

BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 4/2010

Avgjørelse av 15. desember 2010 av klage fra Geveran Trading Co. Limited over Oslo Børs ASAs vedtak av 24. september 2010. Oslo Børs vurderte betydningen av transaksjoner foretatt av Kistefos Venture Capital II DA i tilknytning til Google Acquisition Holding Incs frivillige tilbud på utestående aksjer i Global IP Solutions AB.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder klage fra Geveran Trading Co. Limited ("Geveran") over Oslo Børs' (børsens) vedtak av 24. september 2010 vedrørende transaksjoner foretatt av Kistefos Venture Capital II DAs ("Kistefos") i forbindelse med frivillig tilbud fra Google Acquisition Holding Incs ("Google", tilbyder) på utestående aksjer i Global IP Solutions Holding AB ("GIPS", målselskapet).

Oslo Børs godkjente 20. mai 2010 frivillig tilbud og tilbudsdokument fra Google på utestående aksjer i GIPS.

I brev av 28. juni 2010 og 27. juli 2010 ba Geveran, som var en av aksjeeierne i GIPS, børsen vurdere om det var grunnlag for å konsolidere Kistefos og Google, med den konsekvens at tilbudsprisen skulle økes. Geveran ba også børsen klargjøre hvorvidt Kistefos' erverv av aksjer i GIPS utløste et pliktig tilbud.

På bakgrunn av henvendelsen fra Geveran undersøkte børsen saksforholdet nærmere, jf. redegjørelse nedenfor under pkt. 3.

I brev av 24. september 2010 til Geveran ga børsen uttrykk for at spørsmålet om Kistefos' erverv av aksjer i GIPS utløste et pliktig tilbud i saken, reguleres av svenske tilbudspliktregler, og at det etter børsens oppfatning ikke ble utløst pliktig tilbud etter svenske regler. Børsen uttalte også at den ikke kunne se at det var grunnlag for å øke prisen i det frivillige tilbudet i henhold til norske tilbudspliktregler. Etter børsens oppfatning var det heller ikke grunnlag for å konkludere med at forbudet mot forskjellsbehandling i verdipapirhandeloven § 6-10 niende ledd, var overtrådt. Det er redegjort nærmere for børsens vurderinger nedenfor under pkt. 5.

I brev av 8. oktober 2010 påklaget Geveran Oslo Børs' vedtak av 24. september 2010. En nærmere redegjørelse for klagen følger nedenfor under pkt.6.

Børsen forela i e-post av 13. oktober 2010 klagen for Google, med frist til 22. oktober 2010 for tilsvarende, jf. børsforskriften § 37 fjerde ledd.

I brev av 22. oktober 2010 anførte Google v/ advokat Robert Sveen i advokatfirmaet Steenstrup Stordrange prinsipalt at børsen ikke hadde fattet noe enkeltvedtak, og at klagen derfor må avvises. Google kom også med merknader til de materielle spørsmålene i saken. Det er redegjort nærmere for Googles uttalelser nedenfor under pkt. 7.

Styret i Oslo Børs har vurdert klagen, men har i vedtak av 24. november 2010 ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble derfor ved brev av 25. november 2010 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 15. desember 2010. Ved behandlingen deltok Trygve Bergsåker (leder), John Giverholt, Jøril Mæland, Hugo P. Matre og Bernt Zakariassen.

2. Kort om selskapene

Google Acquisition Holdings Inc. (Google) er i følge tilbudsdokument av 18. mai 2010 et heleid datterselskap av Google Inc. Selskapet har forretningskontor i USA.

GIPS er i følge tilbudsdokumentet et aksjeselskap (aktiebolag) med forretningskontor i Sverige. Selskapet er notert på Oslo Børs.

Kistefos og Geveran var begge aksjeeiere i GIPS da Google fremsatte frivillig tilbud på utestående aksjer i GIPS.

3. Sakens bakgrunn

Den 18. mai 2010 offentliggjorde Google at selskapet hadde til hensikt å fremsette et frivillig tilbud på utestående aksjer i GIPS, til en pris på NOK 13 per aksje.

I tilbudsdokument av 18.mai 2010 ble det redegjort for Googles eierinteresser i GIPS før fremsettelsen av tilbudet. I følge tilbudsdokumentet eide verken Google eller selskapets nærstående noen aksjer eller rettigheter til aksjer i GIPS per 18. mai 2010. Det fremgikk imidlertid av tilbudsdokumentet at Google hadde inngått avtaler om forhåndsaksept av tilbudet med i alt 13 aksjeeiere i GIPS, som til sammen representerte 52,1 prosent av aksjekapitalen. Forhåndsakseptene inkluderte aksjepostene til Kistefos, som var den største aksjeeieren i GIPS med en aksjeholdning tilsvarende 37 prosent av aksjekapitalen. I tilbudsdokumentet pkt. 1.4 var det gitt en nærmere redegjørelse for forutgående kontakt mellom Google og Kistefos, og der fremgikk blant annet følgende:

“In December 2009, Google engaged in preliminary discussions with Kistefos and its advisors relating to a potential transaction involving GIPS and submitted a non-binding indication of interest to Kistefos to acquire all GIPS Shares.

On 12 January 2010, the Company announced through a press release on Oslo Børs that it had been informed by Kistefos of a strategic interest from a potential buyer.

Beginning in February 2010, Google and its advisors engaged in non-binding, preliminary discussions with the Company’s advisors and Kistefos regarding a potential transaction.

On 25 March 2010, Google and the Company entered into a non-disclosure agreement and a due diligence agreement with an exclusivity undertaking. On the same date, Google and Kistefos entered into a non-disclosure and exclusivity agreement.

In the period from 29 March 2010 to 13 May 2010, Google performed financial, legal and technical due diligence on the Company and engaged in meetings and discussions with representatives of the Company’s executive management and advisors as well as certain employees identified by the Company.

On 17 May 2010, Google and the Company entered into a transaction agreement (the "Transaction Agreement"), the principal terms of which are summarized in Section 1.11 below. On the same date, the Board of the Company provided a recommendation of the Offer to the GIPS shareholders..."

Forhåndsakseptene fra 13 av aksjeeierne beskrives i tilbudsdokumentet som "Irrevocable Undertakings". I tilbudsdokumentet pkt. 1.10 fremgår følgende:

"The irrevocable undertakings will also apply to any additional shares that these shareholders may acquire before the end of the Offer Period."

Oslo Børs godkjente tilbudsdokumentet 20. mai 2010.

Prisen i det frivillige tilbudet på NOK 13 per aksje innebar i følge tilbudsdokumentet en premie på 142,1 prosent sammenlignet med sluttkurs siste handelsdag før GIPS 12. januar 2010 hadde informert markedet om at det forelå strategisk interesse fra en kjøper.

I henhold til tilbudsdokumentet var tilbudsperioden opprinnelig på tre uker fra 20. mai til 4. juni 2010, men med forbehold om forlengelse. Tilbudsperioden ble forlenget to ganger i perioden 4. til 20. juni.

Før børsåpning 21. juni 2010 publiserte Google en børsmelding der det ble opplyst at selskapet hadde mottatt aksepter tilsvarende 88,3 prosent av utestående aksjer i GIPS, og at tilbudsperioden ble forlenget til 23. juni 2010.

I børsmelding 24. juni 2010 meddelte Google at selskapet hadde mottatt aksepter tilsvarende 90,06 prosent av utestående aksjer i målselskapet, og at budet ville bli gjennomført med forventet oppgjør cirka 1. juli 2010. Det ble samtidig annonsert at tilbudsperioden ble forlenget en siste gang til 25. juni 2010.

Samme dag sendte Kistefos ut børsmelding om at selskapet hadde ervervet 264 502 GIPS-aksjer til en gjennomsnittspris tilsvarende NOK 14,51 per aksje, og at Kistefos hadde akseptert det frivillige tilbudet fra Google for alle de ervervede aksjene, til en pris på NOK 13 per aksje.

Geveran, som eide 3,6 prosent av aksjene i GIPS per 18. mai 2010, henvendte seg i brev av 28. juni 2010 til Oslo Børs. I brevet viste Geveran til at tilbudet fra Google var på NOK 13 per aksje, og at Kistefos i børsmelding 24. juni 2010 hadde opplyst at selskapet hadde ervervet aksjer i GIPS den 23. juni 2010 til en snittpris på NOK 14,51 per aksje. Geveran anførte at Google og Kistefos måtte konsolideres som følge av at Kistefos gjennom forhåndsaksepten hadde en kontraktsrettslig forpliktelse til å akseptere budet i GIPS for så vidt gjaldt alle aksjer ervervet før tilbudsperiodens utløp. Etter Geverans oppfatning var konsekvensen av dette at "*Google, when making the mandatory offer for the remaining shares in GIPS required under the Securities Trading Act following the completion of the Offer, will have to do this at a price of NOK 14,51*". Geveran viste også til at det antall aksjer Kistefos kjøpte 23. juni 2010, var svært nær det antallet aksjer Google manglet for å oppnå 90 prosent aksept.

Brevet fra Geveran ble fulgt opp av telefoner og e-poster fra Espen Westernen i Geveran og Tor Olav Trøim. I følge tilbudsdocumentet eide Tor Olav Trøim på tidspunktet for fremsettelsen av det frivillige tilbudet aksjer tilsvarende 2,3 % av utstående aksjer i GIPS. Geveran er i følge børsstyrets redegjørelse for saken kontrollert av investor John Fredriksen.

På bakgrunn av henvendelsen fra Geveran igangsatte børsen undersøkelser av saken. I den forbindelse innhentet børsen blant annet skriftlige redegjørelser fra Google og Kistefos, samt deres finansielle rådgivere SEB Enskilda og ABG Sunddal Collier. Børsen innhentet også lydbandopptak av samtaler mellom de involverte.

Som svar på henvendelse fra børsen i forbindelse med undersøkelsene av saken, opplyste Kistefos i brev 19. august 2010 blant annet at transaksjonene som ble gjennomført 23. juni 2010, ble gjort for å søke å bidra til at Google oppnådde akseptgraden på 90 prosent som var satt som betingelse for det frivillige tilbudet. Kistefos' tap for ervervet av aksjene 23. juni 2010, utgjorde isolert sett NOK 371 195. For Kistefos "ville en gjennomføring av Googles frivillige tilbud forhindre et potensielt tap på minst NOK 54 000 000, samtidig som man ville realisere en gevinst på NOK 37 382 681". I brevet fra Kistefos fremgår videre:

"Det var på det tidspunktet transaksjonene ble gjennomført helt åpent om den nødvendige akseptgrad ville oppnås, og transaksjonen innebar således en betydelig økonomisk risiko for KVC [Kistefos]. Transaksjonene ble foretatt for KVCs egen regning og risiko.... Etter KVCs vurdering var de aktuelle transaksjoner velbegrunnede og utelukkende basert på legitime forretningsmessige vurderinger."

I samme brev uttalte Kistefos at selskapet - etter at Google hadde annonsert sitt frivillige tilbud - ble kjent med at Geveran kjøpte seg opp i GIPS, jf. flaggemelding 21. mai 2010. Dette var etter Kistefos' vurdering en indikasjon på at Geveran hadde til hensikt å blokkere for oppkjøpet. Kistefos var kjent med at Geveran kontrollerte i overkant av 8,5 prosent av aksjene. I følge redegjørelsen fra Kistefos hadde Tor Olav Trøim i en telefonsamtale med Ditlef de Vibe gitt klart uttrykk for at Geveran ikke ville akseptere tilbudet fra Google. Etter Kistefos' oppfatning var det stor risiko for at Google ikke ville oppnå 90 prosent aksept, med mindre Kistefos kjøpte ytterligere aksjer i markedet og videresolgte dem til Google. Den høyeste prisen som ble betalt i denne prosessen, var NOK 15 per aksje. I følge brevet fra Kistefos hadde Kistefos ikke informert Google om kjøp av aksjer den 23. juni 2010.

Børsen besvarte Geverans henvendelse i e-post 13. juli 2010. I e-posten viste børsen til at GIPS var et selskap med registrert forretningskontor i Sverige, og derfor underlagt delt tilbudsmyndighet i henhold til verdipapirforskriften kapittel 6 underkapittel III. Utløsning av tilbudsplikt, samt forhold knyttet til tvangsinnløsning, reguleres i følge børsens e-post av svensk rett. Børsen uttalte videre at i henhold til svensk rett, gjelder ikke reglene om pliktig tilbud der tilbudspliktsgrensen er nådd som følge av et frivillig tilbud, og tvangsinnløsning av GIPS kunne således igangsettes uten forutgående pliktig tilbud. Det ble avslutningsvis i e-posten påpekt at børsen heller ikke hadde funnet faktisk eller rettslig grunnlag for å gripe inn i prisfastsettelsen i det frivillige tilbudet etter norsk lovgivning. Børsens undersøkelser av saksforholdet medførte i følge e-posten ikke at det var grunnlag for å hevde at omtalen i tilbudsdocumentet av hendelsesforløpet var uriktig.

Den 17. juli 2010 igangsatte Google tvangsinnløsning av utestående aksjer.

Den 27. juli 2010 sendte Gevean en ny henvendelse til børsen, der det ble vist til at spørsmålet om konsolidering av GIPS og Kistefos måtte skje etter svenske regler, og at disse innebar at Google og Kistefos måtte konsolideres.

I børs melding 28. juli 2010 meldte Google om at tilbudet ville bli gjennomført.

Den 26. august 2010 ble GIPS-aksjene etter søknad strøket fra notering på Oslo Børs.

Børsen besvarte Geveans henvendelse av 27. juli 2010 i brev av 24. september 2010. I brevet viste børsen til undersøkelserne den hadde gjort i tilknytning til saken. Børsen fastholdt i brevet sin konklusjon fra e-post 13. juli 2010 om at det ikke var grunnlag for å vurdere prisen i tvangsinnløsningen eller gripe inn i prisfastsettelsen i det frivillige tilbudet.

I brev 8. oktober 2010 påklaget Gevean Oslo Børs' vurderinger i brev fra 24. september 2010. Det er redegjort nærmere for klagen nedenfor under pkt. 6. Øvrige opplysninger om klagesaken fremgår ovenfor under punkt 1, og det vises til fremstillingen der.

4. Rettslig grunnlag

4.1 Hvilke beslutninger som kan påklages

Børsloven (lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder) § 40 første punktum lyder:

"Når børs treffer avgjørelser etter denne lov §§ 25, 26, 30, 31 og 34, samt verdipapirhandelloven kapittel 6 og 7 og § 17-4 tredje ledd, skal forvaltningslovens kapittel III, IV, V, VI og VIII, med unntak av § 13, få anvendelse."

Børsklagenemnden behandler klager på slike vedtak som nevnt i børsloven § 40, jf. børsloven § 41 og børsforskriften (forskrift 29. juni 2007 nr. 875) § 35 første ledd første punktum.

4.2 Lovvalg knyttet til overtakelsestilbud og frivillige tilbud ved oppkjøp

Verdipapirhandelloven (lov 29. juni 2007 nr. 75) inneholder regler om tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp. I § 6-23 er det gitt regler for overtakelsestilbud med tilknytning til flere stater. Bestemmelsens første ledd nr. 1 lyder:

*"(1)Bestemmelsene i dette kapittel gjelder tilsvarende i forhold til
1. selskap med forretningskontor i annen stat, hvis aksjer eller andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer, ikke er notert på regulert marked i den stat hvor selskapet har sitt forretningskontor, men på norsk regulert marked, og..."*

Verdipapirforskriften (forskrift 29. juni 2007 nr. 876) § 6-14 annet ledd, jf. § 6-13 tredje ledd, inneholder nærmere regler om delt lovvalg for selskap med forretningskontor i annen EØS-stat enn Norge, som ikke har aksjer notert på regulert marked i EØS-staten hvor selskapet har forretningskontor. Verdipapirforskriften § 6-14 annet ledd nr. 1 og 2 lyder:

- 1. spørsmål av rettslig karakter knyttet til tilbudsprosessen, herunder spørsmål om vederlag som tilbys i forbindelse med tilbudet, og da særlig tilbudspris, fremgangsmåten ved tilbudet, opplysninger om tilbyders beslutning om å fremsette et tilbud, innholdet i tilbudsdokumentet og offentliggjøring av tilbudet, behandles etter norsk rett,*

2. spørsmål av rettslig karakter knyttet til informasjon til ansatte i selskapet og selskapsrettslige spørsmål, herunder spørsmål om grensen for når tilbudsplikt utløses, eventuelle fritak fra plikten til å fremsette et tilbud og unntak fra tilbudsplikten, behandles etter reglene i den EU/ EØS-staten selskapet har forretningskontor, og overvåkes av tilbudsmyndigheten i denne staten.

5. Børsens vedtak

5.1 Børsens brev av 24. september 2010

Oslo Børs viser i brev 24. september 2010 til at GIPS har forretningskontor i Sverige, og at selskapet således er underlagt delt lovvalg ved overtakelsestilbud, jf. verdipapirforskriften kapittel 6, underkapittel III. Spørsmålene i saken reguleres i følge børsen for en stor del av svensk rett. Etter børsens oppfatning kommer ikke kravene for pliktige tilbud til anvendelse for en tilbyder som har passert tilbudspliktgrensen der ervervet er foretatt gjennom et frivillig tilbud etter svensk rett. Som konsekvens av dette kan Google sette i gang tvangsinnløsning uten et forutgående pliktig tilbud. Tvangsinnløsning, herunder beregning av innløsningsprisen, er i følge børsen et selskapsrettslig forhold som reguleres fullt ut av selskapslovgivningen i landet der selskapet har sitt hovedkontor.

Børsen kan heller ikke se at det er rettslig grunnlag for å kreve at tilbudsprisen i det frivillige tilbudet skal økes i saken, jf. verdipapirhandelloven kapittel 6.

Iht. verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd skal tilbyder ikke forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud. Børsens undersøkelser av saksforholdet gir ikke grunnlag for å konkludere med at Google var involvert i Kistefos' transaksjoner på en måte som er i strid med bestemmelsen.

5.2 Børsstyrets vedtak av 24. november 2010

I vedtak av 24. november 2010 redegjør børsstyret for sakens bakgrunn, herunder Googles frivillige tilbud på utestående aksjer i GIPS og børsens undersøkelser for å kartlegge omstendighetene rundt Kistefos' erverv av aksjer GIPS den 23. juni 2010. Det vises til fremstillingen ovenfor under pkt. 3 for en nærmere gjennomgang av sakens bakgrunn, herunder børsens undersøkelser.

I vedtaket gjengir børsstyret deretter anførselene i klagen fra Geveran, samt anførselene i tilsvaret fra Google, jf. nærmere om anførselene nedenfor under hhv. pkt. 6 og 7.

Børsstyret gjennomgår deretter det rettslige grunnlaget i saken. Først redegjør børsen for sin forståelse av reglene om delt lovvalg og tilbudspris ved frivillige tilbud. I den forbindelse viser børsstyret til at GIPS er et allmennaksjeselskap med forretningskontor i Sverige, og at selskapets aksjer var notert på Oslo Børs som eneste noteringssted da det frivillige tilbudet ble fremsatt.

Børsstyret siterer fra verdipapirforskriften § 6-14 annet ledd nr. 1 og 2. Bestemmelsen er gjengitt ovenfor under pkt. 4 i foreliggende vedtak, og det vises til det som er sitert der. Børsstyret uttaler deretter:

"Henvisningen til "selskapsrettslige spørsmål, herunder spørsmål om grensen for når tilbudsplikt utløses" i verdipapirforskriften § 6-14 (2) nr. 2 har i praksis også blitt vurdert å omfatte spørsmål om konsolidering ved vurderingen av om tilbudsplikt

utløses. Videre er det lagt til grunn at tvangsinnløsning er et selskapsrettslig anliggende som reguleres fullt ut av selskapslovgivningen i landet der selskapet har sitt registrerte forretningskontor.

Børsen har i samsvar med ovennevnte vurdert at spørsmål knyttet til inntreden av tilbudsplikt eller unntak fra slik plikt, samt alle forhold knyttet til tvangsinnløsningen, herunder fastsettelsen av løsningssum, reguleres etter svensk rett i den konkrete sak. Som opplyst i tilbudsdokumentets punkt 2.13, og i motsetning til utgangspunktet etter norsk rett, er det etter svensk lovgivning (lag (2006:451) om offentlige oppkjøpserbjudanden på aktiemarknaden) unntak fra tilbudsplikt ved erverv av aksjer som medfører at erververens beholdning overskrider tilbudspliktsgrensen på 30 % der ervervet er foretatt gjennom et frivillig tilbud. Bakgrunnen for dette synes å være at det i Sverige, i motsetning til i Norge, oppstilles krav for gjennomføringen av frivillige tilbud, herunder fastsettelse av prisen i det frivillige tilbudet, som langt på vei tilsvarer de regler som gjelder for pliktige tilbud.

Børsen har fått opplyst at en tvangsinnløsningsprosess etter svensk selskapslovgivning tar 6-9 måneder. Prøving av løsningssummen utøves av en særskilt "skiljenämd" i henhold til regler om dette. Der tvangsinnløsning skjer som følge av et frivillig tilbud skal prisen som utgangspunkt tilsvare prisen i det frivillige tilbud, men prisen kan også bli en annen om særlige grunner tilsier dette.

Geveran aksepterte så langt børsen er kjent med ikke Googles tilbud for noen av aksjene i GIPS selskapet eide ved fremsettelsen av budet eller ervervet i tilbudsperioden. Som det fremgår ovenfor kunne Google etter gjennomføringen av det frivillige budet i henhold til svensk lovgivning gå direkte på tvangsinnløsning uten først å fremsette et pliktig tilbud. Geverans anførsel i brev av 28. juni om konsolidering av Google og KVC med betydning for tilbudsprisen i etterfølgende pliktig tilbud er således ikke relevant. Når det gjelder tvangsinnløsning, og vurdering av innløsningssum i denne, er det børsens vurdering at dette reguleres fullt ut av svensk selskapslovgivning, og således ikke er et anliggende for Oslo Børs. I den grad Geveran ønsker å påvirke prisen i tvangsinnløsningen må dette skje i henhold til svenske regler og prosedyrer for prøving av løsningssum. Oslo Børs er ikke kjent med omstendighetene rundt den pågående tvangsinnløsningsprosessen i GIPS, herunder om Geveran eller andre gjenværende minoritetsaksjonærer har utfordret den der foreslåtte eller fastsatte løsningssum.

I etterfølgende henvendelser synes Geveran, på bakgrunn av ovennevnte, å anføre at Oslo Børs skal gripe inn i prisfastsettelsen i selve det frivillige tilbudet til fordel for aksjonærer som har akseptert budet. Eventuelt også ut fra en tanke om at en inngripen i tilbudsprisen indirekte kan påvirke "skiljenämdens" vurdering av prisen i tvangsinnløsningen til fordel for Geveran.

I henhold til verdipapirforskriften § 6-14 (2) nr. 1 er det klart at spørsmål relatert til tilbudsprisen i et frivillig eller pliktig tilbud der målselskapet har forretningskontor i én EØS-stat og aksjene notert i en annen EØS-stat som eneste noteringssted, reguleres av lovgivningen i den stat målselskapets aksjer er notert. Det kan således ikke være tvilsomt at prisen i Googles frivillige tilbud på utestående aksjer i GIPS reguleres etter norsk rett. Det medfører derfor ikke riktighet som Geveran anfører at Oslo Børs må se hen til svenske regler ved vurderingen av prisen i det frivillige tilbudet...

... Uten at det får betydning for vurderingen av at det er de norske reglene som kommer til anvendelse ved vurdering av KVCs transaksjoners betydning for tilbudsprisen i Googles frivillige tilbud på aksjene i GIPS, finner Oslo Børs for ordens skyld også grunn til å bemerke at reglene Geveran anfører at Oslo Børs skal se hen til er Nasdaq OMX Stockholms egne regler om oppkjøpstilbud. Reglene er utarbeidet med hjemmel i lag (2007:528) om värdepappersmarknaden § 8 hvor det fremgår at en børs skal ha regler om offentlige oppkjøpstilbud angjeldende aksjer notert på det regulerte markedet som børsen driver. Nasdaq OMX Stockholm-reglene som Geveran viser til får i henhold til reglenes punkt I.1 kun anvendelse der målselskapets aksjer er notert på Nasdaq OMX Stockholm. GIPS var på tidspunktet for fremsettelsen av tilbudet notert på Oslo Børs som eneste noteringssted. Når det gjelder de punkter som etter verdipapirforskriften og takeoverdirektivet skal reguleres av svensk rett, herunder forhold knyttet til inntreden av pliktig tilbud, antar Børsen at vurderingen må skje etter lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden, slik dette også er lagt til grunn i tilbudsdokumentet. Den nevnte lov oppstiller generelle regler om tilbudsplikt uavhengig av hvilket regulerte marked aksjene er notert på. Regelen om konsolidering i Nasdaq OMX-reglene pkt I.3 bokstav e) som Geveran viser til er ikke reflektert i denne lovens § 5 om konsolidering (som i stedet innehar en mer generell regel om at som nærstående anses "någon som samarbetar med förvärvaren i syfte att uppnå kontroll över bolaget")."

Børsstyret går deretter over til å vurdere transaksjonenes betydning for tilbudsprisen etter norsk lovgivning, og viser til at Geveran har anført at det må fattes vedtak om å konsolidere Kistefos og Google "with regard to Kistefos' acquisition of the shares in GIPS thus increasing the offer price of the entire offer to NOK 14,15". Børsstyret uttaler at børsen på bakgrunn av Geverans henvendelse vurderte omstendighetene rundt Kistefos' transaksjoner og hvilken betydning disse kunne få for tilbudsprisen etter norsk lovgivning. Verdipapirhandelloven kapittel 6 oppstiller ikke særskilte krav til tilbudsprisen i frivillige tilbud. Det er imidlertid krav om likebehandling av aksjeeiere også ved frivillige tilbud, jf. verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd, jf. § 6-19 første ledd. Børsen har undersøkt om det forelå brudd på likebehandlingsprinsippet i saken. I teori og praksis er det lagt til grunn at tilbyders erverv av aksjer til en høyere pris enn tilbudsprisen i tilbudsperioden for et frivillig tilbud, innebærer forskjellsbehandling i strid med verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd. I vedtaket fremgår videre:

"Spørsmålet er videre i hvilken grad tilbyder i et frivillig tilbud kan hefte for andres handlinger etter likebehandlingsregelen i vphl. § 6-10 (9)..."

Av vphl. § 6-5 (1) følger det at i forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like som en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående. Det er i teori og praksis lagt til grunn at henvisningen til "reglene om tilbudsplikt" også omfatter reglene om pris i pliktige tilbud, jf. vphl. § 6-10 (4) og § 6-10 (5), i den forstand at nærståendes erverv vil få betydning for den pris tilbyder må betale i et pliktig tilbud. Når det gjelder frivillige tilbud er det i vphl. kapittel 6 ingen tilsvarende eksplisitte regler om pris eller betydningen av nærståendes handlinger for fremsettelsen eller gjennomføringen av det frivillige budet. Oslo Børs anser på denne bakgrunn at det ikke foreligger rettslig grunnlag for å basere vurderingen av om tilbyder i et frivillig tilbud hefter for andres handlinger etter vphl. 6-10 (9) på om denne andre er å betrakte som en nærstående etter vphl. § 2-5. Oslo Børs utelukker dog ikke at tilbyder

etter omstendighetene kan hefte for andres handlinger under henvisning til vphl. § 6-10 (9), men antar da at dette da må baseres på mer alminnelige gjennomskjærings- og omgåelsesbetraktninger, og ut fra en konkret vurdering av om tilbyder er involvert i handlingen på en slik måte at handlingene må anses å være utført på vegne av tilbyder, eksempelvis ved bruk av stråmenn el.”

Børsen har på bakgrunn av sine undersøkelser ikke funnet grunnlag for å anta at Google har vært involvert i Kistefos' erverv av aksjer på en slik måte at Google må anses å ha forskjellsbehandlet aksjonærer i strid med verdipapirhandelloven § 6-10 niende ledd.

Børsstyret går deretter til å vurdere Geverans henvisning til tilbudsdokumentet pkt. 2.12, og gjengir følgende fra tilbudsdokumentet:

“The Offeror reserves the right to acquire GIPS Shares outside the Offer before, during and after the Offer Period, in accordance with applicable laws and regulations. Any purchases of GIPS Shares outside the Offer will be publicly disclosed and notified to GIPS, to Oslo Børs on GIPS' ticker on www.newsweb.no and the Swedish Financial Supervisory Authority by the following trading day, in accordance with applicable rules and regulations. If the Offeror acquires GIPS Shares at a price higher than the Offer Price, the Offer Price will be increased to be at least equal to such higher price and the Offer will be amended in accordance with Section 2.7 “Amendments to the Offer”.

Børsstyret kan ikke se at det er grunnlag for å heve tilbudsprisen under henvisning til at ordet ”tilbyder” (Offeror) i tilbudsdokumentet også må omfatte tilbyders nærstående, slik Geveran synes å anføre. I tilbudsdokumentet er ”Offeror” definert som Google. Uansett kan børsen ikke se at tilbudsdokumentet pkt. 2.12 omfatter Kistefos' erverv av aksjer i tilbudsperioden basert på det faktum børsen har lagt til grunn.

Børsstyret mener, som det fremgår ovenfor, at spørsmålet om Google kan pålegges å betale den høyeste pris Kistefos har betalt for aksjer i GIPS i tilbudsperioden, ikke beror på en vurdering av om Google og Kistefos er å anse som nærstående. For det tilfelle at det etter Børsklagenemndens oppfatning likevel skulle være relevant å foreta en vurdering av om Google og Kistefos er å anse som nærstående etter norsk rett, mener børsen at det ikke er grunnlag for å konsolidere de to. Reguleringen av forhåndsaksepter i avtalene mellom Google og Kistefos var en vanlig regulering for både forhåndsaksepter og ordinære aksepter. Google mottok slike forhåndsaksepter fra 13 aksjonærer i GIPS, som til sammen eide aksjer tilsvarende 52,1 prosent av de utestående aksjene. En klausul om at aksepten omfatter aksjer som akseptanten eier på avtaletidspunktet og aksjer som erverves i løpet av tilbudsperioden, kan etter børsstyrets oppfatning ikke i seg selv gi grunnlag for konsolidering, jf. verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5. Slike aksepter verken forplikter eller hindrer akseptanten i å erverve ytterligere aksjer. Et ytterligere erverv skjer for akseptantens regning og risiko. Tilbyder kan ikke kontrollere om akseptanten faktisk velger å erverve aksjer til en høyere pris i tilbudsperioden. Slikt erverv kan ikke innebære at tilbyder pålegges å øke tilbudsprisen. Dette ville være umulig for tilbyder å kontrollere og ville gi urimelige konsekvenser. Børsstyret kan heller ikke se at det foreligger andre omstendigheter som innebærer at Google og Kistefos må konsolideres etter verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5.

Børsstyret fattet deretter vedtak med slik konklusjon:

”Oslo Børs fastholder sitt vedtak om godkjenning av frivillig tilbud på utestående aksjer i GIPS av 18. mai 2010 til en pris per aksje på NOK 13,00. Saken oversendes Børsklagenemnden for behandling.”

6. Klager Geverans anførsler

Geveran mener at Oslo Børs i brev 24. september 2010 har fattet et uriktig vedtak, og at vedtaket må kjennes ugyldig. Geveran ber om at det fattes nytt vedtak, der Kistefos og Google konsolideres for så vidt gjelder Kistefos' erverv av aksjer i GIPS, slik at tilbudsprisen heves til NOK 14,5 per aksje.

I klagen anfører Geveran at spørsmålet om konsolidering må avgjøres etter svensk rett. Geveran viser til svenske regler om tilbudsplikt (”Swedish Take Over rules”) punkt II.14, første ledd, der det i følge Geveran heter:

”If the offeror after an offer is made public acquires shares in the target company (side acquisition) and the terms in the side acquisition are better for the seller than the terms in the offer, the offeror shall adjust the terms in the offer thereto.”

Geveran viser også til sjette ledd i samme bestemmelse, der det fremgår at *”by application of this section, side acquisitions which are made by anyone who according to Section I.3, at the time of the side acquisition, is a related party to the offeror shall be regarded as made by the offeror.”* ”Related party” er definert som *”someone who cooperates with the offeror with the purpose of assisting in the completion of the offer”*, jf. svenske tilbudspliktregler pkt. I.3 e).

I kommentarene til denne bestemmelsen uttaler den svenske børsen i følge Geveran at bestemmelsen kan bli anvendt for eksempel hvis noen erverver aksjer i den hensikt å levere disse til tilbyder.

Geveran anfører at avtalen mellom Google og Kistefos om salg av hele Kistefos' beholdning av aksjer og de aksjer Kistefos senere måtte erverve til Google, gir grunnlag for å heve tilbudsprisen. Kistefos' hensikt med å erverve ytterligere aksjer, var å levere disse aksjene til Google. Kistefos' erverv av GIPS-aksjer er nøyaktig en slik type ordning som rammes av de svenske tilbudspliktreglene. Kistefos' senere erverv av aksjer i GIPS til en høyere pris var en forhåndsbetingelse for at Google skulle oppnå et tilstrekkelig antall akseptert.

Geveran bestrider ikke at Google er underlagt svenske regler om tilbudsplikt og konsolidering. Etter svensk rett er det – i motsetning til etter norsk rett – mulig å erverve alle utstående aksjer ved et frivillig tilbud. Geveran mener likevel at konsolideringsreglene i de svenske tilbudspliktreglene gjelder. Etter svensk rett har det ikke betydning hvorvidt det dreier seg om et pliktig eller frivillig tilbud. Tilbudsdokumentet i det frivillige tilbudet inneholder den samme prisreguleringsmekanismen som reglene om pliktige tilbud pålegger, jf. særlig pkt. 2.12 i tilbudsdokumentet.

Geveran oppsummerer sine anførsler når det gjelder faktum og jus slik i klagen:

- *”Kistefos sold all its shares in GIPS to Google, and was under the obligation to sell all additional shares in GIPS subsequently acquired to Google.*
- *Google did not reach the required number of shares under the voluntary offer of NOK 13 pr share.*

- *Kistefos acquired further shares in the market for NOK 14,5 and sold these shares for NOK 13 to Google under a binding agreement with Google to do so. Reference is made to the Acceptance Form, Appendix 1 to the Voluntary Offer document, 1: "The acceptance also includes any shares which, in addition to the shares specified above, are acquired or will be acquired" (emphasis added).*
- *The additionally acquired shares at NOK 14,5 were a pre-condition in order for Google to be able to reach 90%, and consequently delist and initiate a squeeze out procedure.*
- *Kistefos and Google must be consolidated under the Swedish Take Over Act, II.4, and Kistefos' acquisition of the extra shares must be regarded as being made by Google, outside the offer.*
- *With reference to Section 2.12 in the Offer Document, the offer price must be increased to equal the price that Kistefos paid in order to enable Google to complete its offer and for Kistefos to sell its shares to Google. The shares must be regarded as being acquired by Google outside the offer."*

7. Anførsler i tilsvaret fra Google

Google v/advokat Robert Sveen har i brev 22. oktober 2010 anført at børsens brev av 24. september 2010 ikke inneholder noe enkeltvedtak som kan påklages til Børsklagenemnden, jf. børsloven § 40 og forvaltningsloven, slik at klagen må avvises.

Google har likevel noen kommentarer til det rettslige grunnlaget for Geverans anførsler.

Geveran har anført at spørsmålet om konsolidering må avgjøres etter svensk rett, og har vist til Nasdaq OMX Stockholms tilbudspliktregler. Google påpeker at det følger av disse reglene pkt. I.1 at de kun gjelder hvis målselskapet er notert på Nasdaq OMX Stockholm. Googles bud på GIPS faller derfor utenfor reglens anvendelsesområde, og reglene kommer ikke til anvendelse i saken.

EUs direktiv om overtakelsestilbud art. 4, som er gjennomført i norsk rett i verdipapirhandelloven kapittel 6, omhandler spørsmålet om anvendelse av tilbudspliktreglene ved "shared jurisdiction". Forhold knyttet til budprosessen for så vidt gjelder bud på aksjene i GIPS (som er et selskap med forretningskontor i Sverige, og som kun er notert på Oslo Børs), reguleres av norske tilbudspliktregler.

Google anfører videre at det under enhver omstendighet ikke foreligger grunnlag for konsolidering av Google og Kistefos etter svenske tilbudspliktregler. Kistefos handlet på eget initiativ og for egen regning.

8. Børsklagenemndens vurdering

8.1 Foreligger det et enkeltvedtak som kan påklages?

Det er reist spørsmål om børsens brev 24. september 2010 inneholder et enkeltvedtak som kan påklages. Børsklagenemnden ser det slik at børsens avgjørelse om at det ikke var grunnlag for økt pris under det frivillige tilbudet som i første omgang var blitt godkjent ved børsens vedtak 20. mai 2010, er et enkeltvedtak som kan påklages. Børsen har foretatt en realitetsbehandling,

som er avsluttet med at opprinnelig vedtak er fastholdt. Børsen synes selv å ha forstått klagen slik at den gjelder børsens opprinnelige vedtak om godkjenning av 20. mai 2010, idet børsen i sitt vedtak 24. november 2010 konkluderer med at børsens vedtak om godkjenning av tilbud av 18. mai 2010, fastholdes. Børsklagenemnden behandler saken som en klage over børsens vedtak 24. september 2010 om ikke å øke prisen i tilbudet.

Nemnden kan ikke se at børsens brev 24. september 2010 reflekterer noe enkeltvedtak om andre spørsmål enn prisen i det frivillige tilbudet. Nemnden vil nevne spesielt at klagesaken for nemnden ikke dreier seg om tilbudsplikt eller tvangsinnløsning, ut over den betydning regler om tilbudsplikt og tvangsinnløsning eventuelt kan ha for prisen i det frivillige tilbudet.

8.2 Realiteten i klagen

Saken gjelder prisen i det frivillige tilbudet som ble varslet av Google 18. mai 2010 og som ble godkjent av børsen 20. mai 2010. Det følger av vphl. § 6-19 første ledd at noen av lovens bestemmelser om pliktige tilbud også gjelder ved fremsettelse av frivillig tilbud som innebærer tilbudsplikt etter § 6-1, hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det. Reglene om tilbudspris i § 6-10 fjerde og femte ledd gjelder ikke ved frivillige tilbud. Det er i saken reist spørsmål om korrekt pris ved pliktig tilbud på eller ved tvangsinnløsning av aksjene i GIPS. Børsklagenemnden forstår reglene i vphl. § 6-23 og verdipapirforskriften kapittel 6 underkapittel III slik at rettslige spørsmål som er knyttet til pliktig tilbud og tvangsinnløsning i denne saken langt på vei reguleres av svensk rett, og at de samme rettsspørsmålene håndheves av den svenske kontrollmyndigheten (tilbudsmyndigheten). Spørsmålet om korrekt pris ved eventuell tilbudsplikt synes likevel å reguleres av norsk rett. I den utstrekning norske regler henviser kontrollen til svenske kontrollorganer, vil norske kontrollmyndigheter etter nemndens oppfatning ikke ha kompetanse på disse områdene. Nemnden ser det videre slik at det utelukkende er norske kompetanseregler som bestemmer norske kontrollmyndigheters kompetanse. Dette betyr at verken børsen eller Børsklagenemnden har formell kompetanse til å vurdere spørsmål knyttet til pliktig tilbud eller tvangsinnløsninger i den utstrekning slike spørsmål reguleres av svensk rett.

Det følger av dette at saken kan reise kompliserte og uoversiktlige spørsmål om forholdet mellom norsk og svensk rett og norske og svenske kontrollmyndigheter. Det kan ikke utelukkes at svenske regler om pliktige tilbud og tvangsinnløsning kan få indirekte betydning ved vurderingen av prisen i det frivillige tilbudet etter norsk rett. Børsklagenemnden finner det ikke nødvendig å gå inn på disse spørsmålene for å avgjøre den klagesaken som nå står for Børsklagenemnden.

Blant de reglene i vphl. kapittel 6 som gjelder ved frivillige tilbud, er § 6-10 siste ledd om likebehandling av aksjeeierne i målselskapet. Det spørsmålet som er reist i saken, er om de priser som Kistefos betalte ved sine oppkjøp i markedet 23. juni 2010, er av betydning ved vurderingen av prisen i det frivillige tilbudet fra Google, i den forstand at de kjøpene Kistefos gjorde medfører en relevant forskjellsbehandling i forhold til tilbudet fra Google. Dette må etter nemndens syn avgjøres ut fra en tolkning av vphl. § 6-10 siste ledd sammenholdt med de faktiske omstendigheter omkring oppkjøpene gjort av Kistefos. Nemnden kan ikke se at svenske regler om konsolidering og identifikasjon kan være avgjørende i forhold til forbudet mot forskjellsbehandling i vphl. § 6-10 siste ledd.

Nemnden legger ut fra opplysningene i saken til grunn at Kistefos gjennomførte sine kjøp av aksjer i markedet for å beskytte egne interesser, uten forutgående avtale om dette med Google, og uten at kjøpene fant sted i forståelse med Google. Det er opplyst at Google ikke var kjent med de kjøpene som Kistefos gjorde. Selv om Kistefos i tidligere avtale med Google hadde påtatt seg å selge videre til Google alle aksjer som Kistefos ervervet i GIPS mens tilbudet løp, kan nemnden ikke se det slik at det var etablert noen form for samarbeid mellom Google og Kistefos om Googles overtakelse av aksjene i GIPS. Nemnden vil legge til at en forståelse av forholdet som innebærer at Google må øke tilbudsprisen i henhold til den høyeste prisen i de kjøpene som ble gjort av Kistefos, ville også ha virkning for prisen på alle aksjer som Google ervervet fra Kistefos. Kistefos - og andre aksjonærer i GIPS som ga forhåndsaksept på samme vilkår som Kistefos - ville i så fall ha det i sin makt å øke den prisen Google måtte betale under tilbudet ved å gå ut i markedet på egen hånd med kjøp av aksjer i GIPS til høyere pris enn tilbudsprisen fra Google. Dette kan ikke være en akseptabel forståelse av avtalene om forhåndsaksept, og dermed heller ikke av regelen i vphl. § 6-10 siste ledd om forbud mot forskjellsbehandling.

Opplysningene i tilbudsdokumentet (sitert på engelsk foran under 5.2) om at tilbyderens kjøp av aksjer utenfor tilbudet til høyere pris enn i tilbudet, vil medføre tilsvarende økning av tilbudsprisen, kan ikke føre til et annet syn på dette, så lenge nemnden mener at det ikke er grunnlag for identifikasjon mellom Google og Kistefos i forhold til de kjøpene Kistefos har foretatt.

Børsklagenemnden finner grunn til å tilføye at spørsmålet om pris etter nemndens oppfatning ikke ville ha stilt seg annerledes om de norske reglene om pliktig tilbud hadde kommet til anvendelse i saken, jfr. vphl. § 6-10 fjerde og femte ledd. Dette følger av det forhold at det ikke ville ha vært grunnlag for konsolidering av Google og Kistefos etter vphl. § 6-5. Videre finner nemnden grunn til å nevne at den heller ikke kan se at svenske regler om pris ved pliktig tilbud eller tvangsinnløsning ville ha ført til høyere pris enn den prisen på kr 13,- pr aksje som Google har tilbudt.

Klageren kan etter dette ikke gis medhold i klagen.

Børsklagenemnden fattet deretter slikt enstemmig

vedtak:

Oslo Børs' godkjenning 20. mai 2010 av frivillig tilbud fra Google Acquisition Holding Inc på utestående aksjer i Global IP Solutions Holding AB, stadfestet ved børsens vedtak 24. november 2010, stadfestes av Børsklagenemnden.



Trygve Bergsaker



John Giverholt



Jøril Mæland



Hugo P. Matre



Bernt Zakariassen