøp av egne aksjer

I mangel av uttrykkelige regler om hvordan tilbakekjøp av egne aksjer skal foretas er man henvist til mer generelle regler, jf ovenfor. Om de aksjerettslige rammenes anvendelse ved tilbakekjøp av egne aksjer heter det i Aarbakke m.fl. Aksjeloven og allmennaksjeloven med kommentarer side 524:

”At erverv av egne aksjer har en side til likebehandlingsprinsippet, innebærer ellers at også myndighetsmisbruksreglene i §§ 5-21 og 6-28 kan være relevante ved vurderingen av et erverv. Det må etter dette være en forutsetning at selskapets erverv av egne aksjer fremmer selskapets og aksjeeiernes felles interesse, og at den særfordelen den kan innebære for vedkommende aksjeeier å selge aksjen til selskapet er basert på et saklig og forsvarlig grunnlag.”

Inntil 1999 var tilbakekjøp av egne aksjer forbudt. Straks etter at allmennaksjeloven trådte i kraft utga børsen et sirkulære om tilbakekjøp, sirk 2/99, der det blant annet heter:

”Likebehandlingsregelen i § 23-8 vil gi føringer for selskapenes transaksjoner med egne aksjer. Dette vil gjelde både ved kjøp av aksjer i forhold til hvem som kan gis et tilbud om å selge aksje og i forhold til likhet når det gjelder vederlag og oppgjør. Regelen vil på tilsvarende måte også gjelde i forbindelse ved et eventuelt etterfølgende nedsalg.

Oslo Børs antar at markedets krav til gjennomsiktighet og likebehandling som utgangspunkt best sikres ved at selskapets transaksjoner i egne aksjer foretas over børs. For selskaper som er sekundærnotert ved Oslo Børs, kan det vanskelig innføres et krav om at transaksjonene må gå over Oslo Børs dersom primærbørsen har andre regler som er i konflikt med et slikt krav.

Det må vurderes konkret hvorvidt det også i andre tilfeller er saklig grunn til å fravike utgangspunktet om handel i egne aksjer skal skje over børs. For eksempel passer et slikt utgangspunkt dårlig for bruk av selskapets behandling av egne aksjer som vederlag i forbindelse med oppkjøp mv. Utgangspunktet passer heller ikke for selskapenes handel av mindre poster relatert til aksjeordninger for ansatte.

Det understrekes at handel over børs eller til børskurs ikke nødvendigvis vil være tilstrekkelig dersom det er begrenset eller ingen likviditet i selskapets aksjer.

Handel over børs eller til børskurs sikrer normalt at handelen ikke bryter med kravet til likebehandling og kan virke preventivt i forhold til ulovlig innsidehandel og kursmanipulering. Avvik fra børskursen bør ha en saklig begrunnelse.

Med henvisning til Ot.prp nr. 23 (1996-97), s. 102 antar Oslo Børs at det ikke i alminnelighet kreves at selskapet, ved erverv av egne aksjer skal gi tilbud til samtlige av sine aksjonærer. Det kan på samme måte heller ikke stilles opp noen generell regel om at eksisterende aksjonærer skal ha fortrinnsrett ved selskapets kjøp av egne aksjer.”

Børsen har i to saker fulgt opp sirkulæret med kritikk for selskapers håndtering av tilbakekjøp av egne aksjer. Den første saken gjaldt Avantor ASA, se Oslo Børs' Vedtak og uttalelser 1999 side 76. Her ervervet Avantor ASA etter en book-buildingprosess 644.000 egne aksjer allerede ved børsens åpning den aktuelle dagen. Markedet ble i form av børsmelding umiddelbart informert om ervervet og at selskapet, for å ivareta likebehandling, ville erverve ytterligere egne aksjer. Den første transjen var forbeholdt selskapets største aksjonærer, mens den andre var ment å skulle rette seg mot mindre aksjonærer. Det viste seg imidlertid at den andre transjen raskt ble fylt opp, da det var unormalt store volumer til salgs denne dagen.

I brevet fra Oslo Børs ble det blant annet uttalt følgende:

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

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

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

I brev av 6. september samme år kritiserte børsen nettopp CHS for brudd på likebehandlingsreglene i forbindelse med selskapets kjøp av egne aksjer i mars 1999. Fremgangsmåten som den gang ble benyttet av CHS, hadde mange likhetstrekk med den foreliggende sak. Den gang skjedde tilbakekjøpet ved at to meglerhus kontaktet alle større aksjonærer, i tillegg til at det ble kjøpt aksjer over børs uten forutgående kontakt med eventuelle selgere. Kjøpet hadde også den gang tidsmessig tilknytning til et annet selskaps (Eiendomsspar) oppkjøp av aksjer i CHS. Tilbakekjøpet ble gjort til de høyeste kursene i lengre tid så vel før som etter. Børsens kritikk ble offentliggjort i pressemelding den 7. september 1999 der det blant annet heter:

Oslo Børs har i brev av 6. september 1999 til Choice Hotels Scandinavia ASA gitt kritikk til selskapet for dets fremgangsmåte ved tilbakekjøp av egne aksjer i mars d.å. Oslo Børs er av den oppfatning at den valgte fremgangsmåte ikke i tilstrekkelig grad ivaretok hensynet til likebehandling av selskapets aksjonærer.

Forskjellsbehandling oppstod ved at man selektivt kontaktet større aksjonærer for å gi disse et tilbud om å selge aksjer. Mindre aksjonærer fikk ikke mulighet til å vurdere sin deltagelse i transaksjonen på samme grunnlag.

Oslo Børs ser alvorlig på saken, og mener hensynet til likebehandling i denne saken best ville vært ivaretatt ved å gi et generelt tilbud (tender offer) til samtlige aksjonærer. Oslo Børs har etter en helhetlig vurdering, herunder at rettstilstanden omkring erverv av egne aksjer kan hevdes å ha vært noe uklar, valgt ikke å gå videre med saken.

Oslo Børs vil ha et skjerpet fokus på denne typen transaksjoner, herunder på at transaksjoner gjennomføres på en måte som sikrer aksjonærene reell likebehandling."

Næringslivets Aksjemarkedsutvalg som består av representanter for Næringslivets Hovedorganisasjon, Finansnæringens Hovedorganisasjon, Norges Rederiforbund og

Handels- og Servicenæringens Hovedorganisasjon har utgitt anbefalinger for selskapers handel med egne aksjer (NAU skrift nr. 7 *Egne Aksjer*). I anbefalingene heter det på side 14:

”Børsnoterte selskapers kjøp og salg av egne aksjer bør som utgangspunkt skje over børs. Handel utenfor børs kan imidlertid være akseptabelt for eksempel hvis det fremsettes et tilbud til samtlige aksjonærer om tilbakekjøp av aksjer eller hvis egne aksjer inngår i vederlaget ved erverv av virksomhet eller fusjon. Det samme gjelder hvis det dreier seg om kjøp av mindre aksjeposter av uvesentlig betydning for kursen, og ved salg til ansatte. Forutsetningen er i alle tilfeller at hensynet til likebehandling av aksjonærene respekteres fullt ut.”

I praksis har børsnoterte selskapers tilbakekjøp, etter det børsen har observert, i hovedsak vært gjort innenfor disse retningslinjene, ved at kjøp er gjort over børs og innenfor spread.

Også i andre markeder forefinnes regulering av hvordan tilbakekjøp av egne aksjer skal gjøres. Eksempelvis vises til engelske Financial Services Authority Listing Rules kap 15, hvor det heter at tilbakekjøp av mindre enn 15 % kan gjøres i aksjemarkedet forutsatt at kursen ikke er høyere enn fem prosent over snitt for de aktuelle aksjene de fem foregående dager før kjøpet gjøres. Tilbakekjøp av mer enn 15 % skal gjøres som ”tender or partial offer” d v s til samtlige aksjeeiere på samme vilkår.

Lignende bestemmelser finnes for svenske børsnoterte foretak i Näringslivets Börskommittés anbefaling om handel i egne aksjer fastsatt i 2000. Selskapet skal etter anbefalingen ikke legge inn ordre eller gjennomføre andre handler med egne aksjer utenom det registrerte kursintervallet. Kjøp over børs skal heller ikke utgjøre mer enn 25 % av den gjennomsnittlige dagsomsetningen i de fire foregående uker. Anbefalingen forplikter svenske børsnoterte selskap gjennom kursnoteringsavtalen med Stockholmbørsen. Børsen har ved flere anledninger sanksjonert overtredelse av bestemmelser i anbefalingen.

## 8.2 Spørsmålet om aksjonærene ble forskjellsbehandlet i forbindelse med CHS tilbakekjøp av egne aksjer

CHS ga flere meglerhus ordre om å kjøpe aksjer i CHS. Selskapet ga ikke markedet noen informasjon om at det var i ferd med å kjøpe tilbake egne aksjer. Det var heller ikke noe initiativ fra selskapet eller dialog mellom selskapet og meglerfirmaene for å gjennomføre tilbakekjøpene slik at alle aksjonærer kunne sikres det samme beslutningsgrunnlaget og like muligheter til å selge. Meglerhusene kontaktet kun noen større aksjonærer. Øvrige aksjonærer eller aksjonærer som ikke selv oppsøkte selskapet i den aktuelle perioden, ble ikke gitt tilsvarende tilbud. Den offentlige informasjonen som forelå i forbindelse med tilbakekjøpene, var kun to kjøpsordre i handelssystemet på til sammen 55.000 aksjer (2,5 pst av de aksjene som ble kjøpt av selskapet i denne perioden) til kurs NOK 19, og 19,50. Disse ordrene lå inne i til sammen om lag fire timer den 13. februar. I tillegg lå det inne en kjøpsordre på 25.000 aksjer til NOK 19 i vel en time samtidig med CHS` kjøpsordre. Det var ingen offentlig informasjon som viste at det var selskapet selv som var i ferd med å kjøpe tilbake egne aksjer. Tilbakekjøpet 14. februar skjedde helt og holdent uten noen forutgående informasjon om at selskapet ønsket å kjøpe flere aksjer enn det som var meldt kjøpt dagen før. Som det fremgår ovenfor lå det også to mindre poster ute for salg den 14. februar til kurser under og på NOK 24, som selskapet ikke kjøpte. Selv om selskapet skulle ha kjøpt alle aksjer som var blitt tilbudt over børs begge dager, ville dette etter børsens vurdering uansett ikke kunne tillegges avgjørende vekt i forbindelse med likebehandlingsspørsmålet. Dette fordi det ikke er kjent hva utfallet ville blitt dersom samtlige aksjonærer fikk det samme tilbudet på like vilkår eller den samme informasjonen om at selskapet var i ferd med å kjøpe tilbake egne aksjer.

Siden ingen av selskapets to store aksjonærer solgte aksjer i forbindelse med tilbakekjøpet har selskapet anført at det er lite treffende å si at minoritetsaksjonærene ble forskjellsbehandlet. Til dette vil børsen bemerke at den ene av de to store aksjonærene i CHS, K Capital Partners, i samme periode kjøpte opsjoner i selskapet, og at dette kan indikere at K Capital Partners ikke var aktuelle selgere på gjeldende tidspunkt. På den annen side vil børsen bemerke at det på ingen måte kan sies å styrke CHS' s argumentasjon om likebehandling dersom heller ikke K Capital Partners hadde informasjon om at selskapet var i ferd med å kjøpe tilbake egne aksjer, og hadde ønsker om å vurdere salg på dette tidspunktet. Petter Stordalen som er konsernsjef og styreformann i selskapet, la selv inn kjøpsordrene til meglerfirmaene. Det at Petter Stordalen gjennom de selskaper han kontrollerer ikke valgte å selge aksjer, kan på ingen måte anføres som begrunnelse for at ikke en del av aksjonærene ble forskjellsbehandlet. Poenget her er hvorvidt aksjonærene fikk like *muligheter*, ikke hva den enkelte aksjonær etter egen vurdering valgte å gjøre.

Ved den benyttede fremgangsmåten ble selskapets aksjonærer behandlet forskjellig. Dette støttes av kursinformasjonen fra den aktuelle perioden, jf. pkt 5 ovenfor. Børsen har i hovedsak fokusert på tilbakekjøpet foretatt den 14. februar. De aksjonærene som deltok i salget til CHS denne dagen, fikk solgt sine aksjer til en kurs betydelig over kursnivået før og etter tilbakekjøpet. Selskapets tilbakekjøp den 14. februar til kroner 24 beveget kursbildet og ble således gjort til en kurs høyere enn etablert spread. Dessuten må det legges vekt på den særskilte muligheten enkelte aksjonærer ble gitt til å selge en ellers lite likvid aksje.

Ut fra at ingen av aksjonærene overfor selskapet har gitt uttrykk for at de anser seg utsatt for forskjellsbehandling, mener CHS det fremstår som lite naturlig at børsen skal reagere på et angivelig brudd på likebehandlingskravet. Til dette vil børsen bemerke at markedet må ha tillit til at børsen på *egget initiativ* ser på forhold og hendelser rundt de noterte selskapene uten at dette krever at aksjonærer tar dette opp med børsen. Børsen har dessuten mottatt gjentatte henvendelser fra aksjonærhold med spørsmål om børsen vurderer saken.

Oslo Børs er derfor kommet til at CHS ikke likebehandlet aksjonærene i forbindelse med kjøpet av egne aksjer den 14. februar i år.

### 8.3 Spørsmålet om forskjellsbehandlingen kan anses saklig begrunnet ut fra selskapets og de øvrige aksjonærenes felles interesser

Det lave volumet og den store spreaden både i forkant og etterkant av selskapets tilbakekjøp, understreker behovet for i dette tilfelle å gi alle aksjonærer like muligheter til å selge aksjene. Særlig i et tilfelle som foreliggende hvor det er tale om en lite likvid aksje, er det viktig at alle aksjonærer gis samme mulighet til å kunne selge sine aksjer.

CHS viser til at begrunnelsen for tilbakekjøp var overskuddslikviditet i selskapet. Oslo Børs kan ikke se at denne begrunnelsen skal tilsi at det forelå tidspress eller andre forhold som gjorde det vanskelig for selskapet å sørge for at tilbakekjøpet skjedde under like betingelser og med de samme muligheter for alle aksjonærer. Hensynet til likebehandling kan derfor ivaretas på flere måter, eller en kombinasjon av disse, herunder:

- Ved et generelt tilbud
- Ved å gi markedet forhåndsinformasjon om tilbakekjøpet
- Ved å kjøpe over børs innenfor spread over noe lengre tid

CHS tar opp spørsmål om hvorledes instruksene til meglerfirmaene skulle vært utformet for å ivareta likebehandlingsprinsippet, jf om denne skulle vært presis eller generell. Til dette vil børsen bemerke at det er selskapets eget ansvar at likebehandlingsprinsippet



ivaretas, og at børsen ikke vil gå inn på en vurdering av hvorledes det i dette konkrete tilfelle ville vært best å utforme instruksene. Dette vil kunne avhenge av den enkelte situasjon og av forholdet mellom selskap og megler. Børsen vil imidlertid vise til at likebehandlingsspørsmålet i denne saken overhodet ikke ble tatt opp overfor meglerselskapene.

Selskapet oppfatter børsen slik at det ikke har funnet sted en bevisst forskjellsbehandling fra CHS sin side, men at selskapet ikke har vært nok påpasselig med å gi instruksjoner som sikrer likebehandling. Børsen viser i den forbindelse til at det ikke kan antas å være noe krav om forsett fra selskapets side, men at uaktsom overtredelse også kan sanksjoneres.

CHS mener at sondringen mellom kjøp basert på ordre lagt inn i handelssystemet og kjøp gjennom meglerapparatet er av forholdsvis teoretisk karakter. Dette som følge av at det i praksis ikke ville spilt noen rolle om det var lagt inn kjøpsordre, fordi de aksjonærer som eventuelt skulle kunne anses å være forskjellsbehandlet måtte være aksjonærer som ikke registrerte at det foregikk tilbakekjøp, i praksis småaksjonærer som ikke følger detaljert med i utviklingen på daglig basis. Selskapet stiller på bakgrunn av at ingen aksjonærer overfor selskapet har gitt uttrykk for at de anser seg utsatt for forskjellsbehandling, spørsmål ved et av premissene i begrunnelsen for børsens standpunkt, nemlig at langt flere vil kunne ha vært interessert i å selge sine aksjer dersom kjøpene var blitt gjennomført på en annen måte.

Oslo Børs viser til at disse resonnementene bygger på selskapets vurdering av resultatet av tilbakekjøpet i etterkant av transaksjonene. Ivaretagelse av likebehandlingsprinsippet må bygge på at en i forkant av tilbakekjøpet vurderer hvorledes transaksjonene bør gjennomføres for å ivareta alle selskapets aksjonærer. Det er ikke kjent hva utfallet ville vært for aksjonærene dersom det ble lagt inn kjøpsordre i handelssystemet på hele tilbakekjøpet, samtidig med at selskapet i form av børs melding, pressemeldinger eller på annen måte informerte markedet om at det ville kjøpe tilbake egne aksjer og fremgangsmåten for dette. Det kan på ingen måte utelukkes at dette ville medført at langt flere aksjonærer ville fått den nødvendige informasjon og ønsket å selge. Videre er det grunn til å tro at en lengre tilbakekjøpsperiode ville kunne gitt flere aksjonærer mulighet til å delta i transaksjonen.

Selskapet viser til at børsen i mars 2002 ikke fant grunn til å reagere på Elkems salg av egne aksjer. I den forbindelse vil vi bemerke at børsen den gang, etter en konkret vurdering, fant at selskapets fremgangsmåte ikke medførte usaklig forskjellsbehandling av selskapets aksjonærer. Selskapets grunner er unntatt offentlighet og fremkommer således ikke i brevet fra Oslo Børs. Transaksjonen i Elkem var dessuten vesentlig forskjellig fra denne med bakgrunn i at salget ble gjort gjennom en særskilt book-building og til børs kurs i en på den tid meget likvid aksje. Det nevnes i den forbindelse at det i perioden 1. februar 2002 til og med 27. februar 2002 var ca 820 handler i Elkem og et volum på vel 2,8 mrd kroner. Når det gjelder CHS var antallet transaksjoner i perioden 1. januar 2003 til og med 12. februar 2003 til sammen 9, mens volumet var knappe 28 mill kroner. Transaksjonen i Elkem kunne i det aktuelle tidsrommet neppe vært gjort til en bedre kurs for selskapets aksjonærer. Foruten at børsen ikke finner at fremgangsmåten i CHS tilfelle er saklig begrunnet, forsterkes kravet til likebehandling i en lite likvid aksje.

Oslo Børs er etter dette kommet til at aksjonærene ble forskjellsbehandlet i forbindelse med tilbakekjøpet av egne aksjer, og at forskjellsbehandlingen ikke kan anses saklig begrunnet, jfr. børsforskriften § 23-8.

#### 8.4 Spørsmålet om det ble tatt utenforliggende hensyn i forbindelse med tilbakekjøpet

Selskapet har anført at Oslo Børs nå bryter med sin tidligere praksis med hensyn til likebehandling av aksjonærer. Det er vist til børsens brev til Elkem av 19. mars 2002

hvor det bla. a. fremkommer at "[B]ørsen vil normalt ikke overprøve selskapets skjønn av rimelighet eller saklighet, og i tilfelle bare dersom forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn". Oslo Børs legger til grunn at reaksjonen i denne saken ikke representerer noe brudd med tidligere praksis. Selskapet har etter børsens mening tatt utenforliggende hensyn i forbindelse med tilbakekjøpet av aksjene, som har medført usaklig og urimelig forskjellsbehandling i forhold til en del av aksjonærene.

Børsen er av den oppfatning at hovedbegrunnelsen for CHS' tilbakekjøp av egne aksjer må antas å være et forsvar eller markering av forsvarsvilje mot K Capital Partners' kjøp av aksjer og opsjoner i selskapet. Selskaper Petter Stordalen kontrollerer hadde i praksis kontroll i selskapet med sine ca. 44.6% av stemmene, og kunne ikke selv kjøpe aksjer uten å utløse tilbudsplikt. Oslo Børs konstaterer at kjøpet av egne aksjer skjedde i tidsmessig tilknytning til K Capital Partners inngåelse av opsjonsavtaler. Tilbakekjøpene ble foretatt over kun to dager, og på de samme dagene som K Capital inngikk to opsjonsavtaler som økte deres mulige kontroll medregnet opsjonene i selskapet fra 39,7 pst av aksjene til 44,46 pst. Ved å kjøpe aksjer reduserte Petter Stordalen tilgjengelige aksjer for K Capital Partners i et allerede illikvidt papir. Dessuten vil salg av aksjebeholdningen senere kunne være under konsernsjefens kontroll. Selskapet kjøpte videre om lag 1,2 mill av det totale tilbakekjøpet på om lag 2,2 mill aksjer til NOK 24, som er høyeste kurs som er betalt for selskapets aksjer siden mars 2002, med unntak av at ABN Amro betalte NOK 25 for aksjer kjøpt 14. februar 2003. Den angitte begrunnelsen for tilbakekjøpene, som var overskuddslikviditet i selskapet og at aksjen etter styrets syn var gunstig priset, støtter ikke opp om verken fremgangsmåten selskapet har benyttet eller kursen selskapet har betalt for egne aksjer. Børsen mener derfor at det må antas at selskapets midler er benyttet for å sikre konsernsjef og styreformann Petter Stordalens private interesser i selskapet, og at det således er tatt utenforliggende hensyn ved tilbakekjøpet av selskapets aksjer.

Børsen vil påpeke at fremgangsmåten for tilbakekjøpet og konsekvensene av denne er avgjørende for spørsmålet om brudd på kravet om likebehandling. Det har fra børsens side ikke på noe tidspunkt blitt uttalt at motivet har vært å berike de selgende aksjonærene. Børsen påpeker imidlertid at dette har vært konsekvensen av tilbakekjøpsprosessen, og at fremgangsmåten og konsekvensene ikke støtter opp om selskapets uttalte begrunnelse for tilbakekjøpet. Forskjellsbehandlingen kan ikke på noen måte sies å bli mer saklig ved at den kan tilskrives utenforliggende forhold som aksjonærkamp i selskapet.

## 8.5 God børsskikk

Kravet om at børsnoterte selskaper skal følge god børsskikk etter børsforskriften § 22-1 er en rettslig standard. Rettslige standarder finnes på en rekke områder, f.eks god forretningskikk etter verdipapirhandelloven og god regnskapsskikk etter regnskapsloven. Formålet med slike regler er å fange opp endringer på rettsområder som er under utvikling eller som er komplekse slik at et kasustisk regelverk ikke vil kunne gi en tilfredsstillende regulering.

Da bestemmelsen om god børsskikk ble foreslått het det i høringsnotatet at innholdet vil avhenge av den rådende oppfatning til enhver tid, at bestemmelsen er ment å ha et virkeområde utenfor de spesifikke reglene, og at det vil bli utformet over tid på bakgrunn av de avgjørelser, vurderinger og anbefalinger børsen og børsklagenemnden gir. Videre heter det:

"Det er av betydning at begrepet god børsskikk gis et innhold som reflekterer en høy etisk standard. Det vil etter utkastet tilligge Oslo Børs å påse at regelen om god børsskikk følges og å gripe inn mot eventuell overtredelse."

Det fremgår videre av høringsnotatet at børsen vil kunne sanksjonere overtredelser og at vedtakene kan påklages til børsklagenemnden.

Børsen har med hjemmel i bestemmelsen ved flere anledninger antatt at brudd på aksjerettslige regler om innkalling til generalforsamling i børsnoterte foretak kan være brudd på god børsskikk. Børsen har også vurdert børsmedlemmers interessekonflikter med corporate og analyse i forbindelse med emisjoner i børsnoterte foretak i forhold til bestemmelsen, se omtale i NOU 1999:3, Organisering av børsvirksomhet m m.

I børs sirkulære 2/99 om tilbakekjøp av egne aksjer heter det i pkt 3.5 under overskriften "god børsskikk":

"Normen for god børsskikk kan tenkes å dekke forskjellige forhold som gjelder selskapenes transaksjoner med egne aksjer. Normen kan få en selvstendig betydning ved at den utfyller reglene i børsforskriften på områder som ikke er direkte regulert. Slike områder vil i dette tilfellet være adferd knyttet til handel med egne aksjer. Normen kan, som andre rettslige normer, hente sitt innhold i god etablert markedspraksis. De anbefalinger som blir gitt av for eksempel NAU omkring handel i egne aksjer, kan etter omstendighetene tillegges vekt når det nærmere innholdet av normen skal fastsettes. Brudd på normen kan sanksjoneres i henhold til børsforskriften kap 25."

Oslo Børs mener det gjennom børsens og NAUs anbefalinger (se pkt 8.1 ovenfor) og markedets senere oppfølging er etablert en markedspraksis som stiller minstekrav til hvordan kjøp av egne aksjer skal ivareta hensynet til likebehandling av aksjonærene og markedets integritet. Kravene er ikke presise og vil variere med selskapenes likviditet. Et minstekrav vil være at aksjene erverves innenfor en etablert spread eller at hensynet til likebehandling ivaretas på andre måter. Riktignok kan anbefalingene leses som fromme ønsker for selskaper som ønsker å leve opp til en høyere standard, en "best practice" enn hva reglene tilsier. Børsens reaksjoner mot Avantor og nettopp CHS som begge er gjort offentlig kjent viser imidlertid at børsens mening har vært noe mer; å sette en standard for børsnoterte selskaper, som i praksis stort sett er fulgt. At dette har et visst sammenfall med regulering i andre land viser at normene i noen grad må sies å følge allmenngyldige prinsipper.

På denne bakgrunn mener børsen at CHS også har brutt god børsskikk.

## 8.6 Konklusjon

Basert på ovenstående er Oslo Børs av den oppfatning at CHS har utsatt sine aksjonærer for en forskjellsbehandling, og at forskjellsbehandlingen ikke kan anses å være saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesser, børsforskriften § 23-8. Tilbakekjøpet også anses å være et brudd på god børsskikk etter børsforskriften § 22-1.

## 9. Sanksjonsspørsmålet

Etter børsforskriften § 25-5, jf. børsloven § 5-12, kan børsstyret vedta å ilegge utstedere av børsnoterte finansielle instrumenter et overtredelsesgebyr på maksimalt 10 ganger kursnoteringsavgiften ved overtredelse av børsforskriften.

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

Ved valg av reaksjonsform og utmåling er det i skjerpende retning lagt vekt på at Petter Stordalen og tilknyttede selskaper er i en tilbudsplikt situasjon og ikke kan kjøpe ytterligere aksjer i CHS uten å fremsette pliktig tilbud. Petter Stordalen har derfor

benyttet selskapets egne midler for å fremme egne interesser. Dette er gjort på bekostning av øvrige aksjonærers felles interesser for best mulig anvendelse av selskapets overskuddslikviditet. Det bemerkes i den forbindelse at store deler av tilbakekjøpet ble gjort til kurser langt høyere enn i perioder før og etter transaksjonene. Videre virker det skjerpene at CHS i 1999 fikk offentlig kritikk av fremgangsmåten selskapet den gang benyttet for tilbakekjøp av egne aksjer. Fremgangsmåten hadde mange likhetstrekk med denne saken. CHS må følgelig forutsettes å kjenne godt til prinsippene for likebehandling i slike saker.

Selskapets fremgangsmåte for tilbakekjøp av egne aksjer er etter børsens vurdering i strid med grunnleggende krav til hva man må forvente av børsnoterte selskaper.

Oslo Børs finner etter dette at overtredelsesgebyret passende bør settes til fem ganger kursnoteringsavgiften, hvilket utgjør kroner 550.000,-.

## 10. Vedtak

Choice Hotels Scandinavia ASA ilegges overtredelsesgebyr tilsvarende fem ganger kursnoteringsavgiften, jf børsloven § 5-12, jf børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 23-8 og § 22-1.

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

### **5.3.2 DnB NOR – Rettet emisjon mot staten (brev 23 april 2003)**

"Innledningsvis vil vi gjerne påpeke at børsen ikke har noen synspunkter på DnB's måte å håndtere denne sak på. Våre synspunkter er helt og holdent rettet mot hoved-aksjonærens rolle i fusjonen og de krav den har fremsatt mot fusjonspartnerne for å kunne slutte seg til fusjonen.

Saken reiser noen prinsipielle problemstillinger som vi ønsker å belyse nedenfor.

Så vidt vi har forstått foreligger det nå 3 alternativer for at staten skal kunne stemme for fusjonen mellom DnB og Gjensidige NOR:

- 1.Næringsdepartementet gis fullmakt til å gå i markedet og over tid kjøpe opp ytterligere 6% av det fusjonerte selskapets aksjer for å komme opp i ca. 1/3 av aksjekapitalen.
- 2.Man er i ferd med å utarbeide en Odelstingsproposisjon som muliggjør at SBIF kan erverve aksjer i markedet for samme formål som nevnt under pkt. 1.
- 3.Staten gis mulighet til å delta i en rettet emisjon som en del av fusjonspakken, for å opprettholde en eierandel på 34% i det fusjonerte selskapet.

I tillegg kommer en mellomløsning hvor staten etablerer en aksjonæravtale med Gjensidige Forsikring AS og i tiden som kommer selv vurderer i hvilken grad denne suppleres/erstattes med en 34% eierandel av den stemmeberettigede kapital. Oslo Børs ser det som meget positivt at man primært går for alt. 1 og 2 eller inntil videre støtter seg til aksjonæravtalen med Gjensidige Forsikring AS og dermed unngår at staten utnytter en mulighet til å gjennomføre den rettede emisjonen. Vår argumentasjon nedenfor baserer seg således på en løsning beskrevet i alt. 3.

Selv om det er utarbeidet en juridisk betenkning som konkluderer med at staten kan delta i en rettet emisjon uten at det strider mot likebehandlingsprinsippene, mener Oslo Børs uansett at dette strider mot god markedsadferd, hvilket er skadelig for hele det norske markedet. At det i tillegg er markedets største investor og aksjonær som står bak dette øker selvfølgelig problemets alvor og omfang. Spørsmålet knyttet til statens rolle i aksjemarkedet har nettopp vært at staten ikke opptrer på samme måte som andre aksjonærer, heller ikke pålegger seg de samme begrensninger som andre og på den måten unndrar seg de likebehandlingskrav en børs må eksistere under. Det kan aldri bli slik at en sak på grunn av størrelse, nasjonale interesser, omfang,

type eiere eller lignende setter elementære markedsmessige spilleregler eller adferdsprinsipper til side.

Det anføres også i brevet at prisingsspørsmålet er løst i en eventuell rettet emisjon gjennom anvendelse av 15 dagers volumveid gjennomsnittskurs for DnB-aksjen. Oslo Børs deler ikke denne oppfatning. Å gå fra en eierandel på 28% opp til over negativ kontroll vil ofte måtte gjøres med et premium sammenlignet med en 15 dagers volumveid gjennomsnittskurs før en slik transaksjon finner sted. At staten sikrer seg negativ kontroll på denne måte er en av hovedankepunktet mot hele opplegget.

En slik eventuell uvillighet til å sikre seg de nødvendige 6% gjennom kjøp i markedet, understreker også statens uvilje mot å underkaste seg markedets mest elementære spilleregler, nemlig at økede eierandeler utøves gjennom kjøp av aksjer i det åpne marked. At staten har pålagt seg selv helt unødige restriksjoner i utøvelsen av sitt eierskap, er ikke noe andre aksjonærer skal lide under.

I Deres brev av 22. april fremgår det med spesiell tydelighet at SBIF "som vilkår" for ikke å stemme mot fusjonsforslaget, gis mulighet til å sikre seg at fondets eierandel i det fusjonerte selskap ikke blir mindre enn 34%. At en stor aktør som den norske stat gjennom SBIF i så fall er villig til å velte en fusjon som man har ansett å ha økonomiske og samfunnsmessige potensialer fordi den ikke får en eierandel mer enn 28% i fusjonsøyeblikket, og mer eller mindre direkte uttrykker at man ikke har til hensikt å kjøpe seg opp i markedet, overrasker oss. Det kan tolkes på to måter; fusjonen er ikke viktigere for den norske stat enn at det kan falle på disse 6% eller at det å opprettholde 34% er viktigere enn å etablere logiske og forretningsmessige riktige løsninger.

Oslo Børs har nå denne sak til behandling og vi skal selvfølgelig behandle den på en positiv måte og i en konstruktiv ånd. Oslo Børs kan ikke hindre at emisjonen gjennomføres, ei heller ønsker vi å gå spesielt lang i å kreve noen av børsens argumenter inntatt i prospektet.

Med alle de mulighetene som foreligger ville det være både trist og unødig om dette prosjektet skulle falle fordi SBIF ikke får opprettholdt en eierandel på 34% og/eller at den norske stat er uvillig til å øke sin eierandel i DnB NOR kort og godt ved å kjøpe aksjer i det åpne marked. Det er her problemets kjerne ligger og det er det staten må forstå og ta konsekvensen av. Vi har i dag vært i kontakt med ekspedisjonssjef Reier Søberg som bekrefter myndighetenes ønske om å finne løsninger hvor staten unngår å delta i en rettet emisjon. Dette setter Oslo Børs stor pris på og vi er av den bestemte oppfatning at dette bør det kunne finnes en god og enkel løsning på."

## **6. TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD**

### **6.1 TILBUDSPLIKT**

#### **6.1.1 Havila Supply ASA - spørsmål om tilbudsplikt for Groupe Bourbon på grunn av opsjoner og konsolidering (børsstyresak 71/03 av 25.06.2003)**

Protokollutskrift fra styremøte i Oslo Børs ASA 25. juni 2003

#### **1 Saken**

Saken reiser spørsmål om avtale som gir en aksjonær kjøpsopsjon ("call") på aksjer samtidig som motparten har salgsoption (put) på de samme aksjene kan utløse tilbudsplikt etter reglene i verdipapirhandelloven (vphl) kap 4 på det tidspunkt opsjonsavtalene inngås.

Selskaper i det franske konsernet Groupe Bourbon SA eier til sammen ca 39,6 % av aksjene i det børsnoterte selskapet Havila Supply ASA (Havila). Borgstein Supply Invest AS (Borgstein) eier aksjer som utgjør ca 11,4 % av Havila. Groupe Bourbon og Borgstein inngikk 28. februar 2003 to avtaler jf børs melding av 4. mars hvor:

- Borgstein har opsjon på å selge sine aksjer Havila til Groupe Bourbon (salgsopsjonen/putopsjonen), og
- Groupe Bourbon har opsjon på kjøp av de samme aksjene (kjøpsopsjonen/callopsjonen)
- Borgsteins utøvelseperiode er fra januar til april 2006, mens Groupe Bourbon kan utøve sin opsjon i perioden april til mai samme år.
- Prisen vil i begge tilfeller være 5,85 kroner pr aksje med tillegg av Borgsteins finansieringskostnader.

Borgstein kan ikke omsette sine rettigheter eller plikter etter opsjonsavtalene. Avtalene inneholder ingen regulering av bruk av aksjonærrettigheter i selskapet.

Siden Groupe Bourbon enten det er salgs- eller kjøpsopsjonen som utøves vil bli eier av mer enn 40 % av aksjene i Havila, har Oslo Børs på eget initiativ vurdert om avtalene utløser tilbudsplikt. Havila AS, som er nest største aksjeeier i Havila, har også kontaktet børsen og argumentert for at det foreligger tilbudsplikt.

Havila Supply ASA ble etablert i 1998 og opererer 25 supplyskip for offshorevirksomhet. Selskapet har sitt hovedkontor i Fosnavåg hvor det i tillegg til Aberdeen og Torshavn har flåtebasen for virksomheten i Nordsjøen. Selskapet opererer også i Brasil, Canada, Mexico. Selskapets markedsverdi pr 10. juni 2003 er MNOK 652.

Største aksjeeiere i Havila er:

Groupe Bourbon (med heleiet datterselskap Bourbon Maritime SAS)	39,6 %
Havila AS	35,0 %
Borgstein Supply Invest AS	11,4 %
SEB Merchant Banking	4,42 %

Administrerende direktør i Havila er Robert Welsvik. Styret består av styreformann Per Sævik som også har vesentlige eierinteresser gjennom familieselskapet Havila AS, Jacques Chateauvieux (Groupe Bourbon) og Morten Ulstein (Borgstein).

Groupe Bourbon begynte å kjøpe seg opp i selskapet i juni 2002 og hadde i november samme år 33,4%. Havila AS, som inntil da var antatt å ha kontroll i selskapet, varslet 22. november 2002 et tilbud om å kjøpe aksjer i selskapet slik at de fikk en eierandel på 51% til kurs NOK 6,50 betinget av at tilbudet ga minst 50% eierandel. Da interessen for tilbudet viste seg å være minimal, trakk Havila AS tilbudet tilbake.

Forut for Groupe Bourbons avtaler 28. februar d å med Borgstein, ble det forhandlet om lignende avtaler mellom Groupe Bourbon og Havila som ikke førte frem.

Havila AS har tilbudt Havila Supply ASA å kjøpe 11 skip samt overtagelse av skip under bygging for MNOK 550, jf børs melding 5. mai 2003. Tilbudet er gyldig ut juni 2003 og er betinget av oppnådd finansiering.

Kursutviklingen i selskapet siste år fremgår av tabellen:



Groupe Bourbon er et fransk selskap basert på øya Réunion, med virksomhet innen distribusjon, matvareproduksjon særlig på Madagaskar, Réunion og Vietnam. I tillegg har gruppen maritime tjenester basert i Marseilles som viktig virksomhetsområde. Selskapets aksjer omsettes på det unoterte marked på Euronext Paris, med en samlet markedsverdi på 470 mill euro pr 10. juni 2003. Det heleide datterselskapet Bourbon Maritime SAS driver en verdensomspennende virksomhet som bl a omfatter offshore-services, redning/tauing og bulktransport. Virksomheten hadde ifølge årsrapporten for 2001 ca 1800 ansatte, 200 fartøy og en omsetning på 328 mill euro. I Norge eier selskapet 51 % av tre skip som opereres og drives av Havila blant annet gjennom Island Offshore II KS som eies av Groupe Bourbon, Havila og Borgstein med like deler hver. I selskapet Island Offshore VII KS AS eier Groupe Bourbon 75 prosent og Borgsteins eiere det resterende. Groupe Bourbon er representert i styret i Havila ved sin styreformann Jacques Chateaubieux.

Groupe Bourbon opplyser at de ser opsjonsavtalene som et redskap for å regulere sin langsiktige strategiske interesse i Havila, uten nå å måtte ta stilling til eventuell økning av eierskapet. At Borgstein er gitt en salgsoption skal være motivert av at dette var et nødvendig vederlag for kjøpsopsjonen. Kr 5,85 pr aksje, som er utløsningsprisen i begge opsjonsavtalene, tilsvarer etter det opplyste Groupe Bourbons siste kjøp i markedet.

Borgstein Supply Invest AS (Borgstein) er eiet av selskaper kontrollert av Morten Ulstein og Ulstein-familien. Morten Ulstein er styremedlem i Havila.

Borgstein har opplyst at motivasjonen for inngåelse av opsjonsavtalene var å få "en stabil prisfastsettelse på aksjene i et sterkt volatilt aksjemarked", se brev av 19. mars 2003.

Sammen med Havila og verftet Aker Langsten har Borgsteins anchor handling-fartøy gjennom Island Offshore II KS siden 1999. Borgstein kontaktet Groupe Bourbon i 2002 forbindelse med finansiering av to av fire skip som Borgstein hadde kontrahert. Groupe Bourbon ønsket å delta på eiersiden i skipene i tillegg til at de kjøpte seg inn i Island Offshore II KS. Borgstein har opplyst at Groupe Bourbon samtidig ønsket sterkere tilknytning til norsk maritim kompetanse, herunder kvalifiserte sjøfolk, og at dette var bakgrunnen for at de gikk inn i Havila. Borgstein kjente Groupe Bourbon fordi de i lang tid vært kunde ved Ulstein-verft slik at representanter for Ulstein/Borgstein har hatt kontakt med sentrale personer i Groupe Bourbon også før 2002. Borgstein har opplyst at det utover det nevnte samarbeid har vært "normal" forretningsmessig kontakt.

## 2 Børsens saksbehandling

Etter børs melding om transaksjonen 4. mars 2003 besluttet børsen å gjøre undersøkelser og utrede spørsmålet om tilbudsplikt. Børsen mottok også spørsmål fra enkeltinvestorer om saken.

Per Sævik ba, på vegne av aksjonæren Havila AS om et møte med børsen hvor han ga uttrykk for sin bekymring i forhold til minoritetsaksjonærenes rolle. Innholdet i møtet er i hovedsak beskrevet i advokat Stein Pettersens brev 25. mars 2003 til Oslo Børs med vedlegg. Havila AS har argumentert for at Groupe Bourbon er i en tilbudspliktsituasjon på grunn av avtalene med Borgstein.

Groupe Bourbon ble i børsens brev 18. mars gjort kjent med at børsen hadde påbegynt undersøkelser av om det var grunnlag for å pålegge selskapet tilbudsplikt i Havila. Børsen har i flere runder bedt Groupe Bourbon, Borgstein og Havila AS om opplysninger samt kopi av de relevante avtaler og beskrivelse av relasjoner. Flere spørsmåls- og svarskriv med argumentasjon er utvekslet mellom børsen og de tre partene. All korrespondanse er løpende oversendt de andre partene for kommentar.

Børsen har fått muntlige spørsmål om at det kan være relasjoner mellom SEB Merchant Bankings aksjepost på 4,42 % og Groupe Bourbon, enten direkte eller gjennom andre relasjoner som kan ha betydning for tilbudsplikten. Banken har besvart at aksjene eies som en motpost til en finansiell kontrakt banken har utstedt, at banken ikke har noen avtaler eller forståelse knyttet til utøvelse av eierrettighetene, samt at banken i praksis ikke vil utøve noe form for eierrettigheter i selskapet. Børsen påla med hjemmel i verdipapirhandelloven § 12-6 banken å oppgi betingelsene i kontrakten og hvem som er avtalemotpart. Etter bankens klage har børsen omgjort pålegget fordi man fant at bankens taushetsplikt etter forretningsbankloven § 18 antakelig går foran opplysningsplikten i verdipapirhandelloven § 12-6. Groupe Bourbon har imidlertid opplyst at de ikke har avtalerrelasjoner av betydning til andre aksjeeiere enn Borgstein.

## 3 Partenes anførsler

Havila AS ved advokatfirmaet Wikborg, Rein ved advokat Stein Pettersen har i brev 25. mars, 2. mai, 3. juni og 16. juni 2003 argumentert for at Groupe Bourbon har tilbudsplikt i selskapet.

Det er for det første anført at tilbudsplikt utløses etter hovedregelen i vphl § 4-1 første ledd fordi opsjonsavtalene for alle praktiske formål må anses som en terminavtale, og således anses som erverv av aksjene. I en vurdering av opsjonsavtalen som er dokumentert i en egen utredning fra dr oecon Anders Buvik på vegne av Havila AS heter det:

”Etter vår oppfatning er dette helt klart en variant av en ordinær terminforretning. Det er benyttet Put Call paritet for å konstruere denne terminen ved hjelp av Put og Call opsjoner. Differansen på 1 måned i utøvelsestidspunkt for h h v Put og cal opsjonene medfører at man har en teoretisk mulighet for at transaksjonen bortfaller. Man ledes til å spørre hvorfor avtalen har introdusert denne lille tidsdifferansen, i alle tilfelle denne forskjellen medfører liten eller ingen endring i aksjeeksponering og risiko sammenlignet med en termin. Rent praktisk er Borgstein Supply Invest AS fratatt verdistigningspotensialet i aksjen, men kompenseres i form av rentejustering av utøvelseskursen, ett produkt svært lignende bankinnskudd”



Havila har, gjennom Buviks simuleringer, hevdet at det under ulike forutsetninger om volatilitet og forventet avkastning per år vil være mellom 1 og 3 prosent sannsynlighet for at verken kjøps- eller salgsopsjonen vil bli utøvet i 2006.

Det er anført at terminkontrakten må likestilles med det å "*bli eier*", jf ordlyden i § 4-1 første ledd. Kontrakten er konfidensiell, men Havila AS har ut fra sine egne ikke-slutførte forhandlinger om lignende avtaler med Groupe Bourbon antatt at det er avtalt at Groupe Bourbon får innflytelse på Borgsteins aksjonærrettigheter i selskapet. Selv om slik regulering ikke skulle foreligge, betyr likevel avtalene at handelen i realiteten er gjort. Videre er det vist til Bergo, Børs- og verdipapirrett side 450 og 452 som argument for at avtaletidspunktet, og ikke oppgjørstidspunktet er avgjørende for når tilbudsplikten inntreffer. At dette tidspunktet skal være avgjørende støttes også av at Borgstein ikke lenger har stemmerett i selskapet etter det ulovfestede aksjerettslige prinsippet om at organisatoriske aksjonærrettigheter i allmennaksjeselskaper bare kan utøves av aksjeeiere som har reell aksjonærinteresse i selskapet, jf Rt 1966 side 1120 (Polarisdommen) og forarbeidene til allmennaksjeloven som forutsetter at prinsippet fortsatt skal gjelde for allmennaksjeselskaper. Hvem som er registrert som aksjeeier skal således ikke være avgjørende.

Subsidiært er det anført at Oslo Børs må pålegge tilbudsplikt etter § 4-1 fjerde ledd. Avtalene innebærer under de samme argumenter som er anført for at avtalen innebærer en terminavtale, et "*reelt erverv*". Under dette gjøres det gjeldende at den reelle overgangen av økonomisk risiko knyttet til aksjen er tilstrekkelig til å anse et "*reelt erverv*" for å foreligge. I dette ligger at en tilstrekkelig betingelse for at opsjonen skal inneholde "*reelt erverv*" er at det ut fra opsjonens utløsningskurs er åpenbart at erververen kommer til å benytte opsjonen, jf Bechmann m fl kommentarutgave til verdipapirhandeloven side 269. Dertil er det som argument for at det foreligger et *reelt erverv* vist til at Borgsteins stemmerett for de aksjene som er omfattet av opsjonsavtalene antagelig ikke kan anvendes etter det ulovfestede aksjerettslige prinsippet om at det ikke kan utøves organisatoriske rettigheter for aksjer som er avtalt solgt, men ikke levert, jf ovenfor. Under henvisning til Arnkværn, Berge og Haugstad, Tidsskrift for Forretningsjus 2/2002 side 16 er det argumentert for at dette også må gjelde i et tilfelle som dette fordi Borgsteins interesse reelt ikke er større enn kreditorinteressen i å få kjøpesummen betalt. Dette underbygges av at avtalene gir rentekompensasjon.

Hensynet bak tilbudsplikten tilsier også at det å legge stemmerett "*død*" gjennom denne type avtaler også utløser tilbudsplikt når dette fører til at aksjonæren får mer enn 40 % av de stemmene som faktisk kan utøves på generalforsamlingen. I dette tilfelle får Groupe Bourbon 43,5 % av stemmene forutsatt at alle øvrige aksjer representeres på generalforsamlingen.

Under henvisning til kommentarutgaven s 270 er det anført at når det i lovtekstens angivelse av at børsen "*kan*" pålegge tilbudsplikt skal dette leses som *bør*, dersom vilkårene for øvrig er til stede.

Havila AS har atter subsidiært anført at det foreligger tilbudsplikt fordi det må antas å foreligge et forpliktende samarbeid mellom Borgstein og Groupe Bourbon når det gjelder bruk av rettighetene knyttet til Borgsteins aksjer, jf vphl § 4-1, jf 4-5, jf § 1-4 nr 5. Det er vist til at Groupe Bourbon i sin tid ble introdusert som samarbeidspart knyttet til virksomheten i Havila og at disse samarbeider på andre områder knyttet til Havilas virksomhet i selskapene Island Offshore IIKS, Island Offshore VIIKS og skipet Havila Crown.

Konsolideringsbestemmelsen er ment å ramme langsiktige former for samarbeid som innebærer kontroll av selskapet. Videre vises det til at et av hovedformålene bak tilbudsplikten er at minoritetsaksjonærene skal gis en exit-mulighet når det finner sted et

kontrollskifte i selskapet. Havila AS mener det vil åpne for åpenbare omgåelser dersom tilbudsplikt ikke foreligger her.

Groupe Bourbon ved advokatfirmaet Selmer ved advokatene Christian Karde og Dag Erik Rasmussen har i brev 4. april og 27. mai 2003 bestridt at det foreligger tilbudsplikt eller grunnlag for å pålegge tilbudsplikt.

Groupe Bourbon viser for det første til at det – i motsetning til hva Havila AS har antatt – ikke foreligger noen form for samarbeid i eller i tilknytning til opsjonsavtalene. Siden stemmeretten til aksjene fortsatt tilligger Borgstein foreligger det intet erverv som utløser tilbudsplikt etter vphl § 4-1 første ledd.

I forhold til Havila AS' argument om at put-call-pariteten i realiteten utgjør en termin, argumenterer Groupe Bourbon med at det, til tross for at opsjonene har samme kurs, er høyst usikkert om noen av opsjonene vil bli utøvet. Sannsynligheten for at noen av dem vil bli utøvet kan ikke alene vurderes ut fra vurdering av aksjekurser ettersom aksjen, med den eierstruktur som må ventes frem til utøvelsestidspunktene må forventes å være lite likvid. Om noen part utøver sin opsjon vil trolig bero på strategiske valg og underliggende økonomiske verdier, og ikke børskurs. Disse vurderingene vil være forskjellige for Borgstein og Groupe Bourbon ettersom med et lite likvid marked kan ikke Groupe Bourbon forvente at de kan utøve sin opsjon for deretter å selge aksjene. Borgstein og Groupe Bourbon vil som følge av at de driver ulike virksomheter kunne ha svært ulike strategiske forutsetninger som vurderingsgrunnlag. Utløsning av tilbudsplikt på resten av selskapet med de finansielle utfordringer det vil utgjøre vil naturligvis være viktig for Groupe Bourbons vurdering, men ikke for Borgsteins. At løpetiden er så mye som tre år bidrar også til usikkerheten.

Groupe Bourbon bestrider at opsjonsavtalene også legger Borgsteins organisatoriske aksjonærrettigheter døde, og viser blant annet til at Borgstein ikke ble nektet stemmerett på årets ordinære generalforsamling i mai, uten at spørsmålet ble reist av noen, heller ikke Havila.

Det bestrides således også at vilkårene for å ilegge tilbudsplikt etter vphl § 4-1 fjerde ledd er tilstede, og at det eksisterer noe grunnlag for konsolidering.

Borgstein Supply Invest AS har mottatt kopi av all korrespondanse i saken, og på forespørsel selv og gjennom advokat Pål Lieungh, advokatfirmaet Thommessen Krefting Greve Lund, bidratt med saksopplysninger. Borgstein har ikke hatt synspunkter overfor børsen i spørsmålet om det foreligger tilbudsplikt eller ikke.

#### 4 Børsens vurdering

Det foreligger tre alternative grunnlag for tilbudsplikt:

- Opsjonsavtalene anses som "erverv" av aksjer etter hovedregelen i § 4-1 første ledd
- Borgsteins aksjer konsolideres med Groupe Bourbon, jf §§ 4-5 og 1-4 nr 5
- Kjøpsopsjonen anses som reelt erverv etter § 4-1 fjerde ledd og at børsen derfor pålegger tilbudsplikt

Vi har i det følgende vurdert spørsmålet i forhold til alle grunnlagene.

##### 4.1 Tilbudsplikt etter hovedregelen i § 4-1 første ledd

Etter verdipapirhandelloven § 4-1 første ledd utløses tilbudsplikt i børsnoterte selskap for

“(d)en som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 % av stemmene”.

I dette tilfelle er det klart at det ikke er foretatt noe erverv av aksjer, men inngått opsjonsavtaler. Spørsmålet om er om funksjonen av opsjonsavtalene gjør at disse likestilles med erverv i forhold til bestemmelsen.

Put- og callopsjonene innebærer at Borgstein kan kreve sine aksjer solgt til Groupe Bourbon som også kan kreve å få kjøpt aksjene, begge til angitte tidsperioder i 2006. At kjøpsopsjonen har samme aksjekurs som salgsoptionsjonen gjør sannsynligheten for at aksjene faktisk blir solgt svært høy. Er verdien av aksjene høyere enn utøvelseskurs er det sannsynlig at Groupe Bourbon utøver sin kjøpsopsjon. Hvis verdien av aksjene er lavere enn utøvelseskurs, vil det være lite økonomisk rasjonelt av Borgstein å ikke utøve salgsoptionsjonen.

En faktor som bidrar til noe usikkerhet er at verdivurderingen blir usikker fordi aksjen ventelig vil få svak likviditet. Det må imidlertid antas at underliggende verdier i selskapet og markedsforholdene vil likevel gjøre verdivurderingen meningsfull. Svak likviditet betyr imidlertid også at mulighetene til å selge aksjene blir dårligere, hvilket kan bety at Groupe Bourbons vurdering i større grad vil bero på sin strategiske vurderinger enn vurderingen av aksjekursen. Tilsvarende vil imidlertid Borgstein måtte vurdere sin strategiske posisjon i selskapet i forhold til sin beslutning.

Bare dersom verdien av aksjene er lik eller høyere enn verdien av aksjene og Borgstein derfor ikke har utøvet salgsoptionsjonen, og Groupe Bourbon av strategiske grunner likevel ikke ønsker å øke sin investering i Havila vil aksjene kunne forbli usolgt. Groupe Bourbons samlede vurdering vil da også omfatte den samlede finansielle belastning ved å by på alle selskapets aksjer. Tilbudsprisen skal da minst tilsvare den høyeste prisen Groupe Bourbon har betalt eller avtalt de siste 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Dersom det er klart at markedskursen når tilbudsplikten inntreffer er høyere enn dette skal tilbudsprisen imidlertid være minst like høy som markedskursen, jf vphl § 4-10 fjerde ledd. Dersom kursen på selskapets aksjer stiger vesentlig vil altså kostnaden ved å måtte tilby kjøp av hele selskapet kunne bli høyere enn antatt for Groupe Bourbon. Prisen vil imidlertid ikke være høyere enn markedets vurdering som med en lite likvid aksje neppe vil overstige underliggende verdier. På et eventuelt tidspunkt for utøvelse av kjøpsopsjonen har det vederlag Groupe Bourbon har betalt ingen kostnad eller verdi, selv om det initielt er betalt et betydelig vederlag i form av putopsjonen, jf 4.3 nedenfor. Disse forhold tilsier at sjansen for at Borgstein blir sittende med aksjene er noe større enn beregningene foretatt av Anders Buvik tilsier.

Groupe Bourbon er et selskap med stor finansiell kapasitet, og som allerede driver omfattende supply- og offshorevirksomhet i ulike deler av verden. Selskapet synes gjennom gradvis økning av sine engasjementer i Norge å ha et langsiktig perspektiv på sine investeringer. Selv om perspektiver og strategier i løpet av tre år kan endres, og f.eks. Havila skulle bli strøket fra børsnotering og kursfastsettelsen bli mer usikker, er det høyst sannsynlig at aksjene blir solgt. Tidsforskjellen mellom utøvelsesperioden for kjøps- og salgsoptionsjonen er også så liten at dens reduksjon av sannsynligheten for at aksjene ikke blir solgt nærmest er teoretisk. Dette taler for at analogien til kjøpsavtale med fremtidig levering, termin, langt på vei vil være relevant.

Skal vurderingen som terminavtale ha relevans for tilbudsplikten etter verdipapirhandelloven § 4-1 første ledd er det første spørsmålet om tilbudsplikten utløses på avtaletidspunktet, eller om den utstår til leveringstidspunktet.

Ordlyden, *“gjennom erverv blir eier”* gir ikke klar veiledning, men tolkes mest naturlig i retning av at eierbeføyelsenes overgang er avgjørende. Dette er også lagt til grunn som en forutsetning i vphl § 4-7 som omhandler tilfeller hvor et aksjeerverv krever styrets samtykke. Dersom slikt samtykke er påkrevet, vil det ikke foreligge et erverv som kan

utløse tilbudsplikt før samtykke foreligger eller fristen i § 4-7 er utløpt. Dette gjelder til tross for at samtykkenektelse etter børsforskriften § 2-4 og praksis nærmest må anses som uforenelig med børsnotering.

Også forarbeidene gir anvisning på at det er eierbeføyelsenes overgang og ikke avtaletidspunktet som skal være avgjørende. Det vises til NOU 1996:2 s 120 (9.3.12.1 første avsnitt) der det heter:

“Tilbudsplikten utløses på det tidspunkt en aksjonær gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 pst av stemmene i selskapet. Det avgjørende for utløsning av tilbudsplikt vil derfor være det tidspunkt eierbeføyelsen går over. Tidspunktet for oppgjør vil ikke ha noen selvstendig betydning. Ved erverv gjennom fusjon antar utvalget at registreringen av fusjonen i foretaksregisteret må være avgjørende.”

Dette støttes også av beskrivelsen av gjeldende rett etter verdipapirhandelloven av 1985 som på dette punkt var forutsatt videreført, se NOU side 113 (avsnitt 9.3.6) der det heter:

“Ved kjøp i henhold til terminavtale, vil tilbudsplikt utløses på det tidspunkt det foretas en overdragelse av aksjene til eie. Det vises i denne forbindelse til at det vil være forskjell på en tradisjonell termin der eierbeføyelsene går over på et avtalt tidspunkt i fremtiden, og et kjøp der oppgjør er avtalt på et senere tidspunkt.”

Bergo Børs- og verdipapirrett side 451 formoder at forarbeidene med “tradisjonelle terminer” sikter til standardiserte terminer som noteres på børs, og åpner for at den samme løsning bare kan gjelde for terminer som standardiseres av verdipapirforetak. For terminavtaler direkte avtalt mellom to parter mener Bergo at avtaletidspunktet skal være avgjørende.

Vphl § 4-1 er en videreføring av bestemmelsen i § 5A i verdipapirhandelloven av 1985. I forarbeidene til § 5A, gis det uttrykk for at tilbudsplikt utløses forutsatt at det foreligger en bindende avtale mellom partene. Det uttales videre at i praksis vil det si når oppkjøperens erverv er registrert i VPS, se Ot prp nr 53 (1988-89) s. 18.

Oslo Børs kan vanskelig se at forarbeidene noe sted gir anvisning på at avtaletidspunktet skal være avgjørende slik Bergo utleder, eller at det med begrepet “tradisjonell termin” kun siktes til standardiserte terminer. Når forarbeidene viser til utsatt oppgjør kan det vel så gjerne siktes til kjøpesummen. At oppgjør ikke nødvendigvis vil sammenfalle med eierbeføyelsenes overgang betyr heller ikke at avtaletidspunktet gjør det.

At eierbeføyelsenes overgang er det avgjørende tidspunktet samsvarer også med hovedhensynet bak tilbudspliktreglene som er knyttet til skifte av kontroll i selskapet. Hensynet til likebehandling av småaksjonærene og terminselgeren tilsier heller ikke at avtaletidspunktet legges til grunn ettersom også denne må vente på betaling til leveringstidspunktet. En eventuell kontrollpremie vil også være lik. I motsatt retning trekker imidlertid hensynet til likviditeten i selskapets aksjer som vil kunne tørke inn allerede ved inngåelse av terminavtalen. Dette vil imidlertid kunne skje også under andre aksjonærtransaksjoner. Dessuten vil det, avhengig av de konkrete omstendighetene, være slik at kontrollen faktisk kan anses å gå over allerede på avtaletidspunktet. Dette vil etter børsens vurdering i tilfelle være spørsmål om konsolidering etter vphl § 4-5.

Oslo Børs legger etter dette til grunn at tilbudsplikten etter § 4-1 første ledd utløses når eierbeføyelsene til aksjene som utløser tilbudsplikten går over. Eierskap og eiendomsrett er imidlertid funksjoner av ulike beføyelser som ikke nødvendigvis går over samtidig. Det beror således på en konkret vurdering som både inneholder generelle

rettslige vurderinger, og den enkelte transaksjon når det vesentligste av eierbeføyelsene er gått over.

Den deklarasjonshovedregelen er at erververen får de økonomiske aksjonærrettighetene fra kjøpsavslutning, dvs avtaletidspunktet jf kjøpsloven § 80 som særskilt regulerer utbytte og tegningsretter. I dette tilfelle følger det av opsjonsavtalenes pkt 6.3 at selger beholder dividenderetten til og med for regnskapsåret 2005, mens eventuelle tegningsretter skal omfattes av opsjonen for hele løpetiden, se avtalene pkt 8.3.

I forhold til tilbudsplikts formål er trolig de organisatoriske rettighetenes overgang mer relevant enn de økonomiske. Aksjenes organisatoriske rettigheter kan etter asal § 4-2 normalt utøves av erververen først når kjøpet er registrert i VPS eller meldt og godtgjort overfor selskapet. Selgers organisatoriske rettigheter overfor selskapet opphører imidlertid allerede ved salgsavtalen etter det ulovfestede aksjerettslige prinsippet om at organisatoriske aksjonærrettigheter i allmennaksjeselskaper bare kan utøves av aksjeeiere som har reell aksjonærinteresse i selskapet, jf Rt 1966 side 1120 (Polarisdommen) og forarbeidene til allmennaksjeloven som forutsetter at prinsippet fortsatt skal gjelde for allmennaksjeselskaper. Selv om Polarisdommen kun gjelder stemmerett er det antatt at prinsippet gjelder tilsvarende for andre organisatoriske rettigheter med mindre særlige hensyn gjør seg gjeldende. Selv om aksjenes organisatoriske rettigheter i slike tilfeller legges døde fra avtaletidspunktet kan eierbeføyelsen ikke derved sies å være overført. Normalt er overføringen av de organisatoriske beføyelsene således fullført først ved VPS-registrering.

Børsen har i praksis også lagt til grunn at VPS-registrering normalt er utslag av at eierbeføyelsene er overdratt og derfor de relevante skjæringstidspunkt, se f eks Oslo Børs' Vedtak og uttalelser 2001 pkt 6.2.2.

Havila har hevdet at tilbudsplikten bør utløses ved kontrollskifte som skjer fordi aksjenes organisatoriske rettigheter legges død på avtaletidspunktet og dette fører til at erververen får mer enn 40 % av stemmene på generalforsamlingen. Børsen er enig i at et slikt synspunkt kan ha mye for seg, men viser til at prosentvilkåret i § 4-1 første ledd gjelder i forhold til stemmene *i selskapet* og ikke på den enkelte generalforsamling. Det tas derfor ikke hensyn til midlertidige reduksjoner av stemmerett som følge av overdragelser, manglende styregodkjennelser, stemmeloft som i finansieringsvirksomhetsloven § 2-4 eller at selskapet eier egne aksjer.

Etter børsens vurdering er det således ikke grunnlag for tilbudsplikt etter vphl § 4-1 første ledd før Groupe Bourbon får overført aksjene etter en av opsjonsavtalene.

#### 4.2 Tilbudsplikt etter konsolidering

Spørsmålet her er om Borgstein Supply Invests aksjer skal medregnes i Groupe Bourbons samlede aksjeeie etter reglene om konsolidering.

I vphl § 4-5 heter det:

"I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med aksjonærens egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-5." (Riktig henvisning er til § 1-4.)

Vphl § 1-4 angir flere kategorier av "nærstående". Det aktuelle alternativ er i denne saken § 1-4 nr 5, som lyder:

"Som noens 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.”

I NOU 1996:2 s. 114-115 omtales bestemmelsen slik:

”Som nevnt har Børsklagenemnden lagt til grunn at det i realiteten kreves en stilltiende avtale mellom partene for at det skal kunne sies at de opptre i forståelse med hverandre. Forståelsen etter avtalen bør dessuten omfatte en koordinert opptreden med et felles mål med sikte på en tilstrekkelig kontroll over selskapet. Utvalget legger til grunn at et samarbeid kun med sikte på selve ervervet, ikke bør kunne medføre konsolidering. Det vises for øvrig til at spørsmålet om utløsning av tilbudsplikt vil kunne variere på bakgrunn av den praktiske gjennomføringen av et koordinert aksjekjøp.  
(...)

Etter utvalgets syn ville det være fordel med en ytterligere presisering av at ikke enhver samordnet bruk av aksjonærrettigheter vil gi grunnlag for konsolidering. For eksempel samordnet opptreden i en generalforsamling med sikte på f.eks. skifte av styret, bør ikke i seg selv begrunne konsolidering etter tilbudspliktreglene. En blott og bar felles opptreden vil også falle utenfor ordlyden. Det er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, som bør begrunne konsolidering. På den annen side kan også et kortsiktig samarbeid med sikte på f.eks. salg av deler av selskapets virksomhet mv., etter omstendighetene være tilstrekkelig til at hensynene bak tilbudspliktreglene gjør seg gjeldende. Etter utvalgets syn bør det som en retningslinje legges til grunn at samarbeid i en enkelt sak i seg selv ikke vil være nok, med mindre den konkrete saken indikerer at de aktuelle aksjonærene reelt sett har et bredere samarbeid.

Etter utvalgets syn er det ikke mulig å foreta en nærmere spesifisering i loven av hvilket samarbeid som vil kunne utløse tilbudsplikt. Dette må avgjøres konkret ut fra forholdene i det enkelte tilfellet. Utvalget foreslår derfor at det i loven benyttes tilsvarende formulering som i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6, dvs. at konsolidering skal foretas i forhold til noen det må antas aksjonæren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær. Det legges til grunn at det i samsvar med børsens praksis skal kreves en stilltiende avtale mellom partene for at disse skal anses å ha et forpliktende samarbeid. Utvalget påpeker forøvrig at det ikke vil være noen forutsetning at det skal foreligge sanksjoner eller sanksjonsadgang for at man skal kunne anse samarbeidet for «forpliktende».

Drøftelsen ovenfor omfatter utvalgets vurdering av temaet for når konsolidering skal foretas. I praksis vil det reises spørsmål om hvilke beviskrav som skal stilles ved konsolidering etter bestemmelsen om forpliktende samarbeid. Utvalget viser i denne sammenheng til at det vil være vedtaksmyndigheten 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 skal foretas.”

Konsolideringss spørsmålet har vært behandlet i to saker for børsklagenemnden; sak 3/2002 Frontier Drilling og sak 1/2003 Orkla-Nordstjernen. Dertil inneholder også sak 2/1992 Skaugen-saken de generelle uttalelsene om konsolidering som forarbeidene viser til.

Børsklagenemnden la i sak 1/2003 til grunn at man ved tolkningen av hva som anses som ”forpliktende samarbeid” var henvist til å ta utgangspunkt i hva som var formålet med bestemmelsen om konsolidering av *nærstående*, ”nemlig å regulere situasjoner der flere rettssubjekter har kontroll i et selskap på en slik måte at de reelt må anses å opptre

som en enkelt eier". Nemnden la også på bakgrunn av forarbeidene til grunn at det med "stilletiende avtale" ikke kreves at avtalen har et rettslig innhold. I mangel av uttrykt avtale er det tilstrekkelig med så sterke bindinger og omstendigheter at det må likestilles med en stilletiende avtale. I sak 3/2002 og av annen praksis fremgår at to aksjonærs sterke fellesinteresser og likeartet opptreden ikke i seg selv er tilstrekkelig for å konsolidere.

Av praksis har også konsolidering av eierandelen etter finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 første ledd d) relevans fordi den har tilsvarende ordlyd som vphl § 1-4 nr 5. Det vises til omtale i Børsklagenemndens sak 1/2003. Eksempelvis kom Finansdepartementet i 1997 til at Aker RGI ASA skulle konsolideres med Kjell Inge Røkke og hans heleide selskap for så vidt gjaldt eierandeler i Storebrand ASA. Det ble i forhold til spørsmålet om "forpliktende samarbeid" lagt vekt på hans eierandeler, formell og reell innflytelse og parallelle investeringer i Storebrand. Finansdepartementet fant også at konsolidering kunne skje fordi Røkke normalt ville ha bestemmende innflytelse i Aker til tross for at han bare eide 37,9 prosent.

Finansdepartementet vedtok i 1990 å konsolidere enkelte aksjonærer med tilknytning til Kinnevik AB i relasjon til deres aksjeeie i Forenede-Gruppen A/S, se vedtak 29. mai 1990. I vedtaket heter det blant annet om det generelle tolkningsspørsmålet:

"Forhold som generelt vil indikere at aksjonærrettighetene faktisk ikke utøves på selvstendig grunnlag vil foreligge om aksjonærens plikter eller risiko er overtatt av en annen. Det vil f eks kunne være urimelig å anta at aksjonærrettigheter (stemmerett) utøves på fritt grunn av en aksjonær som ikke har finansiert aksjene selv. Det samme vil kunne gjelde ved avtale som garanterer aksjeeiere mot tap.

Uttalelsen kan neppe forstås på ordet ettersom fremmedfinansiering av aksjekjøp i seg selv ikke gir grunn til å betvile selvstendighet. Grunnlaget for uttalelsen var særlig at Kinnevik hadde finansiert eller påtatt seg økonomisk risiko og forpliktelser av betydelig omfang knyttet til andre aksjonærs erverv av aksjer i selskapet. I vedtaket heter det videre:

"Om det foreligger forpliktende samarbeid vil måtte fastlegges konkret. Aksjonærer som samarbeider i en oppkjøpssituasjon eller annet forsøk på å få kontroll med et selskap, vil kunne ha en muntlig forståelse, som det kan være vanskelig å klarlegge. Bruken av opsjoner vil kunne indikere gruppeforhold/omgørelser av konsolideringsregler, ved at gruppemedlemmer gis rettigheter til bestemte aksjeposter i selskapet."

Opsjonsavtalene i herværende sak inneholder ingen uttrykte bindinger for bruk av rettigheter i Havila, men innebærer at Groupe Bourbon har overtatt Borgstein økonomiske risiko og potensielle gevinst knyttet til aksjen. Realiteten bak dette synes understreket av at utøvelseskursen er basert på prisen på Groupe Bourbons siste erverv tillagt Borgsteins faktiske finansieringskostnader. Det er, som nevnt ovenfor pkt 4.1, svært stor grad av sannsynlighet for at opsjonsavtalene fører til at aksjene faktisk blir solgt til Groupe Bourbon i 2006. Borgstein har således begrenset om noen egeninteresse knyttet til sitt aksjeeie. I den utstrekning kontroversielle spørsmål skulle være tema på generalforsamling eller i styret, vil typisk mangel på slik egeninteresse kunne erstattes av lojalitet til den som faktisk har kursrisikoen og som i praksis finansierer aksjene. At opsjonsavtalene går over så lang tid som tre år, hvilket er høyst uvanlig, og at de er uomsettelige, taler for at det eksisterer slike lojalitetsbånd.

Opsjonsavtalene er inngått i en situasjon hvor Groupe Bourbon har konkurrert med Havila AS om kontrollen i selskapet, og hvor avtalene synes å øke Groupe Bourbons kontroll på en slik måte at det for minoritetsaksjonærene oppleves som et kontrollskifte som tilbudspliktreglene nettopp er ment å ivareta. Borgsteins aksjepost synes å være

nøkkelen til kontrollen i selskapet. Gjennom opsjonsavtalen sikrer Groupe Bourbon seg aksjene i 2006 og forhindrer at Borgstein selger aksjene til andre.

Dertil kommer enkelte momenter som i seg selv ikke gir grunnlag for konsolidering, men som kaster lys over opsjonsavtalene og de omstendigheter de er inngått under. Mellom Groupe Bourbon og Borgstein er det forretningsmessig samarbeid i flere prosjekter, hvor riktignok også Havila er del i et. Mellom Groupe Bourbon og Borgsteins Morten Ulstein er det i tillegg i noen grad også personlige forretningsmessige relasjoner gjennom Mortens Ulsteins tidligere posisjon i Ulstein Verft hvor Groupe Bourbon har fått bygget skip gjennom flere år. Personlige relasjoner kan også synes indikert ved at Groupe Bourbon i alle de opplyste relasjoner til Havila og Borgstein har opptrådt ved sin styreformann Jaques Chateauvieux.

Det kan innvendes at det gir svak regelharmonisk hvis Borgstein og Groupe Bourbon konsolideres etter § 4-5 når terminavtaler eller denne type opsjonsavtaler ikke anses omfattet av hovedregelen i § 4-1 første ledd.

Børsen viser for det første til at forarbeidene forutsetter at rettigheter til aksjer kan medføre konsolidering uavhengig av bestemmelsen i § 4-1 fjerde ledd, jf NOU 1996:2 side 114. Således må det åpenbart være slik at terminavtaler som innebærer en sterkere økonomisk binding kan være en avgjørende faktor i en konsolideringsvurdering. Det er også som nevnt særlige forhold ved denne konstruksjonen som skiller den fra mange av de terminavtaler som inngås i aksjemarkedet. Funksjonen av avtalens lengde og uomsettelighet, partenes øvrige relasjoner og at den er inngått som ledd i en kamp om kontroll om et selskap, gjør at aksjeposten for praktiske formål synes å være under Groupe Bourbons kontrollsfære.

Etter børsens vurdering må det således antas å være slike bånd på Borgsteins utøvelse av aksjonærrettigheter i Havila at den kontroll Groupe Bourbon derved får tilsier at disse aksjer konsolideres.

Likevel må det vurderes om slike bindinger kan likestilles med det krav til stilletende avtale eller forståelse som etter Børsklagenemndens praksis anses tilstrekkelig og nødvendig.

Banklovkommisjonen har for ny lov om finansforetak foreslått at bestemmelsen omformuleres slik at kvalifisering av samarbeidet ikke knyttes til begrepet "*forpliktende samarbeid*", men til samarbeid hvor "*adgangen til å gjøre bruk av rettigheter som eier begrenses*", se NOU 1998:14 side 104 og 176. Forslaget må antas å utgjøre en utvidelse av konsolideringsbestemmelsen i forhold til dagens regel. Forslaget er begrunnet i at det på grunn av bestemmelsens utforming har vist seg å være vanskelig å godtgjøre at det foreligger et "*forpliktende*" samarbeid, selv om mye taler for at eierens rettigheter som aksjonær er innskrenket på grunn av samarbeidet, se NOU side 104. Etter børsens vurdering kan det således reises spørsmål om ikke Borgsteins bindinger til Groupe Bourbon faller inn under den foreslåtte utvidelsen for finansforetaksloven, men utenfor dagens lov.

Børsen viser imidlertid til at det selv om børsen har bevisbyrden, også med dagens lov er tilstrekkelig at det etter en samlet vurdering er mer sannsynlig at det er en stilletende avtale om utøvelse av aksjonærrettigheter i selskapet enn at det ikke er det, jf at det etter ordlyden i § 1-4 nr 5 er krav om at det "må antas". Aksjonærrettigheter betyr i dette tilfelle utøvelse av kontroll. Praksis både i forhold til tilbudsplikt og eierbegrensingsreglene for finansforetak viser at antatte begrensninger i selvstendigheten i utøvelse av aksjonærrettigheter på grunn av ulike faktiske omstendigheter anses tilstrekkelig. Det vises til Børsklagenemndens sak 1/2003 og Finansdepartementets ulike vedtak som er referert ovenfor.



Selv om Groupe Bourbon kan ha legitime grunner for opsjonskonstruksjonene bærer opplegget noe preg av omgåelse. At forholdet ikke er tatt opp med børsen på forhånd kan enten skyldes manglende kunnskap om norsk rett fra den franske majoritetseieren, eller at man bevisst har tatt en sjanse på at børsen ville godta formaliteter fremfor realiteter.

Oslo Børs er under tvil kommet til at det må anses å foreligge en forståelse eller stilletende avtale mellom Groupe Bourbon og Borgstein om utøvelse av aksjonærrettigheter i Havila AS som gjør at disse må anses som *nærstående* etter vphl § 1-4 nr 5.

Konsolidering utløser i seg selv ikke tilbudsplikt selv om de nærstående samlet får mer enn 40% av selskapets aksjer, jf at § 4-1 første ledd kun gjelder ved "erhverv". Groupe Bourbon kjøpte imidlertid 1.597.000 aksjer 12. mars som altså er etter inngåelse av opsjonsavtalene, jf børs melding av 13. mars 2003. Tilbudsplikt utløses da etter verdipapirhandelloven § 4-6 første ledd. Dette får imidlertid ikke betydning ettersom saken er avgjort på et annet grunnlag, jf nedenfor 4.3.

#### 4.3 Tilbudsplikt etter vphl § 4-1 fjerde ledd – rett til aksjer

Etter hovedregelen i vphl § 4-1 første ledd utløses ikke tilbudsplikt av opsjoner til å erverve aksjer. I NOU 1996:2 s 114 heter det:

"På bakgrunn av bl.a. LBO-utvalgets forslag, har Verdipapirhandellovutvalget vurdert om rett til å bli eier av aksjer bør likestilles med eiendomsrett til aksjene, og dermed kunne utløse tilbudsplikt. Ved å ta hensyn til slike rettigheter, vil en på den ene side kunne forhindre at tilbyder kjøper rettigheter til en vesentlig del av aksjene før tilbudsplikt utløses. På den annen side er det den faktiske kontroll over selskapet som begrunner tilbudsplikten. Slik faktisk kontroll vil én som kun innehar rettigheter til aksjer ikke ha.

Tilfeller der oppkjøper har behov for å sondere terrenget og dette gir seg utslag i konkrete avtaler som f.eks. opsjoner, må etter utvalgets syn betraktes som en naturlig og nødvendig del av en oppkjøpsstrategi. Det vises til at denne fremgangsmåten har vært benyttet ved flere store selskapsoppkjøp i årene etter fastsettelsen av tilbudspliktreglene, uten at dette etter det utvalget er kjent med, har medført problemer for minoritetsaksjonærene når oppkjøpet først gjennomføres.

Utvalget legger i denne forbindelse til grunn at det, på bakgrunn av tilbudspliktreglenes inngripende virkning, bør utvises varsomhet med å utvide reglenes virkeområde. Utvalget går derfor ikke inn for at rettigheter til kjøp av aksjer skal kunne utløse tilbudsplikt."

Under lovbehandlingen mente Stortingets finanskomité at opsjoner burde likestilles med aksjer i forhold til tilbudsplikten, jf Innst O nr 83 (1996-97) side 31. Stortinget endret imidlertid ikke lovteksten, men finanskomiteen ba Regjeringen fremme forslag i samsvar med komiteens merknader. Dette er imidlertid ikke gjort.

Det er imidlertid gitt et unntak i § 4-1 fjerde ledd der det heter:

"Dersom erverv av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt erverv av aksjene, kan børsen pålegge tilbudsplikt for den som gjennom slikt erverv får rett til å bli eier av aksjer som sammen med vedkommendes øvrige aksjer representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et børsnotert selskap."

Bestemmelsen reiser spørsmål om Groupe Bourbons kjøpsopsjoner "må anses som reelt erverv av aksjene", og i tilfelle om Oslo Børs skal anvende den diskresjonære myndigheten til å pålegge tilbudsplikt.

Groupe Bourbons kjøpsopsjon har en utløsningskurs som tilsvarte deres siste kjøp i markedet, og som lå noe over børskurs på avtaletidspunktet. Dertil tillegges Borgsteins faktiske finansieringskostnader i opsjonsperioden. Opsjonspremien er betalt i form av Borgsteins put-opsjon, som i seg selv har betydelig verdi. Etter en Black & Scholes-modell har børsen beregnet verdien av kjøpsopsjonen til ca kr 2,07 kroner pr aksje, mens salgsoptionsjonen hadde en premieverdi på 2,93 %.<sup>1</sup> Groupe Bourbon har gjennom opsjonsavtalene langt på vei overtatt kursrisikoen for Borgsteins aksjer dog slik at det finnes en liten mulighet for at aksjene ikke vil bli overdratt. Groupe Bourbon kan sies å ha betalt noe overkurs for kjøpsopsjonen siden vederlaget, salgsoptionsjonen, har en høyere verdi enn kjøpsopsjonen. Opsjonsavtalene løper uavhengig av om selskapet er notert eller ikke. Samlet sett tilsier dette at Groupe Bourbon økonomisk sett langt på vei likestilles med å ha ervervet aksjene. Riktignok er utbytte og andre utbetalinger fra selskapet ikke regulert i avtalene, slik at disse tilfaller Borgstein uten justering av utløsningskursen. Selskapet pleier imidlertid ikke utbetale utbytte. At kjøpesummen ikke er betalt kan langt på vei likestilles med annen finansiering dog med noe ulikt renteforfall.

Opsjonsavtalene innebærer imidlertid ingen overføring av de organisatoriske rettighetene i selskapet. Disse vedblir hos aksjeeieren i den utstrekning de ikke suspenderes etter prinsippet i allmennaksjeloven § 4-2, jf ovenfor. *Arnkværn, Berge og Haugstad*, Tidsskrift for Forretningsjus 2/2002 side 168 mener under noe tvil at en europeisk put/call-opsjon normalt vil medføre at aksjeeieren mister sine organisatoriske rettigheter selv om det ikke er helt sikkert at overdragelsen vil finne sted. Selv om de organisatoriske rettighetene kanskje vil være suspendert, er de imidlertid ikke overført til aksjekjøperen, de ligger døde. Et spørsmål er således om det med "reelt erverv" i vphl § 4-1 fjerde ledd er tilstrekkelig at kursrisikoen i hovedsak er overført, eller om også organisatoriske rettigheter i form av fullmakt, instruksjonsmulighet eller lignende må være overført.

Ordlyden gir ikke vesentlig veiledning. I forarbeidene synes verdipapirhandellovutvalget å forutsette at det med *reelt* også siktes til eierinnflytelse. På side 114 heter det således (våre understrekninger):

"På den annen side bør avtaler om rettigheter til kjøp av aksjer omfattes av tilbudsplikten dersom avtalen reelt og økonomisk sett må regnes som et erverv. Dette gjelder enhver avtale om rettigheter til erverv av aksjer som også gjør at innehaveren vil ha slik eierkontroll, og der denne sett i sammenheng med vedkommendes øvrige aksjer medfører at tilbudspliktgrensen overskrides. Utvalget viser for øvrig til at det i enkelte tilfeller vil være grunnlag for å konsolidere utsteder og erverver av en rettighet til aksjene. Som det fremgår under punkt 9.3.8.3. foreslår ikke utvalget at konsolidering i seg selv skal utløse

---

<sup>1</sup>Følgende spesifikasjoner:

Skrivedato opsjoner : 4. mars 2003

Bortfallsdato call : 2 kv 2006

Bortfallsdato put : 1 kv 2003

Type opsjoner : Europeisk (kan kun innløses på bortfallsdato)

Modell brukt : Black and Scholes

S = 5.00 (Aksjekurs pr 4. mars 2003)

D = 0 (Dividende, null-utbytte siste 3 år)

Vol = 67,76% (Volatilitet 102-dagers 2003 annualisert)

r = 4,25% (3-5 års risikofri rente approx)

X = 6,77 (5.85 med 5% økning i 3 år)

Tc = 3 år + 3 mnd (Løpetid call)

Tp = 3 år (Løpetid put)

tilbudspåkt uten at en av de konsoliderte parter foretar et erverv av aksjer i det aktuelle børsnoterte selskapet. For å sikre at tilbudspåkt utlases der den faktiske kontrollen over aksjer det er knyttet rettigheter til, gjør at rettighetshaveren i realiteten alene overstiger tilbudspåktgrensen, foreslås det derfor at børsen kan pålegge tilbudspåkt der erverv av det som fremstår som rettigheter til aksjer også må anses som reelt erverv av aksjene.”

Odelstingsproposisjonen slutter seg til utvalgets forslag, jf Ot prp nr 29 (9-97) side 70, mens finanskomiteen som nevnt mente at rettigheter burde likestilles med aksjer, se Innst O nr 83 (1996-97 side 31. Denne klare lovgiverviljen kunne tilsa at kvalifiseringen av opsjoner burde tolkes så snevert som mulig. Finanskomiteen har imidlertid vedtatt den lovbestemmelsen som var foreslått av departementet, og bedt Regjeringen foreslå en ny. Uttalelsene har da etter børsens vurdering begrenset relevans som tolkningsmoment til den vedtatte bestemmelsen.

Kredittilsynet har i forhold til eierbegrensningsreglene i finansieringsvirksomhetsloven § 2-2 lagt til grunn at amerikanske kjøpsopsjoner i visse tilfelle skal likestilles med erverv til eie. Kredittilsynet har i 1997 også lagt til grunn at aksjonærer som må selge seg ned på grunn av 10%-grensen ikke kan kombinere slikt salg med amerikanske tilbakekjøpsopsjoner. Det vises til omtale i banklovkommisjonens utredning NOU 1998: 14 Finansforetak m v kap 8. Stortinget la i juni 1997 til grunn at eierbegrensningsreglene skulle praktiseres basert på summen av opsjoner og eierandeler, uten at det synes skilt mellom amerikanske og europeiske opsjoner. Tilsvarende instruksjoner finnes ikke for verdipapirhandeloven.

Etter børsens vurdering tilsier ikke kjøpsopsjonene alene at aksjene må anses som reelt erverv. At denne motsvares av en salgsoption som gjør at kursrisikoen nesten fullstendig er overført til Groupe Bourbon tilsier imidlertid at dette reelt anses som erverv i økonomisk forstand. At organisatoriske rettigheter ikke overføres er likevel et argument som taler mot at aksjene anses som reelt ervervet. Dersom stemmeretten faktisk suspenderes, vil Groupe Bourbon få flertall på generalforsamlingen også uten Borgsteins aksjer. I praksis er imidlertid ikke Borgstein blitt nektet å stemme på årets ordinære generalforsamling i mai. Dette indikerer at eierbeføyelsene overfor selskapet formelt sett er i behold, men gir - som påpekt av Havila AS - begrenset veiledning siden generalforsamlingen traff enstemmig vedtak og ingen aksjonær krevde at Borgstein skulle utelukkes.

Likevel legger de økonomiske underliggende realiteter etter børsens vurdering en så vidt sterk påvirkning på Borgsteins bruk av aksjonærrettigheter at Groupe Bourbon reelt sett må anses å ha ervervet de organisatoriske rettighetene til aksjene. De samme hensyn som begrunner konsolidering etter § 4-5, jf § 1-4 nr 5 tilsier etter børsens vurdering at aksjene anses som et reelt erverv etter § 4-1 fjerde ledd. Det vises til vurderingen ovenfor.

Samlet sett anser Oslo Børs således under tvil at opsjonen anses som reelt erverv etter § 4-1 fjerde ledd og at bestemmelsen således gir børsen hjemmel til å ilegge tilbudspåkt. Ut fra hensynet bak tilbudspåkten finner børsen også tilstrekkelig grunn til å pålegge tilbudspåkt etter bestemmelsen.

## 5 Oppsummering

Børsen har ovenfor konkludert med at tilbudspåkt utlases etter to ulike grunnlag. Siden konsolidering etter § 4-5 ikke i seg selv utløser tilbudspåkt før etterfølgende erverv etter § 4-6 første ledd, er det § 4-1 fjerde ledd som først utløste tilbudspåkt. Børsens pålegg må gjelde som om tilbudspåkt var utløst med opsjonsavtalen, dog slik at fristene til å inngi tilbud m v løper fra børsens pålegg. Vedtaket vil således fattes etter denne bestemmelsen.

Tilbudsplikten innebærer at selskapet må fremme pliktig tilbud eller selge seg ned slik at antall aksjer Groupe Bourbon eier ikke overstiger tilbudsplikten. Melding om tilbud vil bli fremmet eller det vil bli solgt aksjer må gis straks, jf § 4-9 første ledd.

Tilbudsprisen i tilbud vil være høyeste pris tilbyder har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Børsen har med dette ikke tatt stilling til om tilbudsprisen er høyere enn innløsningskursen i opsjonsavtale for det tilfelle at det fremmes et tilbud.

En eventuell klage på vedtaket vil på begjæring gis oppsettende virkning.

#### Vedtaket

Groupe Bourbon ilegges tilbudsplikt i Havila Supply ASA med hjemmel i verdipapirhandelloven § 4-1 fjerde ledd for erverv av rettigheter til aksjer gjennom opsjonsavtale datert 28 februar 2003. Tilbudsplikten innebærer at Groupe Bourbon plikter å gi tilbud om kjøp at de øvrige aksjene i selskapet eller selge aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller, jf § 4-1 første ledd.

Vedtaket kan påklages til børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kap 26. Klagefristen er to uker fra vedtaket med begrunnelse er mottatt. Dersom vedtaket påklages vil børsen etter søknad normalt utsette vedtakets ikraftsettelse i påvente av klagebehandlingen.

#### **6.1.2 Pan Fish ASA – Unntak fra tilbudsplikt, finansinstitusjons begrensning av tap, jf vphl § 4-3 (brev av 30.09.2003)**

Det vises til Deres brev av 23. september 2003 angående ovennevnte.

I brevet gjøres det rede for behovet for ytterligere gjeldskonvertering i forbindelse med en ny refinansiering av Pan Fish ASA ("Pan Fish").

Hovedelementene i refinansieringen er oppgitt å bestå av følgende hovedelementer:

1. Nedsettelse av selskapets aksjekapital ved reduksjon av aksjenes pålydende fra NOK 0,50 til NOK 0,40.
2. Konvertering av totalt NOK 900 millioner av selskapets bankgjeld til aksjer og et ansvarlig konvertibelt lån med prioritet lik aksjekapitalen.
3. Nedsalg av aksjer fra bankene til øvrige eksisterende aksjeeiere i Pan Fish, som gir de øvrige aksjeeiere en mulighet til å opprettholde sine relative eierandeler forut for konverteringen av bankgjelden.

Børsen er i redegjørelsen gjort oppmerksom på at Nordea Bank Norge ASA ("Nordea") etter at nedsalget er gjennomført, vil være forpliktet til å foreta en delvis konvertering av det konvertible ansvarlige lånet Nordea tegner i forbindelse med refinansieringen. Bakgrunnen for at deler av Nordeas gjeldskonvertering skjer i form av et ansvarlig lån, er at banken ikke ønsker å eie mer enn 50% av aksjene i Pan Fish. Det skal således foretas en konvertering av det nevnte lånet som medfører at Nordea igjen erverver det antall aksjer Nordea selger i nedsalget. Dette er opplyst å være et krav fra de øvrige bankene, fordi det konvertible ansvarlige lånet ikke skal bli større enn nødvendig.

Thommesen Krefting Greve Lund AS har som selskapets rådgivere lagt til grunn at nevnte transaksjon ikke medfører tilbudsplikt for Nordea. Det er opplyst at

refinansieringen er nødvendig for at Pan Fish skal kunne fortsette sin virksomhet. Gjeldskonverteringen gjennomføres for å unngå/begrense bankenes tap på engasjement i selskapet.

Oslo Børs er av samme oppfatning som Thommesen Krefting Greve Lund AS. Etterfølgende erverv av aksjer som er gjort for ytterligere å begrense tap på engasjement i et børsnotert selskap, bør ikke medføre tilbudsplikt. Det vises til vårt brev av 9. desember 2002 hvor følgende er uttalt:

”Børsen er av den oppfatning at etterfølgende erverv vil omfattes av unntaket i vphl. § 4-3 dersom de er foretatt for å begrense tap på engasjement. Motsatt tolkingsresultat ville medført lite konsekvens i forhold til regelverket, og det synes ikke praktisk at institusjoner som har fått fritak for tilbudsplikten skal være avskåret fra å begrense sitt tap ytterligere dersom dette må gjøres ved erverv av aksjer, f. eks ved konvertering av flere gjeldsforpliktelser.”

Den beskrevne transaksjonsstruktur synes hensiktsmessig og omfattes av ovennevnte uttalelse. Oslo Børs vil således ikke pålegge Nordea tilbudsplikt i forbindelse med refinansieringen av Pan Fish. Det minnes imidlertid om fristen for nedsalg eller fremsettelse av tilbud på 3 år fra det tidspunkt tilbudsplikt opprinnelig ville ha inntrådt etter vphl. § 4-1, første ledd, som også vil gjelde for dette ervervet.

### **6.1.3 Altinex ASA – Uttalelse om verdipapirhandelloven § 4-3 og anmodning om nærmere opplysninger vedr. mulige tilbudspliktsituasjoner (brev av 01.09.2003)**

#### 1 Innledning. Faktum i saken

Det vises til Deres brev av 26. august 2003 vedrørende den planlagte konvertering av gjeld til aksjer i ovennevnte selskap. Videre vises til mottatt utkast til innkalling til ekstraordinær generalforsamling i Altinex ASA (“Altinex” eller “selskapet”) av 18. august, samt endelig innkalling datert 24. august vedlagt børs melding fra selskapet 25. august.

De opplyser at Den norske Bank ASA (“DnB”) har ytet kreditter til Altinex på ca. NOK 27.200.000 mot pant i eiendeler tilhørende selskapet og selskapets datterselskaper. Videre har DnB ytet kreditter til datterselskapet Altinex AS på NOK 4.875.000 og garantier til Mercur Envirotech AS på ca. NOK 1.700.000.

Altinex har også gjeld til Statens Nærings- og Distriktsutviklingsfond (“SND”).

Selskapet har et sterkt behov for å refinansiere gjelden, og har fremforhandlet en løsning om refinansiering med DnB, SND og en ny investor; Brian Jepsen. Den fremforhandlede refinansieringsløsning inneholder i korthet følgende komponenter:

- (i) Nedsettelse av selskapets aksjekapital ved nedskrivning av aksjenes pålydende fra NOK 0,25 til NOK 0,10;
- (ii) DnB konverterer NOK 20.000.000 av selskapets gjeld til aksjekapital til kurs NOK 0,10 pr. aksje;
- (iii) SND konverterer NOK 3.800.623 av selskapets gjeld til aksjekapital til kurs NOK 0,10 pr. aksje;
- (iv) TOPAS AS (100 % eiet av Brian Jepsen) tegner aksjer for NOK 2.000.000 til kurs NOK 0,10 pr. aksje;

Ovennevnte konvertering vil bringe DnB opp i en eierandel i Altinex på 70,32 %.

Videre er det foreslått en fortrinnsrettsemissjon på inntil NOK 25.800.000 til kurs NOK 0,10, samt vedtakelse av styrefullmakt til å utstede inntil 94.801.610 aksjer. Det er imidlertid knyttet stor usikkerhet til disse kapitalforhøyelsene.

Brian Jepsen har gjennom sitt selskap TOPAS AS fått rett og plikt til å erverve inntil 90.750.000 av DnBs aksjer innen 24. januar 2004 til samlet pris NOK 1. Ervervet vil bringe DnBs eierandel i Altinex ned til 38,41 %. Dersom fortrinnsrettsemissjonen gjennomføres og/eller styrefullmakten benyttes, vil DnBs eierandel bli lavere.

TOPAS AS har videre fått en opsjon til å erverve bankens resterende aksjer innen 31. desember 2004 til kurs NOK 0,05 pr. aksje, med mulig forlengelse av opsjonen på visse vilkår til 31. desember 2005.

For øvrig har DnB avtalt med Altinex at gjelden på NOK 4.875.000 skal flyttes fra Altinex AS til morsskapet.

På bakgrunn av den mottatte informasjon er Børsen anmodet om å gi en bekreftelse på at unntaket i verdipapirhandelloven ("vphl.") § 4-3 kommer til anvendelse i forbindelse med DnBs konvertering, slik at tilbudsplikt ikke utløses for den perioden DnBs eierandel i Altinex overstiger 40 %.

## 2 Børsens vurdering

### 2.1 Unntak fra tilbudsplikten

Vphl. § 4-3 første ledd første punktum lyder:

"Tilbudsplikt etter § 4-1 inntreffer ikke når en finansinstitusjon erverver aksjer i et selskap for å unngå eller begrense tap på engasjement, dersom institusjonen straks gir melding om det til børsen."

Det avgjørende for om unntaket kommer til anvendelse er følgelig at konverteringen til aksjer skjer for å unngå eller begrense tap på DnBs engasjementer om Altinex.

De opplyser at selskapet de senere år har hatt betydelige underskudd og tapt store deler av egenkapitalen. Fra innkallingen til ekstraordinær generalforsamling av 24. august 2003 hitsettes:

"Driften gir i dag et positivt bidrag før avskrivninger og finans. Realistiske forventninger til fremtidige resultater ligger imidlertid på et nivå hvor selskapet ikke vil være i stand til å betjene sine nåværende gjeldsforpliktelse. Dagens lånegjeld er i størrelsesorden NOK 38 millioner. Kontakt med selskapets største eiere har ikke gitt grunnlag for tilførsel av ny egenkapital som vil kunne bringe selskapet ut av sitt finansielle uføre.

Selskapets største kreditorer har på vilkår som det redegjøres nærmere for nedenfor, sagt seg villige til å delta i en refinansiering av selskapet som blant annet innebærer at nevnte kreditorer aksepterer å konvertere deler av de lån som er ytt til selskapet til aksjekapital."

Under disse forutsetninger er Oslo Børs av den oppfatning at DnBs deltakelse i den beskrevne refinansieringsløsning ved konvertering av krav til aksjer er motivert av hensynet til å begrense tap på engasjementer i Altinex. Unntaket fra tilbudsplikten i vphl. § 4-3 første ledd kommer således til anvendelse på det aksjeervertet som finner sted gjennom konverteringen.

Det forutsettes at DnB straks gir melding til børsen om ervervet, jf. vphl. § 4-3 første ledd første punktum.

## 2.2 Frist for ned salg

Vphl. § 4-3 første ledd annet punktum gir videre børsen hjemmel til å fastsette en frist for fremsettelse av tilbud eller ned salg av aksjer til en eierandel under 40 %. Om bakgrunnen for bestemmelsen og utgangspunktene for den skjønnsmessige vurderingen som skal foretas vises til merknadene i vårt brev 9. desember 2002 vedrørende refinansieringen av Pan Fish ASA, jf. Vedtak og uttalelser 2002 s. 80.

Det fremgår av Deres brev at DnBs eierandel i selskapet som følge av TOPAS AS' aksjekjøpsforpliktelse vil bli redusert under 40 % innen 20. januar 2004. For det tilfellet at avtalen med TOPAS AS skulle falle bort, erklærer DnB seg imidlertid innstilt på å akseptere en frist for ned salg på tre år i samsvar med det som ble gitt i forbindelse med Pan Fish-saken.

Fristen for ned salg må avgjøres konkret i hvert enkelt tilfelle. I den foreliggende sak må det tas hensyn til at TOPAS AS som nevnt er avtalerettslig forpliktet overfor DnB til innen 20. januar 2004 å erverve en så stor del av DnBs aksjer at DnBs eierandel i selskapet faller under 40 %. Refinansieringen synes etter det opplyste ikke fra DnBs side å være betinget av at fristen for ned salg settes til 3 år, og det er heller ikke anført noen nærmere begrunnelse for at børsen skulle sette en så vidt lang frist i den foreliggende sak. Ut fra en samlet vurdering av den aktuelle dekningsstransaksjonen og avtalen med TOPAS AS, og sammenholdt med vurderingene i Pan Fish-saken, har børsen på denne bakgrunn kommet til at det må være tilstrekkelig med en frist på ett år for DnB til å selge seg ned eller på annen måte redusere sin eierandel i Altinex til under 40 %. Fristen løper fra det tidspunkt tilbudsplikt etter vphl. § 4-1 første ledd ville ha inntrådt dersom det ikke var gitt unntak i medhold av vphl. § 4-3. Alternativt må pliktig tilbud fremsettes innen fristens utløp.

Det minnes imidlertid om adgangen til å søke fristforlengelse, jf. Vedtak og uttalelser 2002 s. 80-81. En eventuell søknad om fristforlengelse må være Oslo Børs i hende innen 4 måneder før utløpet av den opprinnelige fristen på ett år.

Det forutsettes at aksjonærene i Altinex gjøres oppmerksom på den aktuelle bestemmelse i vphl. § 4-3 og hvilken betydning et unntak fra tilbudsplikten vil få for aksjonærene. Det fremgår av innkallingen til ekstraordinær generalforsamling av 24. august 2003 (s. 2) at DnB i en mellomperiode vil eie mer enn 40 % av aksjene i selskapet, og at refinansieringsløsningen er betinget av at det innvilges unntak fra tilbudsplikten. Børsen forutsetter at den betydning et slikt unntak vil få for aksjonærene vil bli nærmere presentert i selskapets generalforsamling.

## 3 Øvrige problemstillinger vedrørende tilbudsplikt i forbindelse med refinansieringen

I forbindelse med den aktuelle refinansieringsplan ser Oslo Børs behov for avklaring av enkelte øvrige faktiske forhold av betydning for spørsmålet om mulige tilbudspliktsituasjoner i forbindelse med refinansieringen.

Selskapet har i møte med Oslo Børs 18. august 2003 tatt opp problemstillingen om mulig konsolidering mellom aksjeeiere i Altinex mht tilbudsplikt-vurderingen, jf. vphl. § 4-5 første ledd. Den relevante problemstilling er hvorvidt det foreligger et forpliktende samarbeid mellom aksjonærene etter konverteringen når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjeeier i Altinex. Selskapet har gjort børsen oppmerksom på punkt 8 nr. 2 i utkast til avtale mellom DnB og Brian Jepsen, hvoretter Jepsen etter

overenskomst mellom partene skal velges til styreleder, og to av styrets medlemmer skal godkjennes av DnB og to av Jepsen.

Det anmodes opplyst om eventuelle muntlige eller skriftlige avtaler/overenskomster mellom DnB og en/flere av øvrige aksjonærer etter refinansieringen vedrørende bruk av rettighetene som aksjonær i Altinex. DnB bes også om å opplyse hvorvidt banken kjenner til bakgrunnen for at det i innkallingen er foreslått valgt tre styremedlemmer til erstatning for det sittende styret, til tross for at avtalen med Jepsen som nevnt er betinget av at det velges fem nye styremedlemmer.

For ordens skyld presiseres at konsolideringss spørsmålet ikke vil ha noen betydning for DnBs unntak fra tilbudsplikt etter vphl. § 4-3 første ledd.

Videre ønsker børsen belyst faktiske forhold av betydning for spørsmålet om tilbudsplikt på TOPAS AS/Brian Jepsens hånd. Jepsen har i medhold av avtalen med DnB rett (og plikt) til å erverve 90.750.000 aksjer fra DnB innen 20. januar 2004 for totalt NOK 1. Videre vil Jepsen ifølge innkallingen til ekstraordinær generalforsamling etter konverteringen erverve 17.239.097 aksjer fra SND. Sammen med de 20.000.000 aksjene TOPAS AS skal tegne på generalforsamlingen, vil TOPAS AS/Jepsens eierandel i selskapet kunne komme opp i 45 %. Problemstillingen er hvorvidt etableringen av Jepsens rett til å erverve aksjer fra SND/DnB må anses som reelle erverv av aksjene som utløser tilbudsplikt, jf. vphl. § 4-1 tredje ledd og børsstyrets vedtak 25. juni 2003 vedrørende Havila Supply ASA. I denne forbindelse anmodes opplyst om mulige overensstemmelser/forutsetninger mellom DnB og TOPAS AS/Jepsen vedrørende aksjeerhvervet, herunder om utøvelse av stemmerett for aksjene i perioden frem mot oppgjørstidspunktet og eventuelle kriterier for Jepsens bruk av retten til å erverve aksjene i perioden før 20. januar 2004.

Det bes også opplyst om evt. nærmere avtaler/forutsetninger mellom partene vedrørende Jepsens opsjon til å erverve DnBs resterende aksjer innen 31. desember 2004.

Oslo Børs imøteser en snarlig tilbakemelding på ovennevnte.

## **6.2 TILBUDSPRIS – TILBUDSBETINGELSER**

### **6.2.1 Crystal Production ASA (brev av 21.11.2003)**

Det vises til korrespondanse vedrørende tilbudsprisen i forbindelse med Agenor Økonomi AS' (Agenor) planlagte pliktige tilbud i ovennevnte selskap.

Oslo Børs er anmodet av Agenor om å vurdere hvorvidt tilbudsprisen på NOK 0,25 i det foreliggende tilfellet er i samsvar med verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd.

Utgangspunktet i bestemmelsens første punktum er at tilbudsprisen skal være

”minst like høy som det høyeste vederlag tilbydereren har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte”.

Agenor har opplyst at man 16. oktober 2003 inngikk avtale med hovedaksjonærer og ledende ansatte i Crystal Production ASA om erverv av tilsammen om lag 37,7 % av aksjene i selskapet for en pris på NOK 0,25 pr. aksje. Videre ble det i ekstraordinær generalforsamling i Crystal Production ASA 17. november 2003 enstemmig vedtatt rettet emisjon mot Agenor på 24.000.000 nye aksjer pålydende NOK 0,25 til tegningskurs NOK 0,25. Emisjonsvedtaket brakte Agenors eierandel opp i ca. 95,2 %. Ut over dette har



Agenor etter det opplyste ikke ervervet aksjer i Crystal Production ASA de siste seks måneder.

Det er lagt til grunn at tilbudsplikten vil inntre ved registrering av nevnte kapitalforhøyelse, senest 24. november 2003. Forutsatt at Agenor ikke foretar erverv til høyere kurser enn NOK 0,25 før utløpet av tilbudsperioden, ligger følgelig tilbudsprisen på NOK 0,25 som utgangspunkt innenfor verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd.

Spørsmålet er hvorvidt verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd annet punktum kan medføre en annen løsning. Bestemmelsen lyder:

”[d]ersom det er klart at markedskursen når tilbudsplikten inntre er høyere enn den pris som følger av første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen.”

Ordlyden i bestemmelsen synes å favne temmelig vidt. I lovens forarbeider ble det imidlertid fremholdt at tilbyder på forhånd bør kunne beregne hva tilbudsprisen vil være, og at unntaksbestemmelsen i annet punktum var ment å ramme de ”rene omgåelsestilfeller”, jf. NOU 1996:2 s. 122. Departementet la i tråd med dette til grunn at markedskursen bør ha vært stabilt høyere enn det høyeste avtalte vederlaget gjennom en periode for at bestemmelsen skal komme til anvendelse, og at bestemmelsen ikke var ment å føre til økt tilbudspris i perioder der den aktuelle markedskursen har vært svært varierende, jf. Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 79.

I børsens praksis er verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd annet punktum tolket i samsvar med forarbeidenes forutsetninger, jf. eksempelvis Vedtak og uttalelser 2001 s. 90-91. Dette vedtaket ble ikke påklaget, og det er heller ikke andre vedtak hvor unntaksbestemmelsen er prøvet av børsklagenemnden.

I de seks siste måneder har børskursen for aksjene i Crystal Production ASA svingt mellom ca NOK 1,50 og 6,50 på gjennomgående svært lave volumer. Etter Agenors erverv og gjeldsovertakelse 16. oktober 2003 har handelsvolumet i aksjen økt, mens kursen etter hvert synes å ha stabilisert seg på mellom NOK 1,50 og 2,00. Etter generalforsamlingens emisjonsvedtak til kurs NOK 0,25 den 17. november 2003 har imidlertid kursen falt kraftig, til nivåer på ca. NOK 0,60.

Observert børskurs synes således å ligge prosentvis betydelig høyere enn den planlagte tilbudsprisen, også når den siste tids kursutvikling hensyntas. Hvorvidt markedskursen dermed klart må sies å ligge høyere i annet punktums forstand, er derimot mer usikkert. Kursen på aksjene har som angitt variert betydelig på relativt små volumer. Oversikt over involverte meglere i transaksjonene viser dessuten at det alt vesentlige av handler er foretatt via internett. I absolutte verdier er de aktuelle omsetninger dessuten svært små. Det synes således å hefte betydelig usikkerhet ved den observerte børskurs. Ingen meglerhus utgir etter det vi vet analyser på aksjen.

Ved fastsettelse av markedskursen kan det også være relevant å se hen til den avtalte kurs ved Agenors aksjeerverv og den emisjonskurs som ble vedtatt i ekstraordinær generalforsamling 17. november 2003.

Den 16. oktober 2003 ervervet Agenor som nevnt om lag 37,7 % av aksjene fra de største aksjonærene og ledelsen i selskapet. Som utgangspunkt må den avtalte pris i en transaksjon av slik størrelse og med slike motparter antas å veie tungt ved fastsettelsen av aksjenes markedskurs. Hvorvidt dette gjelder i den foreliggende sak er likevel mer usikkert. Det er opplyst at verdien i Agenors investering i det alt vesentlige var den gjeld som ble overtatt. I lys av den betydelige underbalansen i Crystal Production ASA og den kreditorposisjon Agenor ville erverve, var aksjene etter Agenors vurdering uten reell verdi. Agenor aksepterte likevel å gi NOK 0,25 pr aksje for å gi selgende aksjonærer et reelt salg og for å etablere et vederlagsnivå som kunne benyttes i forhold til de øvrige

aksjonærene som et incentiv for disse til å bidra til restrukturering av egenkapitalen. Det er opplyst at selgende aksjonærer ikke mottok vederlag ut over de NOK 0,25 pr. aksje eller andre fordeler som var naturlig å henregne som vederlag.

Børsen har fått opplyst at selgende aksjonærer ønsket børskurs for aksjene, men at det ikke var aktuelt for Agenor å betale så mye, I lys av det ovennevnte ble kursen fastsatt uten reelle forhandlinger mellom partene. Det alt vesentlige av aksjer var pantsatt til sikkerhet for selgende aksjonærers forpliktelser overfor Den norske Bank ASA/Nordlandsbanken ASA, noe Agenor antar kan ha påvirket selgernes holdning til avhendelsen av aksjepostene. Det fremsto for øvrig som naturlig for de selgende aksjonærer å tre ut av selskapet når den reelle makten i selskapet, representert ved kreditorposisjonen, ble overdratt til Agenor.

En viss veiledning gir også vedtaket om å emittere 24.000.000 aksjer i Crystal Production ASA til Agenor til kurs NOK 0,25. Det er imidlertid opplyst at Agenor med sine 37,7 % av aksjene møtte som eneste aksjonær på generalforsamlingen. For øvrig finnes kun mindre aksjonærer i selskapet (ingen eide over 6 %, totalt åtte aksjonærer eide over 2 % før det rettede emisjonen). Fremmøteprosenten på generalforsamlinger i Crystal Production ASA har etter det opplyste tidligere ligget på om lag 45 %.

På denne bakgrunn synes det vanskelig å konstatere en klar markedskurs for aksjene i Crystal Production ASA. De erverv som er foretatt av Agenor fremstår etter vår vurdering ikke som forsøk på omgåelser av verdipapirhandelens regler om tilbudspris. Bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd annet punktum kommer dermed etter børsens vurdering ikke til anvendelse.

Børsen vil således ikke ha innvendinger mot at den foreslåtte tilbudsprisen på NOK 0,25 legges til grunn ved børsens kontroll av tilbudet og tilbudsdokumentet etter verdipapirhandelloven § 4-14. For ordens skyld nevnes at børsens godkjenning av tilbudet kan påklages av aksjonærer i selskapet. I dette tilfelle vil de imidlertid også kunne kreve skjønn på verdsettelsen etter tvungen overføring iht allmennaksjeloven § 4-25.

Tilbudsplikten vil formelt inntre ved registrering av kapitalforhøyelsen. I forbindelse med tilbyders melding om dette i henhold til § 4-8 første ledd eller i annen egnet melding er det naturlig at tilbyder meddeler børsens vurdering av tilbudsprisen.

### **6.2.2 Pliktig tilbud – justering av tilbudsprisen ved mottatt utbytte (epost av 21.03.2003)**

Spørsmål:

Vi har gått nærmere inn på ovennevnte problemstilling som vi ønsker drøftet juridisk med Oslo Børs.

I Ot.prp. nr 29, side 78 uttalte Oslo Børs "... legger til grunn at tilbudsprisen på samme måte som angitt i forarbeidene til dagens lov, korrigeres for endringer i kapitalen som utbytte, aksjesplitt, nedsettelse, fondsemisjon mv.". Departementet sier i sine vurderinger at de slutter seg til Oslo Børs' vurdering, dog uten å spesifikt nevne utbytte. I Bergo side 465 sies det at det må tas hensyn til utbytteutdelinger.

Vi legger på denne bakgrunn til grunn at tilbudsprisen i et pliktig tilbud må justeres for utbytte i de tilfeller hvor den tilbudspliktige kjøper aksjer inklusive utbytte og aksjekjøpet fører til utløsning av tilbudsplikt hvoretter det utbetales utbytte til de andre aksjonærene som så får tilbudet rettet til seg. I sistnevnte tilfelle legger vi altså til grunn at tilbudsprisen skal være ex det utbytte som nettopp er mottatt.

Svar:

Vi kan bekrefte at utbytteutbetaling vil bli fratrukket ved vurdering av hva som er "høyeste vederlag tilbyderen har betalt", jf vphl § 4-10 fjerde ledd.

### **6.2.3 Pliktig tilbud fra APR Holding AS – børsens tilbakemelding (brev av 04.07.2003)**

[...]

Side 3 Tilretteleggers erklæring:

Tilrettelegger kan ikke gjennom erklæringen legge inn særskilte betingelser for aksjonærenes lesning av dokumentet eller aksept, slik erklæringens annet avsnitt gjør. Skal tilrettelegger beskrive eller begrense sitt ansvar må dette gjøres ved beskrivelse av oppdraget og arbeidet som er utført, samt eventuelle avtalte begrensninger i avtale med oppdragsgiveren/tilbyder. Det bes derfor om at annet avsnitt tas ut.

[...]

### **6.2.4 Navis ASA – anmodning om omgjøring av vedtak vedr Fred Olsen Energy ASAs pliktige tilbud datert 27. november 2000 (brev av 05.11.2003)**

Det vises til korrespondanse i saken. Børsen har i det følgende vurdert omgjøringsanmodningen.

Sakens bakgrunn

Oslo Børs godkjente i brev 6. desember 2000 i henhold til verdipapirhandelloven § 4-14 pliktig tilbud om kjøp av samtlige aksjer i det børsnoterte selskapet Navis ASA fremsatt av Fred Olsen Energy ASA (FOE).

Morgan Stanley & Co International Ltd (Morgan Stanley) var aksjonær i selskapet og aksepterte tilbudet for deler av sin aksjeholdning i selskapet, dog ikke alle. Advokatfirmaet Gram, Hambro & Garman ved advokat Hans P. Bjerke har på vegne av Morgan Stanley i brev av 30. juni d å anført at det foreligger feil ved vedtaket som førte til at børsen har godkjent en tilbudspris som er for lav. På denne bakgrunn har Morgan Stanley anmodet Oslo Børs om å gjøre unntak fra klagefristen eller av eget tiltak omgjøre vedtaket om godkjennelse av tilbudet.

Etter gjennomført pliktig tilbud hvor FOE ble eier av over 90 % av aksjene i Navis ble de øvrige aksjonærene innløst av FOE tvungen innløst dato. Morgan Stanley har begjært rettslig skjønn for fastsettelse av innløsningsvederlaget. Hovedforhandling i Oslo Tingrett er avholdt i oktober i år.

Morgan Stanley har overfor børsen ytterligere dokumentert og argumentert for sine anførsler i brev 24. juli og en rekke senere brev. Advokatfirmaet Wiersholm Mellbye Bech ved advokat Andreas Mellbye har på vegne av Fred Olsen Energy i flere brev bestridt at det foreligger feil som tilsier omgjøring av vedtaket og imøtegått anførselene.

Omgjøringsanmodningen

Morgan Stanley har anført at tilbudsprisen i tilbudet var lavere enn kravet etter verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd. Tilbudsprisen skal etter bestemmelsen være

det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte. Grunnlaget for fastsettelse av tilbudsprisen var FOEs aksjekjøp fra R & B Falcon. Samtidig med aksjekjøpet betalte FOE også USD 12 mill til R & B Falcon for overdragelse av en managementavtale for boreskipet Navis Explorer I. I det pliktige tilbudet er vederlaget for managementavtalen beskrevet slik:

”Tilbyder betaler dessuten USD 12 millioner for overtagelse av den femårige Management-avtalen for boreskipet Navis Explorer I.  
[...]Management-avtalen gir Manager rett til 7% av den bruttoraten som Navis Explorerer I genererer i en periode på om lag 5 år. Manageren skal forestå drift og markedsføring av fartøyet og får refundert alle sine direkte utgifter i denne forbindelse. Nettobidraget fra Managementavtalen på 7% tilsvarer således ca. USD 10,850 pr. dag basert på raten i Borekontrakten på ca USD 155,000 pr. dag. Overtagelsen av Management-avtalen forventes å representere en verdi for Tilbyder som langt overstiger Kjøpesummen på USD 12 mill. Dersom man legger en maksimalt konservativ fortolkning av Management-avtalen til grunn og forutsetter et avkastningskrav på 10 % og en driftsregulariet på 97 % så vil verdien av Management-kontrakten tilsvare kjøpesummen på USD 12 millioner ved et ratenivå etter utløpet av Borekontrakten på USD 157.000 pr dag. Dette ratenivået ligger på nivå med ratenivået i Borekontrakten, men under de markedspriser som man i dag kan forvente å oppnå på boreskip av typen Navis Explorer I som henvender seg til dypvannsegmentet i boremarkedet. Dessuten representerer operasjonen av Navis Explorer I en viktig referanse for tilbyder som operatør i dypvannsmarkedet”.

Morgan Stanley har også anført at det i forbindelse med opsjonavtaler mellom FOE og øvrige aksjonærer er betalt et høyere vederlag enn tilbudsprisen innenfor en periode på seks måneder før tilbudsplikten inntrådte. Det er hevdet at en opsjonspremie må tillegges kjøpesummen fordi kontraktene ikke kan anses som ordinære opsjoner.

Børsens godkjennelse av tilbudet etter § 4-14 innebærer også en godkjennelse av tilbudsprisen. Børsens vurdering av managementavtalen bygget blant annet på en av børsen innhentet vurdering fra Fearnley Fonds ved Petter Skar, og en uttalelse om dennes metode fra prof Knut Boye. Børsen la således til grunn at vederlaget hverken helt eller delvis kunne anses å være tilleggsvederlag for aksjekjøpet, og at det således ikke fikk betydning for tilbudsprisen i det pliktige tilbudet.

En forutsetning for verdsettelsen av managementavtalen var at kontraktstiden var på minst 4 år, dog slik at det forelå en viss termineringsrisiko. Morgan Stanley har gjort gjeldende at Navis ved å overdra sin forretningsvirksomhet, ”drilling unit”, f eks til et datterselskap, kunne terminere managementavtalen, og derved redusere selskapets kostnader som igjen ville økt selskapets verdi. At Navis ikke gjorde dette eller søkte reforhandling av avtalen skyldes, i følge Morgan Stanley at Navis’ styre var dominert av medlemmer som representerte og derved ivaretok R&B Falcons særinteresser fremfor aksjonærfellesskapets interesser. Således hevder Morgan Stanley under henvisning til en for formålet innhentet verddivurdering fra prof. Terje Hansen at managementavtalen ikke kunne antas å ha noen verdi. En konsekvens av dette vil være at vederlaget for kontrakten må anses som tilleggsvederlag for aksjene som skulle medregnes ved fastsettelsen av tilbudsprisen i det pliktige tilbudet. Morgan Stanley hevder derfor at tilbudsprisen burde vært NOK 14,73 som er NOK 2,24 mer enn det pliktige tilbudet på NOK 12,49 pr aksje.

Børsens vurdering

Forlengelse av klagefrist

Fristen for å påklage børsens vedtak om godkjenning er to uker, jf børsforskriften § 26-3 andre ledd. Etter § 26-3 åttende ledd kan børsen eller børsklagenemnden gjøre unntak fra fristene omhandlet i bestemmelsen "når særlige grunner foreligger". Etter børsloven § 5-14 får blant annet forvaltningsloven kap VI anvendelse på denne type vedtak. Det fremgår også av børsforskriften § 26-3 første ledd at forvaltningsloven kap IV gjelder med de endringer som fremgår av § 26-3. Etter forvaltningsloven § 31 gjelder imidlertid en absolutt ettårs frist for å ta til behandling klager hvor klagefristen er oversittet.

Det fremgår ikke uttrykkelig om børsens hjemmel til fristforlengelse etter § 26-3 åttende ledd gjelder uavhengig av ettårs fristen etter forvaltningsloven § 31 tredje ledd.

Børsforskriftens klagebestemmelser inneholder flere fristbestemmelser enn forvaltningsloven blant for underinstansens saksforberedelse og klageorganets behandling. Formålet med disse er å sikre en rask klagebehandling. Dette kan tilsi at fristforlengelsesmuligheten i børsforskriften gjelder disse bestemmelsene, men ikke hjemler fravikelse av forvaltningslovens frister. De samme hensyn som gjelder for forvaltningslovens frist gjør seg gjeldende i forhold til å tillate klage over børsens vedtak etter ettårsfristen. Børsen antar derfor at børsens hjemmel til å ta klager til behandling etter klagefristens utløp er begrenset til ett år etter at vedtaket ble truffet. Dette innebærer at Morgan Stanley ikke kan gis fristutsettelse for å inngi klage. Om det likevel anses å være en hjemmel, foreligger ikke tilstrekkelig grunner for å gi fristutsettelse. Det vises til begrunnelsen nedenfor som må antas å være avgjørende også for dette spørsmålet.

#### Omgjøring av eget tiltak

Vilkårene for børsens omgjøring av eget tiltak fremgår av forvaltningsloven § 35, jf at børsloven § 5-14 gir forvaltningsloven kap VI anvendelse på denne type vedtak. Bestemmelsen anses å være en videreføring av rettsstilstanden også før den nye børsloven som trådte i kraft i 2001. Hjemmelen var da forvaltningsloven § 1 annet pkt, jf første pkt om at forvaltningsloven også gjelder når private rettssubjekter treffer enkeltvedtak.

Omgjøringshjemmel foreligger i dette tilfelle bare dersom børsens vedtak om godkjenning av tilbudet må anses ugyldig, jf forvaltningsloven § 35 første ledd c.

En mulig ugyldighetsgrunn kan være at børsens vedtak må anses å bygge på feil faktum for så vidt gjelder managementkontraktens varighet hvilket har avgjørende betydning for tilbudsprisen. Det samme gjelder anførselen om FOE gjennom enkelte opsjonsavtaler har ervervet aksjer til høyere kurs enn tilbudsprisen fordi børsen ikke skal ha vært kjent med detaljene i disse avtalene. Morgan Stanley har ikke anført som ugyldighetsgrunn at børsen har begått saksbehandlingsfeil ved at de anførte mulighetene til terminering gjennom å overdra virksomheten til datterselskap ikke er tilstrekkelig utredet. For at en slik saksbehandlingsfeil i dette tilfelle skulle føre til ugyldighet måtte det være fordi feilen hadde ført til at godkjenningen var avgjort på med feil faktum som grunnlag.

Forvaltningsloven inneholder ingen plikt for forvaltningsorganet til å omgjøre ugyldige vedtak uten klage. Det er imidlertid antatt at forvaltningen ikke bare har en hjemmel, men også en plikt til å omgjøre ugyldige vedtak som ikke kan ratihaberes for å bringe klarhet i rettsforholdet, jf Smith/Eckhoff s 596 og Woxholth side 441.<sup>2</sup> Dette synes imidlertid ikke å gjelde i alle situasjoner. Justisdepartementets lovavdeling har uttalt i en sak at det "det klare ulovfestede utgangspunkt i norsk forvaltningsrett er at forvaltningen er forpliktet til av eget initiativ å omgjøre ugyldige vedtak når man blir oppmerksom på ugyldigheten, i hvert fall når omgjøring bare er til gunst for private parter".<sup>3</sup> Det fremgår

<sup>2</sup> Torstein Eckhoff Forvaltningsrett 5. utgave ved Eivind Smith, Oslo 1994 og Geir Woxholth, forvaltningsloven med kommentarer, Oslo 1999

<sup>3</sup> Matheson og Woxholth, Lovavdelingens uttalelser, Oslo 1990 s 398

imidlertid at lovavdelingen ikke mener dette som mer enn et utgangspunkt ettersom det i uttalelsen tas forbehold om at *"det trolig stiller seg annerledes hvis det vil være nødvendig med gjennomgåelse og granskning av et større antall saker for å finne frem til de enkelte ugyldige avgjørelser som man i og for seg er oppmerksomme på at eksisterer"*. Denne innskrenkingen i omgjøringsplikten støttes av Eckhoff/Smith s 597, men kritiseres av Woxholth.

Også for omgjøring som vil være til ugunst for en part antas at forvaltningen har plikt til å omgjøre vedtak som er direkte i strid med loven. Bare dersom spørsmålet er så tvilsomt at forvaltningen finner at det må unnlates å ta standpunkt kan det forsvares å ikke omgjøre vedtaket, se Eckhoff/Smith s 596, Woxholth s 441 og Frihagen.<sup>4</sup> Frihagen forutsetter at ugyldigheten må være *"tålelig klar"* i den forstand at det må vurderes hvor sikkert det er at domstolene vil komme til at vedtaket er ugyldig. Som et eksempel på at dette kan være usikkert nevner Frihagen saker hvor faktum er avhengig av vanskelige bevissspørsmål. Tilsvarende er det for saker hvor det er gått svært lang tid siden vedtaket ble fattet også antatt at det må foreligge helt utvetydige mangler ved vedtaket, jf Woxholth side 443 med referanse til Sivilombudsmannens årsmelding 1985 s 7.

Det synes således å være en begrenset plikt til å gå inn i bevismessige vurderinger på nytt for å vurdere om vedtaket er ugyldig. Momenter i forhold til om vedtak skal omgjøres vil i tillegg til ovennevnte forhold trolig være om den part en omgjøring vil være til ugunst for kan bebreides for feilen, om vedtaket eller det aktuelle rettsforholdet kan prøves prejudisielt i andre saker, og hvor stor betydning det faktisk har om vedtaket blir stående.

Dersom børsens vedtak om godkjenning av tilbudet anses som ugyldig og børsen skulle omgjøre vedtaket betyr det at tilbudet ikke lenger anses som gyldig gjennomført. Normalt vil mangelen kunne repareres ved at det fremmes et nytt tilbud hvor feilen er rettet, og som godkjennes av børsen. Ettersom selskapet ikke lenger er børsnotert og aksjene i Navis er overført til FOE i 2001 vil imidlertid børsens omgjøring ikke kunne fremtvinge noe nytt tilbud til de tidligere aksjonærene.

Bare dersom en eventuell mangel ved tilbudet måtte anses som en avtalerettslig ugyldighetsgrunn slik at så vel aksjetransaksjonene som tvangsoverføringen måtte anses som ugyldig, vil børsens omgjøring kunne tenkes å få en rettslig betydning for de tidligere minoritetsaksjonærene. Å vurdere avtalenes gyldighet ligger imidlertid utenfor børsens vurderingstema.

En eventuell omgjøring av vedtaket vil altså ikke få noen direkte rettsvirkning for aksjonærene. Børsens syn kan riktignok ha interesse for eventuelle sivile krav mot tilbyder. Morgan Stanley har også hevdet at det av den grunn vil være etisk uforvarselig å ikke omgjøre vedtaket for å gi de tidligere aksjonærene et grunnlag i et eventuelt sivilrettslig krav mot FOE, men har ikke gått inn på forvaltningsrettslige anførsler for dette. En eventuell omgjøring vil ikke i seg selv fastslå hva som er riktig tilbudspris, kun at den var for lav. I en tvist mellom tilbyder og de tidligere aksjonærene vil gyldigheten av vedtaket være et prejudisielt spørsmål mens riktig tilbudspris uansett først vil være rettskraftig når avgjort av domstolene. Børsens vurdering vil trolig bare være et synspunkt i en slik vurdering. Den bevismessige vurdering av faktum er også en viktig del av den skjønnsprosess som pågår for verdsettelse av de tvangsinnløste aksjene.

Det skal bemerkes at en vesentlig del av Morgan Stanleys anførsler bygger på at managementkontrakten var forretningsmessig ugunstig for Navis, men at R&B Falcons styreflertall sørget for at denne ble opprettholdt og godkjent overdratt til FOE. Etter børsens vurdering er dette først og fremst et spørsmål om ansvar for Navis' styre overfor daværende aksjonærer.

---

<sup>4</sup> Frihagen, Forvaltningsrett III Bergen side 41

Børsens godkjenning av tilbudet høsten 2000 var gjort med en viss usikkerhet knyttet til verdsettelsen av managementavtalen. Det ble derfor innhentet ekstern bistand og gjort undersøkelser som ligger langt utenfor hva børsens vanligvis gjør. Godkjenningen var den gang gjort under tvil, men det var etter børsens vurdering ikke grunnlag for å nekte godkjenning av tilbudsprisen. Det er fremkommet nyanser i det faktum som den gang forelå, men ikke vesentlige nye opplysninger. For børsen er det heller ikke nå mulig med sikkerhet å si hva som er rett faktum og galt. I lys av dette og at en eventuell omgjøring ikke vil være gjennomførbar for noen av de involverte antar børsen at det ikke foreligger noen plikt til å gå inn i på en ny vurdering av bevisene. En sikrere vurdering av faktum kan foretas gjennom umiddelbar bevisførsel for domstolene i tilknytning til eventuelle erstatningskrav mot FOE eller daværende styre i Navis dersom Morgan Stanley eller andre aksjonærer finner grunn til det. Børsen finner således ikke grunn til å omgjøre vedtaket.

Morgan Stanleys brev må trolig forstås som en klage. At klagefristen er oversittet betyr at klagen må avvises, jf forvaltningsloven § 33 annet ledd tredje pkt. Avvisningsvedtaket kan påklages etter klagereglene i børsforskriften kap 26. Avgjørelsen om å ikke omgjøre vedtaket er imidlertid ikke et enkeltvedtak og kan derfor ikke påklages, se Woxholth s 434.

## **6.3 GARANTI**

### **6.3.1 Nedskrivning av garantimargin avgitt i forbindelse med pliktig tilbud samtidig med tvangsinnløsning (brev av 21.05.2003)**

Det vises til telefaks av 13. mai 2003 hvor det søkes om nedskrivning av garanti avgitt i forbindelse med Lisme AS' pliktige tilbud om kjøp av samtlige aksjer i Roxar ASA. Garantien er pålydende NOK 4.437.928 med tillegg av 12% rente i fire uker og avgitt av Fokus Bank ASA.

Akseptfristen utløp den 7. mai 2003.

Totalt antall aksjer omfattet av tilbudet var 239.888 Roxar aksjer. Det fremgår av søknaden at totalt 88.233 av de utestående Roxar aksjene er akseptert solgt til tilbyder. Gjenværende antall aksjer som ikke har akseptert tilbudet utgjør 151.655. Selskapets tilrettelegger har opplyst at ikke foreligger omtvistede, uklare eller avviste aksepter.

Som det fremgår av § 10 i garantiforskriften av 15. desember 1997, kan Oslo Børs etter søknad akseptere reduksjon av garantien med følgende beløp:

- a. endelig betalt beløp for aksjer kjøpt under tilbudet, herunder en tilsvarende andel av beløp avsatt til forsinkelsesrenter;
- b. endelig betalt beløp for aksjer dokumentert kjøpt utenfor tilbudet i tilbudsperioden, herunder en tilsvarende andel av beløp avsatt til forsinkelsesrenter; og
- c. beløp tilsvarende antall aksjer det ikke foreligger aksept for, herunder en tilsvarende andel av beløp avsatt til forsinkelsesrenter, likevel slik at det gjenstår en margin for eventuelle omtvistede eller uklare aksepter for ca 10 % av dette beløp.

I søknaden er det søkt om nedskrivning i medhold av § 10 andre ledd, litra c). Det er videre søkt om at marginkravet på 10% ikke kreves eller settes ned. Det er anført at det foreligger "særlige tilfeller" ettersom tilbyder har besluttet å tvangsinnløse resterende aksjonærer, og at disse aksjonærenes krav er sikret ved at innløsningsvederlaget er avsatt på en sperret konto.

Marginkravet skal sikre eventuelle omtvistede eller uklare aksept. Tilbyder har besluttet å tvangsinnløse aksjene og det vil i en slik situasjon sjelden eller aldri vil være tvist om en aksept er gyldig. Pengekravet mot tilbyder for dem som ikke har akseptert er uansett sikret i avsetningen på særskilt konto slik tvangsinnløsning krever. Aksjonærer som har akseptert vil i tillegg ha sikkerhet for sitt krav under bankgarantien. På denne bakgrunn anser børsen at det ved tvangsinnløsning av aksjene foreligger "særlige tilfeller" som medfører at marginkravet kan nedsettes.

Oslo Børs finner å kunne godta nedskrivning av garantien. Videre finner Oslo Børs å kunne sette kravet til margin til null.

Nytt garantibeløp fremkommer som følger.

	Aksjer	Garantibeløp	Garantibeløp inkl renter for 4 uker
Opprinnelig antall aksjer i det pliktige tilbudet	239.888	4.437.928	4.478.893
Aksjer akseptert under tilbudet	88.233	1.632.310,50	1.647.378,-
Aksjer det ikke foreligger aksept for	151.655	2.805.617,50	2.831.515,-
Nytt garantibeløp		1.632.310,50	1.647.378

Nedskrivningen får effekt umiddelbart, uten at børsen krever at det avgis en ny garantierklæring på det nedskrevne beløp. Om ønskelig kan imidlertid opprinnelig garantierklæring returneres mot fremleggelse av ny erklæring på nedskrevet garantibeløp.

Børsen har i henhold til garantiforskriften § 10 siste ledd fastsatt gebyr for behandling av søknader om nedskrivning av garantibeløp til NOK 5.000,-. Gebyret vil bli fakturert særskilt.

## 6.4 KONSOLIDERING

### 6.4.1 Tilbudsplicht i Elkem ASA – spørsmål om konsolidering av Orkla ASA og Nordstjernen Holding AS (Børsklagenemndens sak 1/2003 av 18.02.2003)

Avgjørelse av 18. februar 2003 av klage fra Orkla ASA (Orkla, klager, selskapet) over børsstyrets vedtak 18. desember 2002 om å konsolidere Orkla ASA med Nordstjernen Holding AS (Nordstjernen) for så vidt gjelder selskapenes eiendeler i Elkem ASA (Elkem) med hensyn til tilbudsplichtbestemmelsen i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) § 4-1, jf § 4-5, jf. § 1-4 nr. 5.

#### 1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Børsstyret fattet den 18. desember 2002 vedtak med slik konklusjon:

"I forhold til reglene om tilbudsplicht anses Nordstjernen Holding AS' aksjer i Elkem ASA som like med Orkla ASAs aksjer i Elkem ASA, jf § 4-5 annet ledd jf § 1-4 nr 5. Konsolideringen innebærer at Orkla ASA straks må gi melding i tråd med verdipapirhandelloven § 4-8 om det vil bli fremsatt tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet eller om det vil foretas salg slik at tilbudsplichten ikke lenger foreligger.



Vedtaket kan påklages til børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kap 26, jf børsløven del IV. Klagefristen er 2 – to – uker. En eventuell klage vil på anmodning kunne gis oppsettende virkning.”

Klagefristen ble opprinnelig satt til 2. januar 2003. Ved brev av 20. desember 2002 utvidet imidlertid Oslo Børs klagefristen til 9 / 13. januar 2003.

Orkla har påklaget børsstyrets vedtak i brev av 8. januar 2003. I brev av 14. januar 2003 har Nordstjernen uttrykt at selskapet finner det riktig at Orkla utarbeider klage over børsstyrets vedtak. Det er vist til at tilbudsplikten ble fastsatt i forhold til Orkla. Nordstjernen har imidlertid funnet grunn til å gi uttrykk for at selskapet tiltrer Orklas klage.

I klagen har Orkla bedt om at klagen gis oppsettende virkning.

Børnstyret behandlet klagen i møte 22. januar 2003. Børnstyret fant ikke grunnlag for å omgjøre sitt eget vedtak av 18. desember 2002 og oversendte klagen til behandling i Børsklagenemnden, jf. børsforskriften § 26-3 første ledd og forvaltningsloven § 33.

Børnstyret fant imidlertid at klagen burde gis oppsettende virkning og fattet vedtak om dette med hjemmel i lov 17. november 2000 om børsvirksomhet m.m. (børsløven), jf. lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven) § 42.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 18. februar 2003. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Tor Bertelsen (fung. leder), Hugo P. Matre, Kirsten Sandberg, Norunn Dale Seland og Bernt S. Zakariassen.

## 2. Kort om sakens bakgrunn

I protokollutskriften fra børsstyrets møte 18. desember 2002 heter det blant annet følgende om sakens bakgrunn:

”I slutten av september 2002 passerte Orkla med datterselskaper og Nordstjernen totalt 40 prosent av aksjekapitalen i Elkem. Den 11. oktober 2002 solgte imidlertid Orkla en post på 1,5 millioner aksjer til Folketrygdfondet med den følge at Orkla og Nordstjernen totalt kom under 40 prosent av aksjekapitalen.

Den 8. november gjorde Oslo Børs en vurdering av hvorvidt det var grunnlag for konsolidering av Orkla og hhv Folketrygdfondet, Den norske Bank (”DnB”) og Storebrand ASA, pga forpliktende samarbeid jf vphl § 1-4 nr. 5 jf vphl § 4-5 jf vphl § 4-1 (se vedlegg 1). Børsen konkluderte at det ikke var grunnlag for konsolidering av disse eierandeler. Børsen vurderte imidlertid ikke på det tidspunkt om det var grunnlag for å konsolidere Orkla og Nordstjernen da disse selskaper totalt ikke hadde passert tilbudspliktgrensen på 40 prosent.

Orkla har siden solgt av aksjer til Folketrygdfondet den 11. oktober 2002, gradvis kjøpt seg opp i Elkem og den 5. desember 2002 kjøpte Orkla en post på 15.100 aksjer og eide deretter totalt 19.436.602 aksjer av de totalt 49.280.000 aksjene i Elkem. Den 23. oktober 2002 solgte Nordstjernen halvparten av sin aksjepost og eide etter det 275.500 aksjer i Elkem. Per 5. desember 2002 eier derfor Orkla og Nordstjernen i fellesskap 40 prosent av aksjene i Elkem og har passert tilbudspliktgrensen i vphl § 4-1.

I 1999 vurderte børsen spørsmålet om konsolidering av Orkla og Nordstjernen i forhold til flaggeplikten i vphl § 3-2. Basert på den informasjon Oslo Børs den gangen hadde, fant ikke børsen grunnlag for å konkludere at det forelå et

forpliktende samarbeid mellom Orkla og Nordstjernen i 1999. Børsen viste til at saken kunne gjenopptas dersom nye opplysninger tilsa dette (se vedlegg 2). Videre vurderte Finansdepartementet høsten 2000 spørsmålet om konsolidering i forhold til finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 for de samme parter, etter Kredittilsynets tilråding datert 22. oktober 1999. Kredittilsynet konkluderte under tvil at det ikke var grunnlag for konsolidering av Orkla og Nordstjernen pga forpliktende samarbeid (vedlegg 3). Finansdepartementets konklusjon var i overensstemmelse med Kredittilsynets tilråding (vedlegg 4). Disse vurderinger vil være av betydning for den vurdering som skal foretas av børsen i dette tilfellet.”

### 3. Klagers anførsler

I brev av 8. januar 2003 fra Orkla påklages børsstyrets rettsanvendelse og bevisbedømmelse. Hovedinnholdet i klagen er som følger:

- (i) “Oslo Børs har lagt til grunn en tolkning av vilkåret “forpliktende samarbeid” i vphl. § 1-4 nr. 5 som ikke er korrekt. Ifølge lovens forarbeider, praksis og teori innebærer dette vilkåret at det må foreligge en stilltiende avtale mellom Nordstjernen og Orkla som går ut på et mer langsiktig forpliktende samarbeid om utøvelsen av aksjonærrettigheter med tanke på kontroll av Elkem. I stedet har Oslo Børs i sitt vedtak lagt til grunn at det er “tilstrekkelig at partene har en langsiktig forståelse av at de vil opptre samordnet i situasjoner der det kan oppstå motsetninger”, jfr. børsens generelle vurdering av spørsmålet om konsolidering på grunn av forpliktende samarbeide under pkt 4.4 annet avsnitt.
- (ii) Oslo Børs har som grunnlag for konsolideringen lagt vekt på omstendigheter som ikke er relevante i forhold til det lovbestemte vilkåret om forpliktende samarbeid. I hvilken grad Nordstjernens investering i Elkem skulle være “motivert av Orklas sterke ønske om å hindre Alcoa om å få kontroll i Elkem”, jfr. vedtaket punkt 6, er for eksempel uten betydning.
- (iii) Oslo Børs har på enkelte punkter foretatt en uriktig vurdering av de faktiske bevismomenter i saken, for eksempel at Orkla skulle ha noen større reell innflytelse i Elkems eller Nordstjernens styrende organer enn det antallet representanter skulle tilsi.”

Klager legger til grunn at et samarbeid som skal tilsi konsolidering etter verdipapirhandelloven § 4-5, jf. § 1-4 nr. 5 må være forpliktende i den forstand at det foreligger en stilltiende avtale, det må være langsiktig og det må gjelde utøvelsen av aksjonærrettigheter med tanke på kontroll av Elkem. Som støtte for sitt syn viser selskapet til forarbeidene til verdipapirhandelloven § 4-5, jf. § 1-4 nr. 5 som er sitert under punkt 3 om børsstyrets vurdering.

Klager anfører for det første at den strid som nå føres mellom de to dominerende aksjonærgrupperingene i Elkem ligger fjernt fra den interesse som verdipapirhandellovens konsolideringsregel i § 4-5 er ment å ivareta. Ifølge klager er formålet med denne konsolideringsregelen å fange opp situasjoner som reelt sett gir den samme kontroll over aksjenes stemmegiving på målselskapets generalforsamling som om aksjene hadde vært eiet av en og samme aksjonær. Klager skriver videre i denne forbindelse:

“Lovens formål er med andre ord å hindre omgåelser ved at eierskap spres på to eller flere aksjonærer samtidig som aksjonærene i forhold til de økonomiske og administrative rettigheter knyttet til aksjene, opptrer som om aksjene har en eier.

Den strid som nå føres av de to dominerende aksjegrupperingene i Elkem ligger fjernt fra den interesse som lovens konsolideringsregel er ment å ivareta. Alcoa

ønsker å ta kontroll i Elkem ved å erverve det antall aksjer som skal til for å bringe eierandelen over 50 %. Orkla og andre institusjonelle investorer ønsker å forhindre et slikt kontrollskifte så lenge Alcoa ikke er villig til å tilby en fair pris for aksjene til samtlige aksjonærer i Elkem. I motsetning til Alcoa som ønsker å overta kontrollen i selskapet, ivaretar de øvrige aksjonærene sine investeringer ut fra normale prinsipper for finansinvestorer. I denne forbindelse oppfattes Alcoas opptreden også å reise prinsipielle spørsmål knyttet til likebehandling av aksjonærer og utformingen og praktiseringen av reglene om tilbudsplikt, som har engasjert flere av de større aksjonærene i Elkem. Styret i Orkla ASA har imidlertid vært opptatt av at disse likeartede aksjonærinteresser og holdninger ikke må føres videre i et forpliktende samarbeid mellom Orkla og andre aksjonærer i Elkem. Dette er uttrykkelig presisert i Orklas styreprotokoller som også børsstyret refererer til.

De underliggende faktiske forhold knytter seg til en type strid mellom aksjonærgrupperinger som lovens konsolideringsregel ikke er ment å omfatte. Oslo Børs understreker da også dette i sitt vedtak av 8. november 2002 vedrørende spørsmålet om konsolidering av Orkla, Folketrygdforbundet, Storebrand og DnB (CGR/AS/96167):

"Og selv om det skulle være en muntlig, men forpliktende avtale om å forhindre Alcoas kontrollskifte – hvilket det altså ikke er funnet grunnlag for – vil heller ikke det være tilstrekkelig til å konsolidere fordi samarbeidet i tilfelle ikke vil gjelde opptreden om bruk av aksjonærinnsflytelse."

På bakgrunn av lovens formål sammenholdt med den faktiske situasjon i Elkem, er det derfor sterke grunner som taler for at Oslo Børs ikke bør anvende loven utvidende."

Klager viser til børsstyrets uttalelse om at *"(e)t samarbeid/avtaler som alene gjelder kjøp og salg av aksjer uten ytterligere forpliktelser med hensyn til utøvelse av aksjonærrettigheter, vil derfor ikke nødvendigvis medføre konsolidering med hensyn til tilbudsplikten."* Etter klagers oppfatning er det oppsiktsvekkende at børsstyret holder oppe muligheten for en konsolidering i tilfeller av samarbeid som bare gjelder erverv av aksjer. Det vises i denne forbindelse til at det er klart slått fast i lovens forarbeider at *"et samarbeid kun med sikte på selve ervervet, ikke bør kunne medføre konsolidering"*.

Etter klagers oppfatning er det heller ikke grunnlag for å si at det foreligger et forpliktende samarbeid mellom Orkla og Nordstjernen om andre forhold knyttet til eierskapet i Elkem. Klager viser til at det i forarbeidene til loven er lagt til grunn at for at lovens krav skal være oppfylt må det minimum foreligge en stilltiende avtale mellom partene som går ut på et mer langsiktig samarbeid. Ifølge klager har børsstyret lagt til grunn at det avgjørende må være at det foreligger et "faktisk samarbeid" og at partene "opplever å være gjensidig forpliktet". Klager viser også til at børsstyret har uttalt at det er "tilstrekkelig at partene har en langsiktig forståelse av at de vil opptre samordnet i situasjoner der det kan oppstå motsetninger". Disse uttalelsene viser etter klagers oppfatning at Oslo Børs sitt vedtak hviler på en feil lovforståelse. Klager uttaler videre i denne forbindelse:

"Hvilke forventninger aksjonærene kan ha til hverandres stemmegivning på en generalforsamling ut fra de motsetninger og det interessefellesskap som måtte foreligge, er ikke tilstrekkelig for å konsolidere. I det foreliggende tilfelle er det for eksempel lett å se at Nordstjernen og Orkla på en generalforsamling ikke vil avgi stemme som gjør at Alcoa vil kunne få en kontrollerende innflytelse i selskapets styre. Denne felles posisjon har imidlertid ikke sammenheng med en form for et forpliktende samarbeid, men er skapt ut fra Nordstjernens og Orklas ønske – hvis Alcoa vil overta Elkem – at Alcoa i så fall må betale en fair pris til alle gjenstående

aksjonærer, slik at samtlige aksjonærer kan ta del i den premie som vanligvis betales for å ta kontroll i et selskap.

Det er uriktig, slik som det blir hevdet av Oslo Børs, at en faktisk binding mellom aksjonærer er tilstrekkelig for å konsolidere. Loven og dens forarbeider peker derimot på at det må foreligge et gjensidig forpliktende samarbeid med et minimum av rettslig innhold - i realiteten minimum en stilltiende avtale om utøvelse av eierbeføyelser med sikte på kontroll over tid - som avgjørende for konsolidering."

Klager har også en rekke innsigelser mot de momenter som børsstyret har vektlagt i drøftelsen av om det foreligger faktiske bindinger mellom Orkla og Nordstjernen. Klager uttaler i denne forbindelse:

"(i) "Oslo Børs har lagt til grunn at Orkla utøver betydelig innflytelse over Elkem, og dermed indirekte på Elkems utøvelse av Elkems rettigheter i Nordstjernen.

Orkla har ett av fem aksjonærvalgte styremedlemmer i Elkems styre, og ett av femten aksjonærvalgte medlemmer i Elkems bedriftsforsamling. Det foreligger ingen avtaler eller avhengighetsforhold mellom Orkla og de øvrige medlemmer av Elkems styre og bedriftsforsamling. Når Oslo Børs i denne forbindelse velger å sitere fra Elkems notifikasjon knyttet til selskapets erverv av Sapa, vil vi minne om at problemstillingen her var hvorvidt Alcoa, som største aksjonær i Elkem, kunne antas å ha kontroll over Elkem eller "decisive influence" slik EUs fusjonskontrollforordning gir anvisning på. Formuleringene - som for øvrig står for Elkems regning - er inntatt under kapitlet "Alcoa's stake in Elkem" og kan ikke tas til inntekt for at Orkla har noen større innflytelse over Elkems beslutninger knyttet til Nordstjernen enn den formelle representasjonen skulle tilsi. Finn Jebsen fratradte før øvrig da styret i Elkem sist høst fattet vedtak knyttet til sin eierposisjon i Nordstjernen.

(...)

Rent bortsett fra at en spekulasjon om at Orkla gjennom sitt eierskap og representasjon i Elkem skal ha "betydelig innflytelse" over konsernsjef Ole Engers stemmegivning i styret i Nordstjernen er en fornærmelse mot konsernsjef Ole Enger, som selvsagt utøver sitt styreverv i Nordstjernen ut fra selskapets beste, ser Oslo Børs bort fra at sakens faktum nettopp viser at konsernsjef Ole Enger ikke kan ha stått under Orklas innflytelse. I styremøtet den 21.oktober 2002 avga således Ole Enger stemme for at Nordstjernen skulle selge samtlige aksjer i Elkem, mens Orklas representant, Halvor Stenstadvold, avga stemme for at bare halvparten av aksjene skulle selges. Det forelå en reell uenighet. I stedet for å konstatere at dette forhold viser at det ikke foreligger noen stilltiende avtale mellom Orkla og Nordstjernen, ser Oslo Børs nærmest ut til å ta uenigheten til inntekt for det motsatte. Senere i vurderingene heter det således at

"Børsen mener imidlertid dette viser at brister i enigheten søkes reparert gjennom kompromisser. I stedet for å benytte sitt flertall i styret til å holde fast ved beslutningen om erverv av Elkem aksjer og nedstemme Engers forslag om salg, fant flertallet et kompromiss ved at kun halve posten ble solgt."

Dette er rene spekulasjoner uten hold i det som virkelig fant sted på styremøtet. Salget av halvparten av aksjene i Elkem var et utslag av at styrets flertall fant det riktig å redusere Nordstjernen for den risiko som investeringen i Elkem også innebærer. Vedtaket er ikke uttrykk for noen "partner- og fellesskapsholdning" blant aksjonærene i Nordstjernen - verken i forhold til spørsmålet om hvilke aksjer Nordstjernene skal kjøpe og enn mindre hvordan Nordstjernen skal utøve de rettigheter som er knyttet til aksjene.

Det ble for øvrig 17. desember 2002 avholdt en ekstraordinær generalforsamling hvor Ole Enger etter eget ønske fratrådte som styremedlem i Nordstjernen. Han ble erstattet av Richard Aa. I tillegg besluttet generalforsamlingen å utvide antall styremedlemmer fra seks til syv, og advokat Lars A. Christensen ble valgt til nytt uavhengig styremedlem og styreleder. Det vises til vedlagt kopi av generalforsamlingsprotokoll. For ordens skyld presiserer vi at disse nye omstendigheter skal hensyntas i klagesaksbehandlingen.

(ii) Det er mulig at DnBs representant i styret, Jens P. Heyerdahl d.y, vil "skjele hen til Orklas interesser i selskapet". I såfall ligger denne "skjelingen" fjernt fra et rettslig forpliktende samarbeid mellom to selskaper, og vil heller være et utslag av at de standpunkter som Orkla måtte innta i styret, er fornuftige også for DnB. Det faktum at Heyerdahl har kontor hos Orkla, at han fortsatt har oppgaver i selskapet, at han fortsatt mottar vederlag for det arbeid har rent faktisk gjør og at han fortsatt etter sin avgang som konsernsjef har uttalt seg positivt om den bedriftskultur som Orkla representerer, har ingen sammenheng med de rettsfakta som vphl § 1-4 nr 5 etterlyser. Mener virkelig Oslo Børs at det forhold at Heyerdahl holder foredrag om Orklas bedriftskultur, peker i retning av at Orkla og Nordstjernen har innledet et forpliktende samarbeid om utøvelse av aksjonærrettigheter i Elkem? Under alle omstendigheter avklarte Heyerdahl sin stemmegivning knyttet til Nordstjernens investering i Elkem med DnB på forhånd.

(iii) Det er riktig at Orklas utøvelse av den daglige administrasjon i Nordstjernen ved investeringssjef Anders Berggren, gir innflytelse over de aksjer som Nordstjernen kjøper og selger. Alle investeringer utover NOK 25 mill i noe selskap skal imidlertid være styrebehandlet. Videre – og det er det avgjørende i forhold til loven – den faktiske påvirkning som administrasjonen kan føre til i forhold til styrets beslutninger, har ikke et rettslig innhold og gjelder ikke utøvelse av de aksjonærrettigheter som er knyttet til Nordstjernens aksjer. Hva ellers gjelder kjøp av aksjer i Elkem under fullmakten, måtte ethvert kjøp dessuten godkjennes av styremedlem Ulf Spång.

På dette punkt vil vi også minne om at forholdet har bestått over lang tid og at det ikke tidligere har vært tillagt særlig vekt i forholdet til konsolideringsspørsmålet.

(iv) Aksjonæravtalen for Nordstjernen synes å bli tatt til inntekt for at det skal foretas konsolidering av Orkla og Nordstjernen. Etter vår vurdering taler tvert imot aksjonæravtalen generelt mot konsolidering. Aksjonæravtalen har som hovedprinsipp at større investeringer krever tilslutning fra samtlige aksjonærer. Hver aksjonær har vetorett i slike saker, og Orkla er ikke tilkjent noen særskilt myndighet til å instruere hvilke disposisjoner Nordstjernen foretar i forhold til sine investeringer.

Fullmaktsvedtaket av 30. september 2002 hadde imidlertid kun en ramme på MNOK 100 og forutsatte dermed ikke enstemmighet blant eierne. Orkla utgjorde (verken alene eller sammen med Elkem for den saks skyld) noe flertall ved denne styrebehandlingen.

Aksjonæravtalen inneholder ikke krav om enstemmighet i forhold til spørsmålet om hvordan stemmeretten på de aksjer som eies skal utøves. Et slikt enstemmighetskrav ville for øvrig ikke ha vært mulig å praktisere. I stedet har Nordstjernen praksis for at stemmeretten utnyttes på fritt og skjønnsmessig grunnlag av et av styrets medlemmer eller en representant for en av eierne. For tiden utøves Nordstjernens stemmerett i Elkem (og Orkla) av DnBs konsernsjef, Svein Aaser.

Det er for oss uklart hva Oslo Børs konkret mener når det på dette punkt uttales:

"Børsen har vanskelig for å se at ikke Aaser skulle bruke aksjonærrettighetene innenfor de uskrevne forutsetningene som ligger til grunn for Nordstjernens virksomhet, og som for investeringer er kommet til uttrykk i aksjonæravtalen."

Det eksisterer ingen skrevne eller uskrevne forutsetninger om hvordan Nordstjernen skal utøve sin stemmegivning i Elkem eller i andre selskaper. Ovenfor er det pekt på at man utfra de interesser som Orkla og DnB har, rent faktisk kan forvente at Nordstjernen ikke vil avgi stemme som innebærer at Alcoa tar kontroll i selskapet. Dette er imidlertid et interessefellesskap bestemt utfra at også Nordstjernen har alminnelige og dermed også sammenfallende interesser med DnB og Orkla, og har intet med forpliktende samarbeid mellom Orkla og Nordstjernen å gjøre. Orkla kan for sitt vedkommende vanskelig se at noen annen ordning enn den som nå praktiseres med hensyn til Nordstjernens stemmegivning, bedre ivaretar hensynet om at en enkelt av selskapets aksjonærer ikke skal ha bestemmende innflytelse over Nordstjernens stemmegivning.

(iv) Børsen hevder at det er "mye som taler for at Nordstjernens Elkem-investering i stor grad er motivert av Orklas sterke ønske om å hindre Alcoa i å få kontroll i Elkem uten å gi et vesentlig høyere tilbud til aksjonærene". Med henvisning til våre kommentarer ovenfor, nøyer vi oss her med å konstatere at en slik faktisk motivasjon uansett ikke oppfyller lovens krav til samarbeidet - nemlig at det skal ha et rettslig forpliktende innhold. Videre vil en slik motivasjon ikke tilfredsstillende lovens vilkår om hva som skal være gjenstand for samarbeidet, nemlig utøvelse av aksjonærrettigheter med tanke på kontroll av Elkem. Dette er årsaken til at det i forarbeidene uttrykkelig blir presisert at et samarbeid gående ut på erverv av aksjer, ikke er omfattet av loven. Oslo Børs ser ikke ut til å ta konsekvensen av dette i sin konkrete rettsanvendelse."

#### 4. Børsstyrets vurdering

Børsstyret viser til at det rettslige spørsmål i saken er om Orkla og Nordstjernen skal pålegges tilbudsplikt overfor øvrige aksjonærer i Elkem jf. vphl. § 4-1 pga. konsolidering i henhold til vphl. § 4-5.

I henhold til vphl § 4-1 foreligger tilbudsplikt for:

"[d]en som gjennom erverv blir eier av mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs..."

Børsstyret viser til at Orkla pr. 5. desember 2002 eide 39,45 prosent av aksjene i Elkem. Dette er ikke nok til at selskapet er underlagt tilbudsplikt etter bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 4-1. Imidlertid viser børsstyret til at det følger av verdipapirhandelloven § 4-5 at:

"I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med aksjonærens egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-5." (Riktig henvisning er til § 1-4.)

Verdipapirhandelloven § 1-4 angir flere kategorier av "nærstående". Det aktuelle alternativ i denne saken er ifølge børsstyret § 1-4 nr. 5, som lyder:

"Som noens nærstående menes (...)

5. 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."

Børsstyret peker på at Nordstjernen eide 0,55 % av aksjene i Elkem pr. 5. desember 2002. Spørsmålet er derfor om Orkla har forpliktende samarbeid med Nordstjernen når det gjelder på gjøre bruk av rettighetene som eier av finansielle instrumenter i Elkem.

Børsstyret viser til at det i NOU 1996:2 på side 114-115 er uttrykt følgende om begrepet forpliktende samarbeid:

”Som nevnt har Børsklagenemnden lagt til grunn at det i realiteten kreves en stilltiende avtale mellom partene for at det skal kunne sies at de opptrer i forståelse med hverandre. Forståelsen etter avtalen bør dessuten omfatte en koordinert opptreden med et felles mål med sikte på en tilstrekkelig kontroll over selskapet.

Utvalget legger til grunn at et samarbeid kun med sikte på selve ervervet, ikke bør kunne medføre konsolidering. Det vises for øvrig til at spørsmålet om utløsning av tilbudsplikt vil kunne variere på bakgrunn av den praktiske gjennomføringen av et koordinert aksjekjøp.

(...)

Etter utvalgets syn ville det være fordel med en ytterligere presisering av at ikke enhver samordnet bruk av aksjonærrettigheter vil gi grunnlag for konsolidering. For eksempel samordnet opptreden i en generalforsamling med sikte på f.eks. skifte av styret, bør ikke i seg selv begrunne konsolidering etter tilbudspliktreglene. En blott og bar felles opptreden vil også falle utenfor ordlyden. Det er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, som bør begrunne konsolidering. På den annen side kan også et kortsiktig samarbeid med sikte på f.eks. salg av deler av selskapets virksomhet mv., etter omstendighetene være tilstrekkelig til at hensynene bak tilbudspliktreglene gjør seg gjeldende. Etter utvalgets syn bør det som en retningslinje legges til grunn at samarbeid i en enkelt sak i seg selv ikke være nok, med mindre den konkrete saken indikerer at de aktuelle aksjonærene reelt sett har et bredere samarbeid. Etter utvalgets syn er det ikke mulig å foreta en nærmere spesifisering i loven av hvilket samarbeid som vil kunne utløse tilbudsplikt. Dette må avgjøres konkret ut fra forholdene i det enkelte tilfellet. Utvalget foreslår derfor at det i loven benyttes tilsvarende formulering som i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6, dvs. at konsolidering skal foretas i forhold til noen det må antas aksjonæren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær. Det legges til grunn at det i samsvar med børsens praksis skal kreves en stilltiende avtale mellom partene for at disse skal anses å ha et forpliktende samarbeid. Utvalget påpeker forøvrig at det ikke vil være noen forutsetning at det skal foreligge sanksjoner eller sanksjonsadgang for at man skal kunne anse samarbeidet for «forpliktende». (Børsstyrets understreknings.)

Børsstyret påpeker at departementet i Ot. Prp. nr. 29 (1996-97) punkt 9.2.6 slutter seg til utvalgets presiseringer på dette punkt. Finanskomiteen for sin del sluttet seg i Innst. O. nr. 83 (1996-97) til departementets forslag uten merknader.

Når det gjelder spørsmålet om hvilke beviskrav som må være oppfylt for at en skal kunne *”anta”* at en aksjonær har forpliktende samarbeidende med en eller flere andre aksjonærer, peker børsstyret på at utvalget i NOU 1996:2 har vist til at det vil være vedtaksmyndigheten som har bevisbyrden for at vilkårene for konsolidering foreligger og at det derfor må foreligge objektive omstendigheter som tilsier at det foreligger et samarbeid som er tilstrekkelig forpliktende til at konsolidering skal foretas.

Ifølge børsstyret kan en også finne holdepunkter for hvorledes begrepet *”forpliktende samarbeid”* i verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5 skal forstås i praksis. Børsstyret viser til at dette begrepet også er benyttet i § 2-6 første ledd d) i lov 10. juni 1988 nr. 40 om

finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven). Bestemmelsen lyder som følger:

"Like med aksjeeierens egne aksjer regnes i forhold til reglene i §§ 2-2, 2-4 og 2-5 første ledd, de aksjer som eies eller overtas av  
(...)  
d) noen som det må antas aksjeeieren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær."

Styret legger til grunn at en vurdering i henhold til finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 første ledd d) vil tilsvare vurderingen etter den tilsvarende bestemmelse i vphl § 1-4 nr. 5. Fra praksis etter førstnevnte bestemmelse er ifølge børsstyret Finansdepartementets vedtak av 25. oktober 2000 om ikke å konsolidere Nordstjernen med Orkla for så vidt gjaldt aksjer i Storebrand ASA, av særlig interesse. Børsstyret referer fra Kredittilsynets innstilling til Finansdepartementet i denne saken og viser til at departementets konklusjon var basert på denne tilrådingen. Børsen gjør for øvrig oppmerksom på at Kredittilsynet i tilrådingen ga uttrykk for at spørsmålet var svært tvilsomt og at det var dissens i Kredittilsynets styre. Børsstyret siterer følgende fra Kredittilsynets tilråding:

"Finansdepartementet uttalte blant annet i Aker RGI saken at: "...det er ikke noe krav om at det foreligger noen formell samarbeidsavtale. Det vil være tilstrekkelig dersom det foreligger en stilltiende avtale. Det avgjørende må være om det foreligger en faktisk binding mellom aksjonærene og derved en maktkonsentrasjon av den art som konsolideringsreglene skal motarbeide. Det må videre foreligge en forståelse hos begge parter om samsvarende opptreden." Departementet la til grunn at kryssende eierskap og organisasjon var forhold som kunne trekke i retning av at det forelå forpliktende samarbeid.  
(...)

Kredittilsynet antar at det er vanskelig å bevise en eventuell "forståelse... om samarbeidende opptreden" før det faktisk er avgitt stemmer fra Nordstjernen og Orkla på generalforsamling i Storebrand. Videre kan spørsmålet om slik forståelse mellom Nordstjernen og Orkla stille seg annerledes etter at Skandia nå er blitt eier av 9,99 prosent av aksjene i Storebrand. Dette vil kunne avhenge av forholdet mellom Skandias og Orklas interesser som aksjonærer i Storebrand. Det vises til at Skandias samarbeid med Storebrand på skadesiden gjennom Newco, og mulig konkurranseforhold i andre deler av forsikringsmarkedet, ikke gjør det åpenbart at Skandia og Orkla vil ha sammenfallende interesser i Storebrand. Kredittilsynet mener det er forhold som taler for konsolidering på bakgrunn av alternativet om "forpliktende samarbeid". Sammensetningen av Nordstjernens styre og administrasjon, kombinert med Orklas stilling som hovedaksjonær i Elkem, er momenter av betydning. Det kan argumenteres for at Orkla ved sitt eierskap og sin styrerepresentasjon i Nordstjernen og Elkem har innflytelse over Nordstjernens forvaltning av Storebrandaksjene.

Kredittilsynet har funnet at spørsmålet her er svært tvilsomt. Kredittilsynet har imidlertid kommet til at det antakelig foreløpig ikke foreligger tilstrekkelig grunnlag for å kunne konsolidere på bakgrunn av forpliktende samarbeid. Det vises imidlertid til at en senere vurdering av saken, på bakgrunn av etterfølgende omstendigheter eller andre opplysninger i saken, vil kunne innebære konsolidering.

Et mindretall i Kredittilsynets styre [styreleder Erling Selvig og møtende varamedlem Lisbeth Hjort (vår kommentar)] tilrår at Finansdepartementet vedtar konsolidering med hjemmel i fil § 2-6 annet ledd bokstav d."

Basert på bakgrunnen for det samarbeid som er etablert mellom aksjonærene i Nordstjernen viste Kredittilsynet, ifølge børsstyret, også til at det var forhold som tydet på at investeringen i Storebrand var av strategisk karakter selv om Orkla hadde anført at investeringen var av ren finansiell karakter. Børsstyret peker også på at Kredittilsynet drøftet betydningen av at Ole Enger i Elkem (Elkem er aksjonær i Nordstjernen) var gitt



fullmakt til å stemme på Storebrands generalforsamling uten å klarere sin stemmegivning med styret i Nordstjernen. Kredittilsynet ga ifølge børsstyret uttrykk for at det var lite rimelig å legge til grunn at Enger i relasjon til kontroversielle saker ville gjøre bruk av stemmeretten uten å klarere eller drøfte dette med de øvrige aksjonærene i Nordstjernen. Det var også vist til at Engers fullmakt når som helst kunne trekkes tilbake.

Videre viser børsstyret til at Finansdepartementet i 1990 ved en vurdering etter finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 konsoliderte en rekke aksjonærer i Forenede Gruppen A/S med Kinnevik AB. Grunnlaget for konsolideringen var ifølge børsstyret særlig at Kinnevik hadde finansiert eller påtatt seg økonomisk risiko og forpliktelser av betydelig omfang knyttet til andre aksjonærer. Styret viser videre til at Finansdepartementet i 1997 kom til at Aker RGI ASA skulle konsolideres med Kjell Inge Røkke og hans heleide selskap for så vidt gjaldt eierandeler i Storebrand ASA. Det ble i forhold til spørsmålet om "forpliktende samarbeid" ifølge børsstyret lagt vekt på haRøkkes eierandeler, formell og reell innflytelse og parallelle investeringer i Storebrand. Videre skal Finansdepartementet ha lagt vekt på at Røkke normalt ville ha bestemmende innflytelse i Aker til tross for at han bare eide 37,9 prosent.

Børsstyret uttaler på denne bakgrunn følgende om sin generelle vurdering av spørsmålet om konsolidering på grunn av forpliktende samarbeid:

"På bakgrunn av lovens ordlyd og eksisterende rettskilder legger børsen til grunn at vilkåret om "forpliktende samarbeid når det gjelder å gjøre bruk av rettigheter som eier av et finansielt instrument" jf § 1-4 nr. 5, innebærer et krav om faktisk samarbeid hvoretter partene i forhold til hverandre opplever å være gjensidig forpliktet ved utøvelse av aksjonærrettigheter.

Det er imidlertid klart at det ikke kan oppstilles et krav om at samarbeidet er nedfelt i en formell avtale. I mangel av uttrykkelig avtale må det vurderes om de aktuelle aksjonærs handlemåte og omstendighetene for øvrig sannsynliggjør at de handler på grunnlag av en forpliktelse eller forståelse seg imellom. At to eller flere aksjonærer har sammenfallende oppfatning om utøvelse av aksjonærrettigheter og derfor rent faktisk opptrer likt med hensyn til utøvelse av aksjonærrettigheter, er etter børsstyrets vurdering ikke tilstrekkelig til å konstatere at det foreligger "forpliktende samarbeid". På den annen side legger børsen til grunn at det ikke kan stilles krav om at brudd på en forpliktelse må være mulig å sanksjonere, for at et forpliktende samarbeide skal anses å foreligge. Det vises til at ordlyden før vedtakelsen av vphl i 1997 brukte ordlyden "handler etter avtale med eller for øvrig opptrer i forståelse med", uten at den nye ordlyden var ment å endre betydningsinnholdet, jf. NOU 1996:2 s. 115. Bergo mener det ut fra ordlyden må kreves en mer uttrykkelig avtale. Motsatt mener Jone Engh i forhold til finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 at det i kravet til at samarbeidet skal være forpliktende er tilstrekkelig "at det foreligger en faktisk binding mellom aksjonærene og derved maktkonsentrasjon av den art som konsolideringsreglene skal motvirke". Etter børsens oppfatning er det tilstrekkelig at partene har en langsiktig forståelse av at de vil opptre samordnet i situasjoner der det kan oppstå motsetninger.

I vurderingen av om det foreligger et slikt samarbeide kan det legges vekt på kryssende eierskap og organisasjon mellom de aktuelle aksjonærer.

I vurderingen vil samarbeidets sannsynliggjorte omfang og varighet kunne være av betydning. Det er ikke slik at enhver samtale eller "samarbeide" i enkeltsaker eller flere saker nødvendigvis medfører at det foreligger et "forpliktende samarbeide". Børsen viser til at aksjonærer i børsnoterte selskaper må kunne føre samtaler om hvilke veivalg og avgjørelser som er best for selskapet uten at det av den grunn foreligger et forpliktende samarbeide.

Konsolidering etter vphl § 4-5 skal hindre at flere aksjonærer etter et forpliktende samarbeide om utøvelse av aksjonærrettigheter kontrollerer mer enn 40 prosent av aksjene uten at tilbudsplikten utløses. Ved konsolideringss spørsmålet i henhold til § 4-5 jf § 1-4 nr. 5 er det derfor av betydning om det aktuelle forpliktende samarbeidet kan relateres til oppnåelse eller utøvelse av kontroll over det aktuelle selskap. Et samarbeid/avtaler som alene gjelder kjøp og salg av aksjer uten ytterligere forpliktelser mht utøvelse av aksjonærrettigheter, vil derfor ikke nødvendigvis vil medføre konsolidering med hensyn til tilbudsplikten."

I vedtaket av 22. januar uttaler børsstyret at det ikke anser det som avgjørende hvorvidt Orkla søker kontroll i Elkem så lenge 40 % grensen er overtrådt på konsolidert basis. Verdipapirhandelloven er ifølge børsstyret utformet slik at tilbudsplikt inntreder ved passering av 40 % av aksjekapitalen, enten dette utgjør et kontrollskifte eller ikke. Styret viser til at det i vedtaket av 18. desember 2002 har lagt til grunn at det avgjørende er hvorvidt de foreliggende omstendigheter viser at det foreligger enn stilltiende avtale om utøvelsen av aksjonærrettigheter.

Av børsstyrets vedtak 22. januar 2003 følger det at børsstyret legger til grunn at dersom partene opplever å være gjensidig forpliktet må det sies å være inngått en stilltiende avtale. En slik avtale må etter styrets oppfatning ikke være av rettslig karakter i den forstand at den kan håndheves for en domstol. Etter børsstyrets oppfatning er det tilstrekkelig dersom partene oppfatter seg å være moralsk forpliktet til å opptre samordnet i saker hvor det foreligger motsetningsforhold mellom to eller flere aksjonærgrupperinger. I denne forbindelse vises det til ordlyden i den gamle verdipapirhandelloven som bestemmelsen i dagens § 1-4 nr. 5 ifølge børsstyret er en videreføring av. Styret siterer fra ordlyden i den gamle bestemmelsen som lød "opptrer i forståelse med". Videre vises det til at det i tilsvarende engelske bestemmelse brukes uttrykket "acting in concert with". Dersom bestemmelsen ble tolket som et krav om uttrykkelig avtale som kunne sanksjoneres ved domstolene, ville tilbudspliktbestemmelsen i følge børsstyret uthules vesentlig.

Når det gjelder vektleggingen av faktisk binding mellom partene i forhold til spørsmålet om det foreligger et "forpliktende samarbeid med hensyn til aksjonærrettigheter viser børsstyret til at en slik vektlegging har støtte i relevant praksis. Styret viser i denne forbindelse blant annet til Finansdepartementets vedtak i Aker RGI-saken hvor det ifølge børsstyret fremgår at en rekke faktiske forhold som viser binding mellom selskapene er relevante i forhold til konsolideringss spørsmålet. Denne saken er omtalt ovenfor.

Børsstyret uttaler i vedtaket av 18. desember følgende om hvilke forhold som kan tillegges vekt ved vurderingen av om det foreligger et forpliktende samarbeid og hvilke beviskrav som gjelder:

"I børsens vurdering av om det foreligger grunnlag for konsolidering pga forpliktende samarbeid i relasjon til tilbudsplikten må børsen foreta en helhetsvurdering av alle relevante forhold. Børsen har bevisbyrden for at det foreligger grunnlag for konsolidering. Beviskravet kan imidlertid ikke settes for strengt, jf lovens ordlyd "må antas". I juridisk teori er det noe avvikende oppfatninger om dette innebærer at det alminnelige utgangspunkt at det mest sannsynlige faktum skal legges til grunn (sannsynlighetsovervekt/mer enn 50 prosent sannsynlig). Forarbeidene har ikke uttrykkelig vurdert annet enn at det må "foreligge objektive omstendigheter som tilsier at det foreligger et samarbeid som er tilstrekkelig". Jone Engh forstår Kredittilsynets og Finansdepartementets praksis i relasjon til finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 slik at "vedtakelsesmyndigheten ikke [trenger] bevise at det foreligger et "forpliktende samarbeid". Det er nok å bevise at det foreligger forhold som gjør at det "må antas" at dette foreligger". Bergo mener for finansieringsvirksomhetsloven at "man ikke kan kreve mer enn at det ikke må være sannsynlighetsovervekt i

motsatt retning". Også Beckmann, Bergo, Bjørnsen, Sæhle og Trøbråten "Verdipapirhandelloven med kommentarer" (2002) sier at det "neppe gjelder krav om sannsynlighetsovervekt".

Oslo Børs antar at finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 (2) ikke overlater mer til departementets skjønn enn vphl § 4-5 (2) overlater til børsens. Finansieringsvirksomhetsloven angir at departementet "avgjør i tvilstilfelle", mens vphl angir at "børsen avgjør om det skal foretas identifikasjon".

Oslo Børs anser bestemmelsen å hjemle grunnlag for konsolidering selv om det foreligger stor grad av tvil. Det kreves objektive omstendigheter, men disse vil kunne ha ulik karakter og også omfatte indisier på samarbeide. Således vil kryssende eierskap, organisasjon og finansiering kunne redusere kravene til bevisenes styrke og omfang i forhold til situasjoner der slike omstendigheter ikke foreligger. Børsen anser at alminnelige sivilrettslige beviskrav normalt kreves oppfylt for at børsen skal foreta konsolidering etter vphl, dvs at børsen finner det mer enn 50 % sannsynlig at det foreligger et forpliktende samarbeide. På bakgrunn av lovens ordlyd mener imidlertid børsen at kravene til hvilke bevismidler som tillegges vekt og kravene til deres styrke, ikke kan være for strenge. Det medfører at børsen ut fra en rekke uensartede faktiske forhold, indisier og egne vurderinger av disse må vurdere om børsen mener det er mest sannsynlig at det foreligger et "forpliktende samarbeid". Dersom børsen etter en vurdering av alle slike relevante forhold finner det mest sannsynlig at slikt samarbeid foreligger har børsen oppfylt sin bevisbyrde jf vphl."

I sitt vedtak av 22. januar 2003 presiserer børsstyret at det avgjørende er at styret med sannsynlighetsovervekt har funnet at det foreligger et forpliktende samarbeide. Styret uttaler her at det ikke har lagt til grunn en mer liberal holdning til de vilkår og beviskrav som kan kreves enn det som følger av lov, forarbeider teori og tidligere praksis. Samtidig uttaler styret at dersom det skal stilles slike krav til å bevise "forpliktende samarbeide" som Orkla hevder, vil det medføre at bestemmelsen får begrenset betydning i praksis. Det vises til at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5, jf. § 4-5 nettopp skal fange opp samarbeid hvor det ikke foreligger uttrykkelige avtaler, men hvor man i praksis likevel finner det sannsynliggjort at slikt samarbeide foreligger. At en rekke ulike bevismomenter da må være relevante finner styret åpenbart, og i samsvar med relevante juridiske kilder.

Etter å ha redegjort for sin generelle vurdering av spørsmålet om konsolidering på grunn av forpliktende samarbeid drøfter børsstyret i vedtaket av 18. desember 2002 om det foreligger slikt samarbeide mellom Orkla og Nordstjernen vedrørende eierskapet i Elkem.

Børsstyret legger til grunn at det ikke finnes noen uttrykkelig avtale mellom Orkla og Nordstjernen om samordnet opptreden i Elkem. Spørsmålet er imidlertid ifølge styret om det finnes så sterke bindinger og omstendigheter at det likevel må anses å være et samarbeide i form av en felles forståelse av slik karakter at det i denne sammenheng kan likestilles med en stilltiende avtale. Etter børsstyrets oppfatning er det en rekke forhold som taler for at dette er tilfelle.

For det første vises det til at Orkla i tillegg til sin egen eierandel i Nordstjernen har en betydelig innflytelse over Elkem som igjen eier 20 % i Nordstjernen. Selv om Alcoa med sine 46,5 prosent er en vesentlig større aksjonær enn Orklas 39,4 % i Elkem, har Alcoa ikke styrerepresentasjon. Det vises dessuten til at Orkla gjennom sin konsernsjef Finn Jebesen har styreledervervet i Elkem og er eneste vesentlige aksjonær i styret. Styreledervervet gir ifølge børsstyret i praksis vesentlig større innflytelse enn et ordinært styreverv. Børsstyret legger også til grunn at Orkla er en aktiv aksjonær i Elkem og at dette i seg selv øker innflytelsen. Elkems aksjer i Nordstjernen må etter børsstyrets oppfatning anses å være under betydelig innflytelse av Orkla, uten at styret derved sier at de er under Orklas kontroll.

Børsstyret legger videre i vedtaket av 18. desember 2002 til grunn at selv om ikke Orklas to av seks styremedlemmer i Nordstjernen i seg selv gir grunnlag for konsolidering, øker den reelle innflytelsen ved at Elkems konsernsjef, Ole Enger er styreleder i Nordstjernen. At Orkla i klagen har opplyst at Enger den 17. desember 2002 ble erstattet av Richard Aa har etter styrets vurdering ikke betydning for denne vurderingen. Dette er omtalt i børsstyrets vedtak av 22. januar 2003 hvor børsstyret viser til at Aa er finansdirektør i Elkem.

På den annen side anser børsstyret at Orklas opplysning i klagen om at styret i Nordstjernen i den ekstraordinære generalforsamlingen 17. desember 2002 ble utvidet fra seks til syv medlemmer og at det nye styremedlemmet er uten tilknytning til noen av aksjonærene trekker i en annen retning enn børsstyrets vedtak 18. desember. Tilsvarende gjelder ifølge børsstyrets uttalelser i vedtaket 22. januar 2003 erklæringen fra det nye styremedlemmet Lars A. Christensen i brev fra Nordstjernen til Oslo Børs 14. januar 2003 om at han ikke kjenner til noen stilltiende avtale mellom aksjonærene og / eller styremedlemmene i Nordstjernen. Under henvisning til de sterke bindingene mellom Orkla og Nordstjernen som er omtalt i vedtaket av 18. desember 2002 og som vil bli nærmere omtalt nedenfor finner børsstyret imidlertid ikke at dette bør tillegges avgjørende vekt. Etter styrets oppfatning er ikke det at en uavhengig advokat nå er styreformann til hinder for at det foreligger "en slik samordnet opptreden".

Børsstyret finner også at Jens P Heyerdahls deltagelse i styret i Nordstjernen er et forhold som trekker i retning av at det foreligger bindinger mellom Nordstjernen og Orkla. Styret viser til at Heyerdahl var konsernsjef i Orkla i 21 år, at han var sterk delaktig i å gjøre Orkla til et av Norges største selskaper og at han anses å ha en sterk personlig tilknytning til Orkla. Styret viser også til at Heyerdahl fortsatt har kontor hos Orkla på samme sted som konsernledelsen, han har oppgaver i selskapet og mottar lønn fra selskapet. At han har et ikke ubetydelig antall Orkla-aksjer og at han i mange sammenhenger har markert seg offentlig som talsmann for bedriftskulturen i Orkla også etter at han våren 2001 fratrådte som konsernsjef fremheves også av børsstyret i denne forbindelse. Etter styrets oppfatning betyr ikke det faktum at han utøver sitt verv i Nordstjernen på vegne av DnB og med DnBs interesser for øye at han ikke samtidig kan ivareta, eller i det minste skjule hen til Orklas interesser i selskapet så lenge interessene ikke er i strid med hverandre. Styret peker også på at Nordstjernen ble etablert da Heyerdahl ledet Orkla.

Orklas reelle innflytelse i Nordstjernen påvirkes etter børsstyrets oppfatning også av at Orkla har sin investeringssjef som daglig leder i Nordstjernen, en tjeneste Nordstjernen ikke betaler vederlag for. Styret viser til at daglig leder gjerne initierer og setter ut i livet de saker som fremmes for styret og at Orkla slik får en betydelig innflytelse i selskapet. Etter styrets oppfatning er det i tråd med praksis at slike forhold tillegges vekt ved vurderingen av om det foreligger bindinger mellom to selskap. At daglig leders innflytelse er begrenset til investeringer under NOK 25 mill. anser børsstyret ikke som avgjørende. Styret peker i denne sammenheng på at daglig leder i hvert fall i noen grad foretar store investeringer i henhold til fullmakter hvor verken kurs eller tidspunkt for investeringen er angitt, jf. fullmakten til å investere inntil NOK 200 mill i Elkem 12. februar 2002 (som riktignok skulle utøves i samråd med styremedlemmet Ulf Spång).

Børsstyret legger etter dette til grunn at Orkla samlet sett har stor innflytelse i Nordstjernens styre. Styret har merket seg at i saker som gjelder Elkem-investeringen har Orklas Finn Jebsen av habilitetsgrunner ikke deltatt, og med et unntak og vekslende begrunnelser har heller ikke Elkems Ole Enger deltatt. Ved den initielle beslutningen om kjøp av Elkem-aksjer i februar 2002 utgjorde Skandias to representanter det møtende styret, mens også Heyerdahl og Stenstadvold deltok på septembermøtet da fullmakten ble fornyet. Styret finner imidlertid ikke at styresammensetningen i de ulike sakene har avgjørende betydning ettersom aksjonæravtalen krever tilslutning fra hver aksjonær (minst én av representantene) for å beslutte større investeringer. Hver aksjonær har

altså i praksis vetorett i slike saker. Det vil ikke bli gjort investeringer som det ikke er full enighet om. At dette må anses som et *"forpliktende samarbeid"*, er etter børsstyrets oppfatning lite tvilsomt.

Klager har vist til at den nevnte veto-klausulen i aksjonæravtalen ikke gjelder selskapets bruk av rettigheter som aksjonær i selskapet, jf vphl § 1-4 nr 5. Børsstyret peker på at disse rettighetene i praksis forvaltes gjennom fullmakt fra styret fra gang til gang. Når investeringen i henhold til aksjonæravtalen forutsetter enighet, er det imidlertid etter styrets oppfatning mye som taler for at partene er enige også om hva man vil med investeringen, det vil si hvordan man eventuelt skal opptre i selskapet. Samarbeidspartene har jo allerede gjennom veto-klausulen i aksjonæravtalen kunnet avvise investeringer som kan være kontroversielle for noen av dem. Ingen av partnerne vil trolig heller risikere at et holdingselskap de har investert så vidt store beløp i, skal snu seg rundt og opptre i strid med noen av eiernes interesser. Etter børsstyrets oppfatning bærer selve selskapsetableringen preg av å være en allianse med økonomisk avkastning som forutsetning og med formål å investere i selskaper der partene enten har felles interesser eller i hvert fall ikke har motsetningsforhold. Forvaltningen av selskapet synes ifølge styret å bygge på gjensidig og personlig tillit til at selskapet ikke brukes i strid med noen eiers interesse, noe som også illustreres av at styrerepresentasjon i hovedsak representerer de øverste administrative nivåer hos eierne og av at styremøter i stor grad er telefoniske. Dette tillitsforholdet understrekes etter styrets oppfatning også av utstrakt krysseierskap gjennom Nordstjernens eierskap i sine eiere, DnB, Orkla og Elkem som til sammen utgjør hele 39 % av Nordstjernens investeringer. I tillegg understrekes tillitsforholdet etter styrets oppfatning av at det alltid har vært enighet i Nordstjernens styre både om investeringer og om når selskapet skal opptre på en generalforsamling.

Det er opplyst at Nordstjernens styre har gitt DnBs konsernsjef, Svein Aaser, fullmakt til å bruke Nordstjernens stemmerett på Elkems generalforsamling uten å forhåndskonsultere styret. Børsstyret har imidlertid vanskelig for å se at ikke Aaser skulle bruke aksjonærrettighetene innenfor de uskrevede forutsetningene som ligger til grunn for Nordstjernens virksomhet, forutsetninger som er kommet til uttrykk i aksjonæravtalen hva gjelder investeringsbeslutninger. I denne forbindelse vises det også til at fullmakten når som helst kan trekkes tilbake. Videre pekes det på at Kredittilsynet i sin tilrådning fra 1999 for så vidt gjaldt tilsvarende fullmakt om å ivareta Nordstjernens eierinteresser i Storebrand, påpekte at det "(u)t fra alminnelige betraktninger om partenes forretningsmessige interesser og samarbeidsforhold mellom aksjonærene i Nordstjernen kan det imidlertid anføres som lite rimelig å legge til grunn at Ole Enger på vegne av Nordstjernen vil avgjøre bruk av stemmeretten i Storebrand i viktige eller kontroversielle saker uten å klare eller i hvertfall drøfte sakene med de øvrige aksjonærene. Dette gjelder som om han ikke skulle være forpliktet til en slik fremgangsmåte og han har formell fullmakt til å treffe beslutninger på egen hånd.

Den partner- og fellesskapsholdningen som samarbeidet bærer preg av vises etter børsstyrets oppfatning tydelig da Ole Enger i oktober i år foreslo at Nordstjernen skulle selge Elkem-posten. Denne første synlige uenigheten i selskapet kunne ifølge børsstyret ses som et argument for at det ikke er en stillestående avtale om dette. Styret mener imidlertid at behandlingen av denne saken viser at brister i enigheten søkes reparert gjennom kompromisser. I stedet for å benytte sitt flertall i styret til å holde fast ved beslutningen om erverv av Elkem-aksjer og nedstemme Engers forslag om salg, fant flertallet et kompromiss ved at kun halve posten ble solgt.

Børsstyret peker også på at etter hva børsen har forstått har det ikke noen gang vært avvik mellom Nordstjernens og Orklas stemmegivning på generalforsamlinger i selskaper hvor begge har eiet aksjer. Styret har merket seg at det kanskje ikke har vært kontroversielle saker hvor stemmetallet har vært avgjørende. Videre har styret merket seg at med en så liten post som Nordstjernen eier i Elkem, er det tvilsomt om den vil få noen avgjørende betydning på en generalforsamling der det voteres over kontroversielle spørsmål. Dersom en slik situasjon skulle oppstå antar imidlertid børsstyret, ut fra Orklas

reelle innflytelse i Nordstjernen sammenholdt med bakgrunnen og innretningen av Nordstjernen, at Nordstjernen ville opptrådt på samme måte som Orkla. Dette antas også å være tilfelle hvor forvaltningen av aksjonærrettighetene utøves av Svein Aaser i henhold til fullmakten.

Etter børsstyrets vurdering er det også mye som taler for at Nordstjernens Elkem-investering i stor grad er motivert av Orklas sterke ønske om å hindre Alcoa i å få kontroll i Elkem uten å gi et vesentlig høyere tilbud til aksjonærene. Det pekes på at selskapet kunne få en gevinst ved et tilbud til over 180 kroner, men at det samtidig var en risiko for at Alcoa ikke ville fremme noe tilbud med den følge at aksjonærsituasjonen ble fastlåst og likviditeten og kursen på aksjen falt dramatisk. En slik investering synes ifølge børsstyret å være på siden av Nordstjernens investeringspolicy slik den er uttrykt i aksjonæravtalen. At støtte til Orkla var en vesentlig del av motivasjonen for kjøpet illustreres etter styrets oppfatning også ved at Nordstjernen, når de først solgte aksjer, spesielt ønsket å selge til Orkla.

Når børsstyret etter denne redegjørelsen for forhold av betydning for om det foreligger et samarbeid som rammes av bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 4-5, jf. § 1-4 nr 5, skal trekke sin konklusjon, understrekes det at vurderingen nødvendigvis vil bygge på noe tvil. Kravene til bevis kan etter styrets oppfatning heller ikke være for sterke når det foreligger sterke faktiske bindinger mellom aksjonærene. Børsstyret konkluderer med at det på bakgrunn av de foreliggende omstendigheter er sannsynlighetsovervekt for at det foreligger et samarbeid som omfattes av verdipapirhandelloven § 1-4 nr 5. Etter vphl § 4-5 annet ledd skal styret da konsolidere partene i forhold til reglene om tilbudsplikt.

Børsstyret legger etter dette til grunn at Orkla, som var den aksjonær som utløste tilbudsplikt, er i en tilbudspliktsituasjon. Selskapet må ifølge børsstyret fremme et tilbud etter vphl § 4-1 eller selge seg ned i henhold til vphl § 4-9 slik at Nordstjernens og Orkla til sammen eier mindre enn 40 % av aksjene i Elkem. Styret viser videre til at Orkla i henhold til verdipapirhandelloven § 4-8 første ledd plikter å straks gi melding om selskapet vil fremme tilbud eller selge aksjer.

## 5. Børsklagenemndens merknader

Nemnden tar utgangspunkt i fortolkningen av begrepet "nærstående" slik dette er brukt i verdipapirhandelslovens § 1-4 nr. 5. Etter ordlyden skal som "nærstående" også anses rettssubjekter som har et *"forpliktende samarbeid (...)"* når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument".

Børsstyret har i sitt vedtak av 18. desember 2002 lagt til grunn at begrepet "forpliktende samarbeid" også omfatter situasjoner der *"partene har en langsiktig forståelse av at de vil opptre samordnet i situasjoner der det kan oppstå motsetninger"*.

Børsklagenemnden vil generelt bemerke at det verken i forarbeidene for bestemmelsen, relevant forvaltningspraksis eller rettsteori er gitt annet enn svært generelle drøftelser av hva som må være å anse som *"forpliktende samarbeid"* i lovens forstand. I vedtaket av 18. desember 2002 har børsstyret gitt en oversikt over lovforarbeider, forvaltningspraksis og teori knyttet til fortolkningen av begrepet og Børsklagenemnden viser til disse.

Børsklagenemnden mener man ved fortolkningen i stor grad er henvist til å ta utgangspunkt i det som er formålet med konsolideringsplikten for "nærstående", nemlig å regulere situasjoner der flere rettssubjekter har kontroll i et selskap på en slik måte at de reelt må anses å opptre som en enkelt eier. Andre aksjonærer i selskapet vil i slike situasjoner kunne bli svært dårlig stillet, særlig med hensyn til kursutviklingen på egne aksjer.

Der det i en slik situasjon foreligger en formell avtale mellom flere eiere eller aktører i et selskap knyttet til styringen av selskapet, er det utvilsomt at avtalepartene er å anse som *"nærstående"* i lovens forstand. Vektige momenter taler imidlertid for at vphl. § 1-4 nr. 5 har et bredere virkeområde enn de formaliserte avtalesituasjonene. I forarbeidene brukes uttrykket *"stilltiende avtale"*. Når det samtidig presiseres at det ikke forutsettes sanksjonsadgang, legger nemnden til grunn at man ikke har ment å kreve en avtale i streng juridisk forstand. Følgelig medfører ikke kravet om *"forpliktende samarbeid"* at det må foreligge en rettslig forpliktelse.

Dette synspunktet må ikke minst ha vekt på bakgrunn av at den gjeldende bestemmelsen om konsolidering ble ansett av lovgiver å være en direkte videreføring av bestemmelsen i § 5A, andre ledd i verdipapirloven av 1985, jf. NOU 1996:2 s. 114 – 115 og Ot. prp. nr. 29 (1996-97) s. 71. I 1985-loven var nærstående angitt som rettssubjekter som *"opptrer i forståelse med"* hverandre. Under 1985-loven var det således utvilsomt at loven hadde virkning utenfor avtaleregulerte situasjoner. Nemnden legger da til grunn at rettstilstanden på dette området ikke er blitt endret.

Verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5 pålegger således overvåkningsorganet å foreta en skjønnsmessig vurdering av om det foreligger et *"forpliktende samarbeid"* i lovens forstand. Kontrollinstansen stilles ikke fritt i sin vurdering – det dreier seg om et lovbundet skjønn der det første spørsmålet vil være å fastslå de forholdene som kan tillegges relevans. Dernest må det tas stilling til om de relevante momentene enkeltvis eller samlet skaper en situasjon som i lovens forstand kan karakteriseres som et *"forpliktende samarbeid"*.

I selskapet Nordstjernen Holding AS er aksjene fordelt mellom Orkla (gjennom Scan TV) med 35% eierandel, Skandia med 35% eierandel, Elkem med 20% eierandel og DnB med 10% eierandel. Børsklagenemnden legger som børsstyret til grunn at en såvidt stor eierposisjon i et selskap i seg selv er et moment av relevans ved vurderingen av om et *"forpliktende samarbeid"* kan sies å foreligge mellom to selskaper. Isolert sett er imidlertid en betydelig eierposisjon ikke tilstrekkelig til å fastslå et *"forpliktende samarbeid"*.

Det er videre på det rene at det foreligger en aksjonæravtale av 4. april 2001 mellom eierne i Nordstjernen. Avtalen slår bl.a. fast at det er Orkla som skal organisere og etablere forretningsførselen i Nordstjernen. Investeringssjefen i Orkla fungerer således som daglig leder i Nordstjernen. Det forhold at Orkla ved siden av sin eierposisjon også forestår den daglige driften av Nordstjernen, er også et relevant moment ved vurderingen av om det foreligger et *"forpliktende samarbeid"*. Imidlertid er heller ikke dette moment isolert sett tilstrekkelig.

Nordstjernens styre har etter vedtak på den ekstraordinære generalforsamlingen av 17. desember 2002, nå syv medlemmer. To av styremedlemmene i Nordstjernen er utpekt av Orkla.

DnB utpeker ett av styremedlemmene i Nordstjernen. Til denne oppgaven har DnB utpekt Jens P. Heyerdahl som har sittet som konsernsjef i Orkla i 21 år. Selv om Heyerdahl nå er DnBs representant i Nordstjernens styre, er det sannsynlig at han i sine vurderinger også ser hen til de interessene Orkla måtte ha i forhold til Nordstjernen – i hvert fall i den grad disse interessene ikke står i strid med DnBs interesser. Den indirekte påvirkningen Orkla således kan tenkes å utøve gjennom Heyerdahl, er etter nemndens vurdering også et relevant moment ved vurderingen av om det foreligger et *"forpliktende samarbeid"*. I seg selv kan imidlertid heller ikke dette sies å være tilstrekkelig.

Det er videre på det rene at Nordstjernens styre har gitt DnBs konsernsjef, Svein Aaser, fullmakt til å stemme for Nordstjernens aksjer i Elkem på generalforsamlingen i Elkem. Aaser behøver ikke å forhåndskonsultere styret i Nordstjernen ved bruken av sin

stemmerett. At Orkla er med på å gi en person fra aksjonæren med lavest eierandel i Nordstjernen en så vid fullmakt indikerer at det foreligger en forståelse mellom partene.

Børsklagenemnden mener at samtlige av de ovennevnte forholdene har relevans ved vurderingen av om et "forpliktende samarbeid" må sies å foreligge mellom Orkla og Nordstjernen. De nevnte forholdene trekker i retning av at det i lovens forstand må sies å foreligge et slikt samarbeid. Det må ved vurderingen av dette også legges vekt på at de beskrevne ordningene alle synes å være iverksatt med langsiktige mål for øyet. Det er ikke tale om kortvarige eller situasjonsbetingete ordninger. De nevnte forholdene må vurderes i sammenheng, og det synes da temmelig klart at det må sies å foreligge et "forpliktende samarbeid". Klageren har anført at en gjensidig forståelse som ikke er rettslig bindende ikke kan sies å være dekket av lovens krav om "forpliktende samarbeid". Børsklagenemnden har innledningsvis avvist denne lovtolkningen.

Klager har anført at et samarbeid om Alcoas kontrollskifte ikke er tilstrekkelig til å konsolidere fordi det ikke gjelder opptreden om bruk av aksjonærinnflytelse. Børsklagenemnden legger til grunn at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5 etter forholdene også omfatter det å gjøre bruk av rettigheter knyttet til kjøp og salg av aksjene i et selskap. I NOU 1996:2 s. 114 er det lagt til grunn at "samarbeid kun med sikte på selve ervervet ikke bør kunne medføre konsolidering". I den foreliggende sak foreligger imidlertid etter det nemnden kan se et mer langsiktig samarbeid med sikte på å forhindre at Alcoa får kontroll i Elkem. Også utøvelse av denne type negativ kontroll må anses å falle inn under lovens krav om samarbeid om bruk av rettigheter som eier. At selskapene har utøvet et slikt samarbeid fremgår etter nemndens vurdering av protokollene fra styremøtene i Nordstjernen og Orkla henholdsvis 12. og 13. februar 2002. Fullmaktene til kjøp av aksjer i Elkem er tilnærmet likelydende, fremmer samme formål og involverer de samme personer. De må også ses i lys av de samarbeidsordninger som er etablert. Børsklagenemnden finner på denne bakgrunn at det er sannsynlighetsovervekt for at det foreligger et forpliktende samarbeide som tilfredsstillter lovens krav.

Nemnda konkluderer med at Orkla og Nordstjernen i verdipapirlovens forstand må bli å anse som "nærstående".

Den tilbudsplikten som Orkla er pålagt, bygger på at Orkla og Nordstjernen samlet har en eierandel på 40 % eller mer av aksjene i Elkem. Dette vilkåret er slik Børsklagenemnden forstår det, ikke bestridt. Tilbudsplikten er da gitt med hjemmel i vphl. § 4-1 jf. § 4-5, 1. og 2. ledd. På bakgrunn av den konklusjonen som er gitt ovenfor blir Børsstyrets vedtak av 18. desember 2002 om tilbudsplikt da å stadfeste.

Børsklagenemnden traff da slikt

#### V E D T A K:

Børstyrets vedtak av 18. desember 2002 om å konsolidere Orkla ASA med Nordstjernen Holding AS i forhold til reglene om tilbudsplikt for så vidt gjelder aksjer i Elkem ASA blir å stadfeste.

#### **6.4.2 Forespørsel om flagging- og gruppebestemmelsene i verdipapirhandelloven (brev av 09.10.2003)**

Det vises til Deres brev datert 6. oktober 2003 med vedlegg, hvor De etterspør børsens vurdering av spørsmålet om flagging jf vphl § 3-2 i relasjon til gruppebestemmelsene i vphl § 1-4.



Spørsmålet er om London og Monaco/Luxembourg må konsolideres jf vphl § 1-4 nr 5 med henblikk på flaggereglene jf vphl § 3-2 1. ledd jf 6. ledd.

Partene legger til grunn, og det kan ikke være tvil om, at et forpliktende samarbeide jf vphl § 1-4 nr 5 vil foreligge når partene formelt inngår aksjonæravtale i henhold til Term Sheet. Spørsmålet er imidlertid om det kan sies å foreligge et forpliktende samarbeide forut for dette tidspunkt, som medfører at partene må flagge sine erverv konsolidert jf vphl § 3-2 (1) jf (6).

I henhold til § 1-4 nr 5 rammes forpliktende samarbeide mht bruk av rettigheter som eier av et finansielt instrument. I det foreliggende tilfelle har partene til dels inngått avtale (Term Sheet) som medfører at de har visse forpliktelser i forhold til hverandre forut for inntreden av forpliktelsen til å inngå aksjonæravtale (se punkt 1 over). Dels har partene avtalt at de skal inngå et forpliktende samarbeid når de oppnår de bestemte eierandelene Term Sheet angir.

I henhold til praksis og forarbeider kreves det ikke at partene har inngått en rettslig bindende avtale som kan håndheves for at et forpliktende samarbeide jf vphl § 1-4 nr 5 anses å foreligge. Avgjørende vil være om partene i henhold til en helhetsvurdering må anses å samarbeide i en slik grad og på en slik måte at det rammes av bestemmelsen. Børsen viser bl.a. til avgjørelsen om konsolidering av Orkla og Nordstjernen for så vidt gjaldt eierforhold i Elkem. Se børsklagenemndas avgjørelse nr 1/2003 på <http://www.oslobors.no/ob/vedtak>.

Etter en gjennomgang av Term Sheet fremstår det som om Monaco/Luxembourg og London i svært stor detaljgrad har samarbeidet om en plan for overtakelse av Target. Planene er svært detaljerte. Ettersom det er lagt betydelige ressurser i planleggingen av denne overtakelsen og tidsrammen synes å være forholdsvis kort fremstår det som om partene forventer at intensjonen om å inngå et formelt samarbeide vil bli oppfylt. På bakgrunn av de planer selskapene har lagt for Target kan det virke som om partene ikke opptre helt uavhengig av hverandre i perioden frem til de angitt eierandeler i Target er oppnådd. Dette uavhengig av om Term Sheet faktisk pålegger dem forpliktelser i denne perioden.

Etter vår oppfatning må spørsmålet om konsolidering jf vphl § 1-4 nr 5 jf flaggeplikten i § 3-2 vurderes helt konkret på det tidspunkt da flaggegrensene i vphl § 3-2 overskrides. Beskrivelsen av de faktiske forhold i Deres brev datert 6. oktober 2003, og det vedlagte Term Sheet, bekrefter at man her står overfor et komplekst faktum. Så vidt vi kan se er ikke spørsmålet om konsolidering åpenbart, verken i den ene eller andre retning. Børsen kan derfor på nåværende tidspunkt ikke ta stilling til spørsmålet om konsolidering av Monaco/Luxembourg og London. Det påpekes imidlertid at den angitte struktur kan medføre at Monaco/Luxembourg og London må anses å ha et forpliktende samarbeide også i den periode de kjøper seg opp i Target.

I første omgang må partene selv vurdere om plikten til å flagge foreligger. Dersom partene ikke velger å flagge i henhold til konsolideringsreglene vil eventuelt børsen og Kredittilsynet måtte foreta en vurdering i ettertid når flagge grensen(e) er passert. En slik vurdering vil sannsynligvis være forholdsvis omfattende og fordre innhenting av ytterligere informasjon fra børsens side.

#### **6.4.3 Opphør av konsolideringsgrunnlag – tilbudsplikt (epost av 21.03.2003)**

Spørsmål:

Jeg viser til dagens telefonsamtale og oversender som avtalt en kort beskrivelse av den problemstillingen som vi ønsker at Oslo Børs vurderer i relasjon til

konsolideringsbestemmelsen i vphl. § 4-5 jf. § 1-4 og tilbudspliktbestemmelsene i vphl. § 4-1 flg.

Spørsmålet er hvilken betydning det har for tilbudsplikten dersom grunnlaget for konsolidering bortfaller kort tid etter ervervet som utløser tilbudsplikt. Man kan her tenke seg flere forskjellige scenarier:

- § 1-4 nr. 2 - barna fyller 18 år
- § 1-4 nr. 3 - et selskap opphører å være konsernselskap
- § 1-4 nr. 4 - den kontrollerende innflytelsen opphører
- § 1-4 nr. 5 - det forpliktende samarbeidet "opphører", for eksempel ved at avtalen opphører eller endres slik at samarbeidet blir mindre omfattende

Vi har blitt bedt om å vurdere den sist angitte problemstilling for en klient, så problemstillingen er aktuell.

Hensynet bak reglene om tilbudsplikt og konsolidering tilsier etter mitt skjønn at tilbudsplikten bortfaller dersom det ikke lenger er grunnlag for å konsolidere de aktuelle aksjeeiernes aksjeinnehav – det foreligger da ikke lenger en maktkonsentrasjon som tilsier at de øvrige aksjonærene må gis en mulighet for exit.

Løsningen understøttes av effekten av den alternative løsningen. Dersom partene plikter å gjennomføre et nedsalg i henhold til vphl. § 4-9, vil man etter mitt skjønn lovlig kunne unngå et reelt nedsalg ved at de aksjene som må avhendes overdras til en vennligsinnet part (ikke nærstående), som senere selger disse tilbake til en av aksjeeierne som ble konsolidert. Alternativt kan de involverte partene kjøpe aksjer i markedet fra andre aktører i forbindelse med eller umiddelbart etter gjennomføringen av nedsalget. Ved slike kjøp må det etter mitt skjønn foretas en ny vurdering av om det er grunnlag for konsolidering. Forutsatt at de involverte parter kan dokumentere at grunnlaget for identifisering ikke lenger er til stede, så vil partene etter mitt skjønn være fri fra tilbudsplikten.

Svar:

Oslo Børs har ikke eksplisitt behandlet spørsmålet som du reiser tidligere. Det finnes heller ikke mye annen praksis eller litteratur på området.

Hensynet bak tilbudspliktregelen i vphl. § 4-1 første ledd fremkommer imidlertid bl.a. av NOU 1996:2 s. 105 hvorfra følgende siteres.

"Ved kontrollskifte i et børsnotert selskap bør minoritetsaksjonærene gis en mulighet til å trekke seg ut av selskapet. Dette både av hensyn til de endringer et slikt kontrollskifte medfører for de øvrige aksjonenes innflytelse i selskapet, men også av hensyn til den svekkelse av aksjens likviditet det kan medføre at en betydelig andel av aksjene besittes av en annen person."

Minoritetsaksjonærene skal med andre ord gis en exit mulighet ved et kontrollskifte i børsnoterte selskaper. (I forhold til tilbudsplikt er det fastsatt et legalt nivå for kontrollskifte på 40 % av den stemmeberettigede aksjekapitalen).

Dersom den tilbudspliktige selger seg ned til under tilbudspliktgrensen før tilbud er fremsatt bortfaller tilbudsplikten, jfr. vphl. § 4-1 første ledd annet punktum. Grunnen er at kontrollskiftesituasjonen som medførte tilbudsplikt ikke lenger er til stede. Hensynene bak regelen gjør seg således ikke lenger gjeldende.

Iht. vphl. § 4-5 regnes like med en aksjeeieres egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i vphl. § 1-5 (skal være § 1-4). Det betyr at man ift

spørsmålet om tilbudsplikt må vurdere om det på konsolidert basis har skjedd et kontrollskifte i medhold av vphl. § 4-1.

Dersom det etter tilbudsplikt har inntrådt, men før tilbud er fremsatt, skjer endringer som medfører at det ikke lenger er grunnlag for konsolidering etter vphl. § 1-4, og aksjonærene enkeltvis ikke fyller vilkårene for tilbudsplikt, er børsen av den oppfatning at tilbudsplikten bortfaller. Dette begrunnes med hensynene bak tilbudspliktsreglene. Er kontrollskiftesituasjonen opphørt før tilbud fremsettes, bør tilbudsplikten etter børsens mening ikke opprettholdes. Hensynet til minoritetsaksjonærene tilsier ingen exit mulighet i dette tilfellet, og den/de tilbudspliktige bør neppe komme dårligere ut om reduksjon av kontroll skjer ved nedsalg enn ved at grunnlaget for konsolidering bortfaller.

Børsen understreker likevel at selv om det ikke lenger er grunnlag for konsolidering etter en av bestemmelsene i vphl. § 1-4, kan det fortsatt foreligge konsolidering etter en av de andre bestemmelsene. Eksempelvis kan det foreligge grunnlag for konsolidering mellom far og sønn etter vphl. § 1-4 nr. 5, selv om sønnen har fylt 18 år og det ikke lenger er grunnlag for konsolidering etter vphl. § 1-4 nr. 2. Børsen og Børsklagenemnden har tidligere uttalt at det er tilstrekkelig at det foreligger en stilltiende avtale mellom partene for at det skal kunne sies at de opptre i forståelse med hverandre når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument. Se for eksempel Vedtak og Uttalelser 2002 s. 119 og NOU 1996:2 s. 114-115. Børsen vil nok derfor i konkrete tilfeller be om en redegjørelse og dokumentasjon på at det ikke lenger er grunnlag for konsolidering etter noen av bestemmelsene i vphl. § 1-4.

#### **6.4.4 Spørsmål om tilbudsplikt til aksjonærene i P4 Radio Hele Norge (brev av 09.05.2003)**

Det vises til telefonsamtale, samt oversendelse av spørsmål vedrørende tilbudsplikt til aksjonærene i P4 Hele Norge (P4) til advokatfirmaet Wiersholm, Mellbye & Bech den 28. april 2003. Børsens spørsmål ble besvart den 30. april 2003

Industriförvaltnings AB Kinnevik (Kinnevik) ervervet den 9. april 2003 12,5% av aksjene og stemmene i det børsnoterte selskapet P4. I den forbindelse har børsen foretatt en vurdering av om Kinneviks aksjeinnehav av P4-aksjer må konsolideres med Moderen Times Groups (MTG) aksjer i samme selskap. Til sammen eier Kinnevik og MTG over 40% av aksjene i P4.

Kinnevik eier 7,5% av aksjene og har 17% av stemmene i MTG. MTG var tidligere et selskap i Kinnevik-gruppen, men ble i 1997 utfisjonert av Kinnevik-gruppen og er et eget børsnotert selskap. Børsen har reist spørsmål om Kinnevik og MTG må anses som konsoliderte selskaper i henhold til verdipapirhandeloven (vphl.) § 4-5. Spørsmålet har betydning for om det foreligger tilbudsplikt i henhold til vphl. § 4-1.

Børsen har også sett nærmere på eierstrukturen i Kinnevik og MTG. Basert på offentlig tilgjengelig informasjon, er det børsnoterte selskaper Invik & Co AB (Invik) største aksjonær i begge selskapene med en stemmerettsandel på henholdsvis 32,7% i Kinnevik og 30,9% i MTG. Invik var tidligere en del av Kinnevik-gruppen, og de to største eierne er Emesco-konsernet og Jan Hugo Stenbecks dødsbo som kontrollerer henholdsvis 26,6% og 11,5% av stemmene i Invik. Informasjon om Emesco-konsernet er lite tilgjengelig, men basert blant annet på flere avisartikler synes det som om konsernet kontrolleres av og Jan Hugo Stenbecks dødsbo (20%) og en stiftelse (75%). Stiftelsen skal igjen være kontrollert av familien Stenbeck. Børsen har i sine vurderinger således lagt til grunn at Emesco-konsernet er direkte eller indirekte kontrollert av Jan Hugo Stenbecks dødsbo (sammen benevnt Stenbeck-gruppen). Stenbeck-gruppen eier videre til sammen 24% av stemmene i Kinnevik og 17,3% av stemmene i MTG.

Det følger av vphl. § 4-5 at:

"I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-5.

Børsen avgjør om det skal foretas identifikasjon etter første ledd. Børsens vedtak skal meddeles deltakerne i den identifiserte gruppen."

(Riktig henvisning skal være til § 1-4)

Som nærstående etter vphl. § 1-4 regnes:

"Som noens nærstående menes

1. ektefelle eller en person som vedkommende bor sammen med i ekteskapsliknende forhold,
2. mindreårige barn til vedkommende selv, samt mindreårige barn til en person som nevnt i nr. 1 som vedkommende bor sammen med,
3. selskap innen samme konsern som vedkommende,
4. selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven og allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd,
5. 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"

Slik børsen vurderer de konkrete forholdene, er det alternativene under vphl. § 1-4 nr. 3 og 5 som vil kunne være aktuelle grunnlag for konsolidering av aksjene i P4 tilhørende henholdsvis Kinnevik og MTG.

Det første spørsmålet er om Kinnevik må anses å være i et konsernforhold med MTG, jfr. vphl. § 1-4 nr. 3 og allmennaksjeloven § 1-3 andre ledd. Det er opplyst at verken Kinnevik eller MTG, alene eller sammen med andre selskaper, eier aksjer som representerer flertallet av stemmene i det andre selskapet. Det er videre opplyst at det med unntak av ett styremedlem ikke foreligger personfellesskap blant styremedlemmene i de to selskapene. Det forutsettes på denne bakgrunn at ingen av partene har rett til å velge eller å avsette et flertall av styrets medlemmer i det andre selskapet eller at noen av selskapene på annen måte har bestemmende innflytelse i det andre, jfr. allmennaksjeloven § 1-3 andre ledd. På denne bakgrunn kan ikke de to selskapene anses å tilhøre samme konsern etter vphl. § 1-4 nr. 3.

Spørsmålet om konsolidering må også vurderes etter alternativet i vphl. § 1-4 nr. 5, hvoretter konsolidering skal foretas dersom det foreligger et "forpliktende samarbeid" om utøvelse av aksjonær rettighetene i P4. Det er opplyst at det verken foreligger skriftlige eller muntlige avtaler mellom selskapene hva gjelder utøvelse av rettigheter som aksjonærer i P4. I hvert av selskapene er det administrerende direktør som foretar beslutninger som aksjonær i P4. Videre er det opplyst at det ikke er noen tilknytning mellom beslutningsprosessene i de to selskapene.

Børsen har kun hatt offentlig informasjon tilgjengelig hva gjelder eierforholdene i Kinnevik og MTG. Det er åpenbart at Invik har stor innflytelse både i Kinnevik og MTG på grunn av sin andel av stemmene i selskapene, dog ikke over 50%. Stenbeck-gruppen eier også større aksjeposter i både MTG og Kinnevik, men børsen har ikke funnet grunnlag for å anse Invik og Stenbeck-gruppen som nærstående. iht. vphl. § 1-4 sammen med henholdsvis Kinnevik og MTG i relasjon til P4-aksjene.

På denne bakgrunn har børsen ikke funnet grunnlag for å anse Kinnevik og MTG som konsoliderte parter etter vphl. §§ 4-5, jfr. 1-4 hva gjelder aksjeinnehavet i P4. Børsens vurderinger er basert på opplysninger fra selskapet og offentlig tilgjengelig informasjon,

og det tas forbehold om at endrede forhold eller nye opplysninger kan medføre endringer i børsens vurdering.

## **6.5 HÅNDHEVELSE AV TILBUDSPLIKTREGLENE**

### **6.5.1 Forholdet mellom opplysningsplikt til børsen og lovbestemt taushetsplikt – omgjøring av pålegg (brev av 25. april 2003)**

Det vises til Deres brev av 11. april 2003 hvor børsens pålegg av 9. april 2003 om å opplyse hvem som er Deres motpart i finansiell transaksjon knyttet til Deres aksjepost i Havila Supply ASA påklages.

Børsens pålegg er begrunnet i undersøkelser av om det foreligger tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 4-1 for Groupe Bourbon i det børsnoterte selskapet Havila Supply ASA. Børsen har i den sammenheng iverksatt undersøkelser av om det foreligger grunnlag for konsolidering mellom Groupe Bourbon og andre aksjonærer, herunder Skandinaviske Enskilda Banken AB. Børsen har i pålegget lagt til grunn at opplysningsplikten til børsen etter verdipapirhandelloven § 12-6 går foran bankens taushetsplikt etter forretningsbankloven.

Klagen er begrunnet i at De mener identiteten til kontraktspart ikke har betydning for spørsmålet om tilbudsplikt, og at opplysningene således ikke er omfattet av opplysningsplikten i verdipapirhandelloven § 12-6.

Oslo Børs har vurdert grunnlaget for klagen. Børsen kan ikke se at anførselen om at opplysningene ikke har betydning for spørsmålet om tilbudsplikt gir grunnlag for omgjøring. Etter verdipapirhandelloven § 4-5 jf § 1-4 nr 5 skal børsen foreta konsolidering av aksjeeier med *"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"*. Slike vurderinger må gjøres ut fra alle relevante omstendigheter, og hvor avtalerelasjoner og finansiering er blant de omstendigheter som kan gi grunnlag for å anta at det foreligger en gjensidig forståelse om utøvelse av aksjonærrettigheter som kan likestilles med forpliktende samarbeid. Til illustrasjon vises til børsklagenemndens sak 1/03 der Orkla ASA ble pålagt tilbudsplikt i Elkem ASA på bakgrunn av konsolidering mellom Orklas aksjer og aksjer eiet av Nordstjernen Holding AS. Dersom børsen skal ha mulighet til å gjøre nødvendige undersøkelser av slike forhold er den avhengig av å vite hvem aksjeeier har avtaler med når det gjelder aksjeposten, og nærmere hvilket innhold avtalerelasjonen har. Børsen mener derfor de etterspurte opplysningene har betydning for spørsmålet om tilbudsplikt.

Oslo Børs har imidlertid funnet grunn til å omgjøre pålegget på annet grunnlag, at det på generelt grunnlag er tvilsomt om påleggshjemmelen i verdipapirhandelloven § 12-6 går foran taushetsplikten i forretningsbankloven § 18. Vurderingen er denne:

Verdipapirhandelloven § 12-6 første pkt lyder:

*"Børsen kan kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt."*

Forretningsbankloven § 18 første pkt lyder:

*"Tillits- og tjenestemenn og revisorer i en forretningsbank har taushetsplikt om det som de i stillings medfør får kjennskap til om bankens eller bankkundes forhold hvis de ikke etter denne eller annen lov har plikt til gi opplysninger."*

Kredittilsynet har i Rundskriv 11/2000 avsnitt 3.3 uttalt i forhold til taushetsplikten i blant annet forretningsbankloven § 18:

*"Det er alminnelig antatt at taushetsplikten går foran opplysningsplikten med mindre bestemmelsen om opplysningsplikt eller taushetsplikt fastsetter eller klart forutsetter at taushetsplikten ikke skal gjelde. "*

I rundskrivet vises det til at dette prinsippet er kommet til uttrykk i forvaltningsloven § 13 f annet ledd, og at det ellers er en rekke opplysningspliktbestemmelser hvor det enten fremgår uttrykkelig at opplysningsplikten går foran taushetsplikten eller at opplysningsplikten uttrykkelig gjelder for institusjoner underlagt lovbestemt taushetsplikt. Verdipapirhandeloven § 12-6 sier intet om forholdet til taushetsplikten, og viser heller ikke spesielt til banker. Bare for verdipapirforetak som har taushetsplikt etter verdipapirhandeloven § 9-8 er opplysningspliktens forrang klart forutsatt. Forarbeidene omtaler ikke problemstillingen. Oslo Børs antar på denne bakgrunn at det er tvilsomt om verdipapirhandeloven § 12-6 innskrenker taushetsplikten i forretningsbankloven § 18 slik at taushetsbelagte opplysninger kan gis til børsen.

Pålegget om å gi opplysninger av 9. april 2003 frafalles således med dette.

Oslo Børs vil vurdere å be om endring av verdipapirhandeloven på dette punkt ettersom begrensningen i opplysningsplikten neppe er bevisst. Vi beklager imidlertid at pålegget ble gitt uten at vi var oppmerksom på hjemmelens begrensning.

## **7. MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER**

### **7.1 NYE MEDLEMMER 2003**

<u>Foretak</u>	<u>Vedtaksdato</u>
Merrill Lynch International	26.02.2003
Deutsche Bank	25.04.2003
Dresdner Kleinwort Wasserstein Securities Limited	14.08.2003
Orion Securities ASA	28.08.2003

### **7.2 OVERTREDELSER**

#### **7.2.1 Formidling av ordre utenfor aktuell markedsverdi - Sivilombudsmannens vurdering av klage fra Fearnley Fonds over børsklagenemndens vedtak 2/2002 (brev av 16.09.2003)**

Jeg viser til tidligere korrespondanse, sist brev herfra 9. juli 2003.

På vegne av Fearnley Fonds ASA (Fearnley) klaget advokat Knut Bergo i brev 16. oktober 2002 over vedtak av Børsklagenemnda 18. september 2002, hvor Fearnley ble ilagt et gebyr på kr 750 000 for overtredelse av børsforskriften § 13-3 annet ledd.

Klagesaken ble avsluttet ved mitt brev til advokat Bergo 31. januar 2003. Etter at advokat Bergo kom tilbake til saken i brev 12. februar 2003, ble det i brev herfra 22. april 2003 bedt om Børsklagenemndas uttalelse til hovedspørsmålene i klagen. Nemnda svarte i brev 28. mai 2003. På vegne av Fearnley har De i brev 18. juni 2003 kort kommentert nemndas svar.

Jeg har kommet til at det ikke er grunnlag for å rette kritikk mot Børsklagenemndas vedtak på noen av de punktene som klagen gjelder, og som har vært gjenstand for undersøkelser her.

Nedenfor følger en kort fremstilling av saksforholdet, og mine merknader til de spørsmålene Fearnley har reist.

#### *Saksforholdet*

Ved Børsklagenemndas vedtak ble Fearnley ilagt et gebyr på kr 750 000 for overtredelse av børsforskriften § 13-3 annet ledd. Bestemmelsen fastsetter at «(B)ørsmedlemmer må ikke medvirke til at det offentliggjøres offisielle kurser som ikke gir uttrykk for den aktuelle markedsverdien for de finansielle instrumentene».

Forholdet var at en megler hos Fearnley 69 ganger i løpet av høsten 2001 hadde lagt inn i børsens handelssystem en liten kjøpsordre (oftest en børspost) i fem lite likvide aksjer. Børsens undersøkelser viste at megleren hadde mottatt ordrene fra fondsforvaltningsselskapet X (X), som fra før satt med ikke ubetydelige aksjeposter i de fem selskapene. Samtlige ordrer var lagt inn ca kl 1530 de enkelte dager, og hadde stått børsdagen ut, dvs til kl 1600. I snitt lå ordrene ca 20 % over «beste kjøper», men under «beste selger» og således innenfor spreaden. I noen få tilfeller resulterte ordrene i at det ble sluttet handel. For øvrig ble Xs ordre regelmessig stående som «beste kjøper» ved børsdagens slutt. Ordrene påvirket kursnoteringen, og gjennom det den daglige prisingen av Xs aksjefond.

Børsklagenemnda kom til at omstendighetene sett under ett, og det mønsteret som avtegnet seg, gav grunnlag for å trekke den konklusjon at det ikke forelå «reell kjøpsinteresse» på det nivå ordrene indikerte. Nemnda uttalte at når selve handelen ikke syntes å ha vært det primære mål med ordreinnleggelsene, kunne heller ikke kursene tilfredsstillende kravet til «aktuell markedsverdi» i børsforskriften § 13-3 annet ledd. Den megleren i Fearnley som hadde håndtert alle ordrene burde etter nemndas oppfatning etter en viss tid ha reagert på det påfallende i Xs handlingsmønster, og foretatt seg noe.

Børsen innrapporterte Xs forhold til Kredittilsynet, som sak hvor det forelå mistanke om kursmanipulasjon. I vedtak 17. april 2003 konkluderte Kredittilsynet med at X ved sin framgangsmåte hadde brutt god forretningskikk, fordi den var egnet til å gi et misvisende bilde av fondenes verdier. Framgangsmåten ble også angitt å være egnet til å kunne påvirke kursene i markedet på en måte «som under gitte omstendigheter kan være i strid med vphl. § 2-6». Kredittilsynet uttalte at framgangsmåten i beste fall kunne tolkes slik at selskapet hadde håndtert det hele svært uaktsomt uten å ha full oversikt over konsekvensene. Tilsynet redegjorde deretter for at X under behandlingen av saken hadde lagt om sine rutiner slik at dagsomsetninger på under kr 50 000 ikke inngår i prisingsgrunnlaget for fondene. Videre at selskapet hadde etablert en observasjonsliste for aksjer med lav likviditet, og at det for slike aksjer foretas en manuell evaluering og godkjenning av prisene før fondene verdsettes. Under henvisning til dette skrev Kredittilsynet at det hadde valgt ikke å bruke rettslige sanksjoner i form av pålegg om retting.

#### *Jeg har følgende merknader*

Fearnleys syn er at ordre innenfor spreaden aldri kan rammes av børsforskriften § 13-3 annet ledd, idet spreaden hevdes å representere området for «aktuell markedsverdi». Det er anført at 13-3 annet ledd gir hjemmel for å sanksjonere mot ordre som objektivt sett er i strid med aktuell markedsverdi, men at det aldri har vært hensikten med bestemmelsen å ramme ordre som generelt sett representerer aktuell markedsverdi, «men der det kritikkverdige ligger i at kundens primære mål etter børsens mening er kursmanipulasjon eller lignende». Overfor slike forhold må i tilfelle verdipapirhandelens bestemmelser, som uttrykkelig spør etter kundens subjektive hensikt, benyttes.

Børsklagenemnda har i sitt svar hit sagt seg prinsipielt uenig i påstanden om at ordre innenfor spreaden aldri rammes av børsforskriften § 13-3 annet ledd. Nemnda har vist til at aksjers markedsverdi framkommer som et samlet resultat av en rekke faktorer, som alle hver for seg påvirker kursbildet når de oppdateres, og at kravet om aktuell markedsverdi knytter seg til hver enkelt av disse faktorene, f eks en kjøpsordre. Nemnda anser det illustrerende at en kjøpsordre, hva enten den ligger innenfor eller utenfor spreaden, kan bidra til å bevege rammene for spreaden.

For øvrig har nemnda understreket at den baserte sin avgjørelse på de foreliggende objektive kjensgjerninger i saken, og ikke på en vurdering av hvilken subjektiv hensikt X konkret måtte ha hatt.

Jeg har ikke grunnlag for å si meg uenig i børsklagenemndas vurdering når det gjelder betydningen for anvendelse av børsforskriften § 13-3 annet ledd av om en ordre ligger innenfor eller utenfor spreaden. Jeg vil anta at standpunktet også kan begrunnes i børsreglenes formål, som er å etablere et reelt kursbilde som markedet kan stole på. Prinsipielt sett vil dette formålet motvirkes i den utstrekning kursbildet påvirkes av disposisjoner som ikke har kjøp eller salg til formål. Det var en slik situasjon Børsklagenemnda anså det mest sannsynlig forelå i saken. Dette er en bevisvurdering jeg ut fra de foreliggende opplysninger ikke har grunnlag for å imøtegå.

Det synes å være enighet om at vurderingstemaet etter børsforskriften § 13-3 annet ledd er objektivisert – dvs. at det er de foreliggende objektive omstendigheter ved disposisjonene som skal vurderes. Men Fearnley mener nemnda i sitt vedtak «underforstått», og i strid med intensjonen bak § 13-3 annet ledd, har gått lenger enn dette og basert avgjørelsen på den vurdering at Xs subjektive hensikt var kursmanipulasjon.

Som det allerede framgår av mitt brev 31. januar 2003, kan jeg ikke se at vedtaket gir grunnlag for å trekke den konklusjon at Børsklagenemnda baserte avgjørelsen på en vurdering av hva som kan ha vært Xs subjektive hensikter. Nemnda har, på basis av en vurdering av de ytre omstendigheter, nærmere bestemt det mønsteret som avtegnet seg når de 69 ordrene ble sett i sammenheng, ansett det mest sannsynlig at ordrene ikke representerte reell kjøpsinteresse på det nivå de indikerte. Jeg har tidligere framholdt at selv om det etter omstendighetene kan være nærliggende å trekke den slutning at fravær av reell kjøpsinteresse betyr at motivet er kursmanipulasjon, så er det en slutning børsforskriften § 13-3 annet ledd ikke krever. Og så vidt jeg kan se, har altså Børsklagenemnda hele tiden holdt seg til det negative, som er vurderingstemaet etter § 13-3.

Det følger av det jeg her har uttalt, at det ikke kan sees å utgjøre noen saksbehandlingsfeil at Børsklagenemnda i sin sak mot Fearnley unnlot å foreta ytterligere undersøkelser av Kredittilsynets sak mot X.

Saken er med dette avsluttet her.

### **7.3 NOREX MEMBER RULES/HANDELSREGLER**

#### **7.3.1 Prioritering av ordre etter åpningsauksjon (brev av 24.04.2003)**

Det vises til brev av 11. april vedrørende prioritering av ordre i handelssystemet til Oslo Børs ASA.

Før åpningsauksjonen den 11. april registrerte [Børsmedlem A] en ordre i børsens handelssystem på kjøp av 2 millioner aksjer i Bergesen. Etter åpningsauksjonen ble ordrens tidsprioritet innen det aktuelle kursintervall ikke videreført.



Vi har undersøkt det angjeldende tilfelle og har funnet ut at det verken foreligger feil knyttet til denne enkeltstående hendelsen eller systemet generelt. Handelssystemet fungerer slik at ordre tildeles en tilfeldig tidsprioritet etter at auksjonen er gjennomført. Denne prioriteten beholdes imidlertid dersom ordren har gyldighet over flere dager og flere før-børs perioder.

I Deres brev er det anført at handelsreglene – NOREX Member Rules (NMR) – angir at en ordre vil bevare tidsprioriteten fra før-børsperioden også over i handelsperioden. Som det også fremkommer av brevet, gir NMR imidlertid ikke eksplisitte regler om en ordres status og prioritet ved overgangen mellom periodene. Vi ser at de deler av handelsreglenes beskrivelse som er gjengitt i brevet taler for at prioriteten beholdes. På den annen side fremkommer det av vedlegg D at ordre gis prioritet etter når den er registrert i ordreboken, og at ordre som ikke matches i auksjonen overføres til ordreboken når auksjonen er avsluttet. Vi kan således ikke se at beskrivelsen i NMR er så entydig som beskrevet.

Etter børsens oppfatning vil det være mest hensiktsmessig at handelssystemet fungerer slik at prioriteten beholdes også etter gjennomført åpningsauksjon. Etter børsens undersøkelser, er det ikke mulig å endre den tekniske funksjonalitet på dette området lokalt fra Oslo Børs. Antagelig kreves endringer i selve handelssystemet som vi på det nåværende tidspunkt ikke har full oversikt over. Det vil også medføre at endringen ikke kan innføres umiddelbart. Inntil en slik endring eventuelt er implementert i handelssystemet, vil dessverre det nåværende system for prioritering av ordre fortsatt være gjeldende.

Vi håper at denne redegjørelsen gir en tilfredsstillende forklaring på hvorfor prioriteten på [Børsmedlem A] ordre ikke er i overensstemmelse med den prioriterte tidspunktet for ordreinnleggelsen skulle tilsi. Dersom det er ytterligere spørsmål i tilknytning til ovennevnte kan undertegnede kontaktes

### **7.3.2 Feilhandel i Panfish ASA 31. oktober 2003 – Klage over at børsen ikke slettet handel (brev av 12.11.2003)**

Vi viser til Deres brev 3. november 2003 samt telefonsamtale mellom Rolf Damman og Sverre Lilleng 7. november 2003.

Børsen vil innledningsvis nevne at det ikke er lovhjemmel for å klage til overordnet organ over børsens avgjørelser under kursnoteringen, herunder avgjørelser i forbindelse med anmodninger om sletting. Etter børsforskriften § 13-2 avgjør børsen "med bindende virkning" tvister som oppstår under notering. Klageadgangen er uttrykkelig regulert i børsforskriften § 26-1 første ledd og børsloven § 7-1, jf børsloven § 5-14 som ikke omfatter denne type avgjørelser. Det vises også til Ot prp nr 73 (1999 – 2000) side 81 flg. der det fremgår at bestemmelsen er ment å være uttømmende.

Anmodning om sletting av omsetninger er behandlet etter NOREX Member Rules 5.7.3. En nødvendig forutsetning for sletting er at det er påkrevet for å sikre markedets integritet eller at det foreligger andre ekstraordinære forhold. I tillegg er det vilkår at et av de øvrige alternativer i bestemmelsen foreligger: (i) uomtvistelig feil eller uhell som skyldes en teknisk feil eller manuell feil, (ii) uomtvistelig og vesentlig overtredelse av en lovbestemmelse, forskrift eller NOREX Member Rules, og (iii) teknisk sammenbrudd i handels- og/eller clearingsystemene som medlemmet ikke er herre over. I herværende sak var det etter børsens vurdering det første alternativet om manuell feil som var mest relevant.

Det er kun i helt ekstraordinære situasjoner der markedets prismekanisme har blitt skadelidende, at børsen vil vurdere å gripe inn i avtaleforholdet mellom to parter som har

kontrahert i handelssystemet. Det er i utgangspunktet meglerhuset som har risikoen ved handel i børsens systemer – formålet med bestemmelsene om sletting er ikke å redusere medlemmenes risiko. Formålet er derimot å skjerme markedets integritet og rette opp forhold som ligger utenfor partenes kontroll. Oslo Børs har ved flere anledninger understreket overfor medlemmene viktigheten av at de selv tar ansvar for og begrenser denne risikoen slik de har behov for. Kredittilsynet har i skrivs form bedt om det samme i forbindelse med innføring av automatisk ordrematching.

Når det gjelder børsens avgjørelse om ikke å gripe inn i handelen ved sletting var denne, som tidligere kommunisert, begrunnet med at børsen ikke kunne se at markedets integritet var blitt skadelidende ved at handlene ble stående, at det var handlet på "best" og at hensynet til selgerne måtte tillegges betydelig vekt i et slikt tilfelle. Man må kunne stole på ordreboken. Spesielt viktig er det når man ligger "best". Viser man beste prisen i handelssystemet, må man med stor grad av sikkerhet kunne feste lit til at handler står dersom man blir handlet på. Annerledes kan det bli dersom man ligger og "fisker" etter feil på priser som ligger langt unna spread, slike ordre vil i mindre grad ha krav på beskyttelse.

Det ble i børsens vurdering tillagt vekt at kursen på 6 øre var markedsriktig. Det ble handlet på "best", og kursen i PAN hadde vært stabil over en periode. Det var meglerhuset som selv hadde gjort en feil og det var mulig for Net Fonds ASA å straks selge deler av posten på 6 øre – hvor mye er i ettertid vanskelig å si. Kjøper trakk seg etter noe tid tilbake til 5 øre. I børsens vurdering ble det også tillagt betydelig vekt at det var gjennomført 592 transaksjoner og at det ved eventuell sletting ville være umulig å gjenskape prioriteten i ordreboken. Selgerne ville ved sletting miste sin prioritet. Flere av de aktuelle salgsordrene var plassert i ordreboken flere uker tidligere. Konsekvensen av sletting for selgerne ville således vært betydelig.

Børsen viser også til børsens sirkulære 2002/2 hvor det bl a går frem at børsen vil være svært varsomme med å slette omsetninger hvor motparten(e) ikke samtykker. Videre går det frem at det først og fremst er hensynet til den annen part i transaksjonen som begrunner en snever slettingsadgang. Videre går det frem at medlemmene er ansvarlige for at de ordre som legges inn i handelssystemet er korrekt med hensyn til pris og volum.

Børsens standpunkt ble muntlig formidlet til Net Fonds' megler ca kl. 13:04 og til markedet i egen børs melding ca kl. 13:12. Det fremgikk av børs meldingen at børsen ville slette transaksjoner dersom partene ble enige derom.

Deres redegjørelse vedlagt brev av 3. november 2003 synes å styrke grunnlaget for at den avgjørelse som børsen tok var riktig. Det vises til at det i redegjørelsen fremgår at det ble begått flere feil hos Net Fonds ASA hvorav en eller flere samlet førte til at episoden inntraff. Det vises til at Net Fonds' system "Hypertrade" ikke kunne gjennomføre ordre med større volum, og at ordren dermed måtte legges inn via Saxess Trade. Videre vises det til at den aktuelle ordren ble innlagt av "meglerA" - ved en annen ansatts terminal/bruker – og denne brukeren var ikke tilstrekkelig filtrert for å forhindre gale ordreinnleggelse. Slik funksjonalitet er tilgjengelig i systemet og skal brukes nettopp for å unngå situasjoner som dette. Vi forstår forklaringen fra Net Fonds slik at "meglerA"s bruker i Saxess Trade var satt opp med volumbegrensninger, men altså ikke den terminalen/brukeren som "meglerA" benyttet i det aktuelle tilfellet. Børsen viser i den forbindelse til NOREX Member Rules 4.4.4 hvor det går frem at det som regel ikke er adgang til å benytte en annen børsrepresentants handelsterminal i forbindelse med handel over Oslo Børs. Formålet med bestemmelsen er å forhindre at det skjer feil. I det foreliggende tilfellet var dette avgjørende og en direkte årsak til at feilhandelen ikke ble stoppet. Net Fonds har ikke opplyst hvilke interne prosedyrer som foreligger for å sikre at kun egen bruker kan benyttes i Saxess Trade, men viser til at den nye brukeren var under oppbygging og ikke ferdig for sikker handel – at "meglerA" var alene mens de andre var til lunsj, at "MeglerA" arbeidet med noe annet og valgte den mest praktiske

løsningen. "MeglerA" brukte videre funksjonaliteten "Fill Order" i Saxess Trade, denne funksjonaliteten er laget nettopp for at man enkelt og raskt skal kunne handle hele volumet på beste selger/kjøper. Funksjonaliteten er vel dokumentert og omfattet av grundig opplæring på børsens handelskurs som fokuserer på at funksjonaliteten kan innebære risiko for å handle for mye og at man derfor bør være forsiktig med å bruke den. Ordre i Saxess Trade kan legges inn på flere måter.

Samlet sett fremstår det for oss som klart at Net Fonds ikke i tilstrekkelig grad hadde systemer, prosedyrer og rutiner på plass for å gardere mot denne type menneskelige feil - som fra tid til annen kan inntreffe. Alle de aktuelle forhold ligger klart innenfor meglerhusets kontroll og er en del av den risiko det innebærer å være børsmedlem. Å slette handlene i et slikt tilfelle ville etter vår oppfatning være feil overfor alle de aktuelle motparter i transaksjonene - selgerne som tilbød markedets beste pris.

Børsen har med dette redegjort for den rettslige situasjonen slik vi oppfatter den, samt for vurderingene knyttet til den konkrete hendelsen. Vi oppfordrer Net Fonds til å gjennomgå alle rutiner og prosedyrer, samt sørge for at systemene er tilstrekkelig satt opp med funksjonalitet for å unngå uønskede risikosituasjoner. Saken er med dette avsluttet fra Oslo Børs side.

## **8. INNSIDE – MELDEPLIKT – FLAGGING**

### **8.1 INNSIDE**

#### **8.1.1 Vedrørende DnBs kjøp av aksjer i Gjensidige NOR ASA (brev til Aksjonærforeningen av 12.05.2003)**

Det vises til Deres brev 30. april d å hvor vi er bedt om å redegjøre for bakgrunnen og de prinsipper som ligger til grunn for børsens avgjørelse om å ikke gjøre ytterligere undersøkelser av om Den norske Bank ASAs kjøp av aksjer i Gjensidige NOR ASA offentliggjort 10. april d å utgjorde brudd på forbudet mot innsidhandel.

Spørsmålet er om det etter de undersøkelser børsen har gjort foreligger en mistanke om at DnB da de kjøpte aksjene hadde "opplysninger ...som er egnet til å påvirke kursen og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet", jf verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd. I Deres brev 14. april d å har De angitt tre forhold som De mener gjør DnBs handel ulovlig. Dette gjelder i korthet opplysninger om:

- synergier i perioden 2003 – 2007
- fremtidig resultatutvikling, og
- avtalene mellom DnB og henholdsvis Gjensidige NOR Forsikring og sparebankstiftelsen.

Svært ofte vil man etter en selskapsgjennomgang få innsideopplysninger om selskapet. Straks etter at DnBs kjøp var kjent iverksatte børsens markedsovervåking derfor undersøkelser hvor den informasjon DnB skal ha mottatt gjennom en begrenset selskapsgjennomgang av Gjensidige NOR og informasjon utvekslet som ledd i forhandlingene ble sammenholdt med opplysninger som fusjonpartene hadde offentliggjort. Disse undersøkelsene ga ikke slik mistanke at det var grunnlag for å iverksette ytterligere undersøkelser. Da vi mottok Deres brev med en konkret anklage om innsidhandel gikk vi igjen over våre undersøkelser, i tillegg til at vi ba om DnBs uttalelse. Etter hva vi kan se har fusjonspartene offentliggjort opplysninger om beregnede synergier ved fusjonen; opplysninger som gir investorene og analytikerne grunnlag for å vurdere betydningen for fremtidig resultatutvikling. DnBs avtaler med sparebankstiftelsen og Gjensidige NOR forsikring var så langt vi kan se også

offentliggjort forut for handelen. Det forelå således etter børsens vurdering ikke slik mistanke om innsidehandel at det ga grunn til ytterligere undersøkelser.

I Deres brev 30. april nevnes også at DnB må ha hatt omfattende diskusjoner med konsernledelsen i Gjensidige Nor og derved tilgang til uttømmende informasjon om strategiplaner, detaljbudsjetter, kommentarer fra revisor etc som ikke er tilgjengelig i det åpne marked. Til dette vil vi bemerke at planer, strategier og budsjetter m v normalt ikke anses som "opplysninger" etter verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd før de materialiserer seg i mer konkrete beslutninger, disposisjoner eller prosesser. Det vises til omtale av dette i Kredittilsynets høringsnotat om revisjon av innsidehandelforbudet av 19. januar 2000 avsnitt 7.1.1.

Mer generelt vil vi bemerke at selv om terskelen for når opplysninger anses å være innsideopplysninger etter verdipapirhandelloven § 2-1 er lav, vil det være rom for at også de som kjenner et selskap svært godt handler i selskapets aksjer så lenge de ikke innehar konkrete innsideopplysninger. Eksempelvis gjelder det ikke noe generelt forbud mot aksjehandel for ansatte, ledelse og tillitsmenn i selskapet, investorer som er dyktige til å analysere eller personer som driver i samme bransje som selskapet. Først når de har mer spesifikke opplysninger som er egnet til å påvirke aksjekursen, vil handel være forbudt.

Børsens markedsovervåkning arbeider delvis ut fra tips og innspill fra markedsaktører. Deres innspill har i den henseende vært et nyttig innspill i denne saken. For ordens skyld nevnes at det er Kredittilsynet som har ansvaret for håndhevelse av innsidehandelforbudet i Norge. Børsen skal overvåke markedet, foreta nærmere undersøkelser for å få bekreftet eller avkreftet mistanke, og rapportere mistanke som ikke er avkreftet til Kredittilsynet, jf Finansdepartementets forskrift av 30. mars 2001 nr 319 om markedsovervåkning. Det fremgår av samarbeidsavtalen mellom Kredittilsynet og Oslo Børs at børsen skal rapportere på relativt lav mistanketerskel. Det er likevel intet til hinder for at Kredittilsynet kan undersøke eller anmelde mistanke om innsidehandel selv om børsen ikke har rapportert forholdet. Dersom Aksjonærforeningen skulle mene at børsens sakshåndtering ikke er tilfredsstillende, vil vi anbefale at spørsmålet tas opp med Kredittilsynet.

Vi håper med dette å ha forsikret Aksjonærforeningen om at Oslo Børs har fokus på - og bruker betydelige ressurser på markedsovervåkning for å avdekke ulovligheter. Ikke minst virker børsen aktivt for forebyggelse av innsidehandel gjennom håndhevelse av børsnoterte selskapers informasjonsplikt og bruk av virkemidler i kursnotering. Dersom det skulle være ønskelig inviterer vi gjerne til en presentasjon av markedsovervåkningens virksomhet. Har dere spørsmål eller kommentarer i denne forbindelse ta gjerne kontakt med Knut Edvardsen eller Sverre Lilleng i avdeling for markedsovervåkning, eller undertegnede.

## **8.2 MELDEPLIKT**

### **8.2.1 Meldeplikt, insideregler, flaggeplikt og tilbudsplikt for finansielle derivater (børssirkulære 1/2003)**

Se børssirkulærer på [www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)

### 8.3 FLAGGING

#### 8.3.1 Ny flaggeterskel på 5 %, overgangsregel 5-10 % og unntak for verdipapirforetak (børssirkulære 6/2002)

Se børssirkulærer på [www.oslobors.no/loverogregler](http://www.oslobors.no/loverogregler)

#### 8.3.2 Flagging ved fusjon (epost av 09.09.2003)

Spørsmål:

Jeg viser til vår telefonsamtale nylig vedr. flagging ifm fusjon. Spørsmålet jeg stilte gjaldt om en fusjon mellom DnB Holding ASA og Gjensidige Holding-selskap utløser flaggeplikt slik at det fusjonerte selskap må flagge nye samlede beholdninger fra de to konsernene dersom disse, når de legges sammen, innebærer passering av en flaggegrense. Jeg mente etter å ha lest kommentarutgaven til vphl. samt din artikkel fra TfR s. 231 at fusjonen her ikke kunne anses som noe erverv av de samlede beholdninger. Jeg oppfattet det også slik at du var enig. Kan man si at "flaggefri" i en slik situasjon følger av at dette er etablering av konsolidert gruppe, som ikke anses som "erverv" i lovens forstand?

I artikkelen din sier du imidlertid at mottak av vederlagaksjer i fusjon er flaggepliktig, men at fusjonen ikke utløser flaggeplikt hos aksjonærer i det overtagende selskap fordi disse verken avhender eller erverver aksjer. Hva innebærer dette? Er det det overdragende selskap som mottar vederlagaksjer som skal flagge dette ervervet? Hva er det da i en DnB NOR-fusjon som skal flagges og av hvem? På Holding-nivå er det DnB Holding ASA som planlegges å være det overtagende selskap. Skal da Gjensidiges Holding-selskap (overdragende) flagge ervervet av DnB Holding-aksjer i og med fusjonen? Eller er det det nye DnB NOR som skal flagge mottak av DnB Holding-aksjer? Eller ingen av delene?

Svar:

Gjensidige Nors aksjeeiere vil erverve DnB-Nor-aksjer i fusjonen, hvilket anses som "erverv" etter verdipapirhandelloven § 3-2 første ledd og derved flaggepliktig ved passering (eller når opp til) flaggeterskel. Flaggeplikten antas å oppstå ved registrering av fusjonen i Foretaksregisteret.

Utvanning som måtte føre til at DnB-aksjonærs eierandel i DnB reduseres til eller forbi en flaggegrense er ikke flaggepliktig fordi det – som du nevner – ikke utgjør verken avhendelse eller erverv av aksjer.

Når man sier at fusjon ikke er flaggepliktig for aksjonærene i det overtagende selskap fordi det ikke utgjør et "erverv" men etablering av en konsolidert gruppe, siktes det til aksjer i andre børsnoterte selskaper som de fusjonerende selskapene eier. Ut fra lovens ordlyd er dette riktig når aksjene blir liggende i forskjellige deler av det nye konsernet, men ikke riktig hvis et flaggepliktig antall aksjer gjennom fusjon blir liggende i ett selskap. Da skal det flagges, og hele konsernets aksjer medregnes.

Siden overføring til et selskap og et selskap i samme konsern er nokså likeartede kunne det tilsi en lik behandling – altså flagging også ved konsernetablering, men jeg kan ikke se at hjemmelsituasjonen åpner for slik tolkning. I den svenske flaggningsrekommendationen er dette så vidt jeg husker spesielt angitt som en flaggepliktig situasjon som unntak fra prinsippet om at etablering av konsoliderte grupper ikke er flaggepliktig. Flaggeplikten vil imidlertid kunne gjelde ved indirekte

ervert når det mellomliggende selskap ikke har annen vesentlig virksomhet, jf min artikkel avsnitt 9.2.

En konsekvens av tolkningen ovenfor må altså være at det flagges ved overføring innen konsernet også når dette skjer mellom 100% eiede selskaper.

Det er naturligvis intet i veien – og opplysende for markedet – om det nye konsernet flagger hvor det som følge av fusjonen passerer flaggegrenser i andre selskaper, men altså neppe påbudt.

Jeg har konferert muntlig med Kredittilsynet som umiddelbart ikke hadde noen innsigelser mot denne tolkningen.

### **8.3.3 Spørsmål om tidspunkt for flagging ved ervert gjennom aktiv forvaltningsforetak – (epost av 28.11.2003)**

Spørsmålet gjelder (f.eks) aktiv forvaltningsforetaket "X ASA" når dette foretaket plasserer ordre i markedet hos megler, der aksjer delvis skal fordeles på eksterne kunder og delvis på konserninterne kunder som skal konsolidere flaggeposisjoner med resten av konsernet, og hvor totalt handlede aksjer skal fordeles på de ulike kundene etter en fastsatt fordelingsnøkkel. Straks ordren er fylt opp vil man få beskjed fra megler om dette. Dersom ordren imidlertid ikke kan fylles i løpet av en handelsdag, vil megler fortsette "warehousingen"/oppfyllingen av ordre påfølgende børsdag. Ved slutten av første dag vil man imidlertid få beskjed fra megler om hvor mye han har klart å skaffe. Endelig fordeling på kundene kan imidlertid så vidt jeg har forstått ikke finne sted før hele ordren er utført.

Spørsmålet som reiser seg er nå endelig avtale må anses inngått som utløser plikt til å flagge "straks".

\* Er dette når man får den endelig bekreftelsen fra megler på utførelse av den totale ordren og vet hvor mye den enkelte kunde faktisk vil få og til hvilken kurs? (kan ta mer enn en handelsdag før det avklares)

\* Eller må det flagges ved slutten av hver dag ift den avmelding man da måtte ha fått fra megler? (antakelig vanskelig ift fordelingsnøkler, kurser osv når man ikke kjenner sluttresultatet)?

\* Eller kan man risikere at det er på et enda tidligere tidspunkt? (men da vet man jo ikke enda hvem som vil få tildelt papirene, slik at det er umulig å avgjøre om de matchede handlene skal tilordnes konserninterne konsolideringspliktige flaggeenheter eller andre).

Første alternativ fremstår som mest hensiktsmessig, men rettslig sett ift motpart i handlene inngås vel for så vidt bindende avtaler fortløpende etter hvert som det matches. Men sistnevnte alternative tolkningsmulighet vil som nevnt så vidt jeg har forstått være umulig å praktisere.

Svar:

Svaret er vel at dersom det ut fra en helhetsvurdering er slik at megleren reelt sett har kjøpt aksjene på egen bok og for egen risiko skal det ikke meldes før ordren er fylt. Motsatt vil det være dersom megleren holder aksjene på vegne av investorene i påvente av at hele oppfylles. Da skal det meldes hver dag. At det gis melding hver dag og at kursen er avhengig de faktiske kjøp som er gjort taler for at dette faller under det siste alternativet. Også dersom investor har rett til å akseptere for den del som er skaffet dag

1 og avslutte den resterende ordren tilsier dette daglig flagging for investorene. Konsernkunder må vel her vurderes på samme måter som andre kunder.

Dersom man anser at det inngått avtale om aksjekjøp eller rett til kjøp av meglerens aksjer daglig, vil meglerens tilbakemelding måtte legges til grunn for daglige vurderinger, selv om disse skulle bli korrigert i en senere fordeling.

#### **8.3.4 Flagging av konvertible obligasjoner (epost av 05.09.2003)**

Spørsmål:

As mentioned I am hoping you can confirm that when "A" calculates its percentage holding in the underlying shares of Crew Development Corporation as a result of purchasing NOK 31,000,000 it will use the current number of outstanding shares as a basis (as of 28 August 2003 which is 138,664,295). We will not be adding the size of the total convertible or "A"s holding to the underlying figure.

Svar:

I can confirm your understanding. According to the Securities Trading Act § 3-2 rights to acquire shares, including rights to non-issued shares (i g convertible bonds) are to be disclosed when the acquisition causes your total amount of rights (and /or shares) to reach or exceed one of the thresholds, where the denominator in the fraction is the total amount of outstanding shares in the company without adding future dilution of shares as a result of converting bonds.