



VEDTAK OG UTTALELSER 1998

Børsrettsdagene 1999

25. og 26. januar 1999

Avdelingsleder Dag Erik Rasmussen

Innholdsfortegnelse

1. Innledning.....	3
1.1. Generelt.....	3
1.2. Oversikt over sirkulærer 1998 og hittil i 1999.....	4
2. Emisjonskontroll og prospektkrav.....	5
2.1. Generelt.....	5
2.2. Prospektplikt.....	5
2.3. Enkelte spørsmål knyttet til prospektkontroll.....	8
3. Opptak til kursnotering/noteringskrav.....	15
3.1. Generelt.....	15
3.2. Spredningskrav.....	15
3.3. Krav til notering av alle aksjeklassene.....	15
3.4. Krav til kontinuitet mv.....	16
3.5. Notering av bytterett.....	18
3.6. Overføring mellom noteringslistene.....	24
3.7. Fortsatt notering ved fusjon og fisjon.....	26
3.8. Krav til fri omsettelighet - nektelse av overdragelse av aksjer.....	28
3.9. Credit linked notes.....	38
4. Strykning fra notering og suspensjon.....	42
4.1. Generelt.....	42
4.2. Strykning etter søknad.....	42
4.3. Strykning etter initiativ fra børsen.....	44
4.4. Suspensjon.....	45
5. Informasjonsplikt.....	47
5.1. Generelt.....	47
5.2. Brøvig Offshore ASA.....	47
5.3. Opticom ASA.....	55
5.4. Saga ASA.....	62
5.5. Alvern ASA.....	66
5.6. Smedvig ASA.....	75
5.7. Informasjonsformidling.....	76
5.8. Enkelte forhold knyttet til informasjonsplikt.....	77
6. Tilbudsplikt.....	77
6.1. Generelt.....	77
6.2. Konsolidering.....	77
6.3. Enkelte forhold knyttet til tilbudsplikt.....	84
7. Likebehandling.....	90
8. Medlemskap og medlemmers opptreden.....	90
8.1. Generelt.....	90
8.2. Vilkår for børsmedlemsskap.....	91
8.3. Medlemmers opptreden.....	92
8.4. Net Fonds ASA.....	100
9. Diverse.....	107
9.1. Handleforbud.....	107

1. Innledning

1.1. Generelt

Det juridiske arbeidet ved Oslo Børs har 1998 i stor grad vært preget av prosjektarbeid knyttet til revisjon av børsforskriften, handelsregler knyttet til implementering av nye handelssystemer for egenkapitalinstrumenter og obligasjoner, generelle medlemsbetingelser samt arbeidet med utkast til ny børslov.

Utkast til endringer av børsforskriften («fase II») ble sendt på høring og ble ytterligere bearbeidet på bakgrunn av de mange og grundige høringsuttalelser som ble avgitt. Både arbeidet med børsloven og revisjonen av børsforskriften blir behandlet som egne temaer under Børsrettsdagene.

Endringene av verdipapirhandelloven i kraft fra 1. desember 1997 har preget saksbehandlingen. Det nevnes særlig forhold knyttet til innsidehandel, herunder periodisk handleforbud, meldeplikt og tilbudsplikt.

Av andre forhold som kan nevnes er at det er vedtatt et reglement for børsrepresentasjon av børsstyret og at kursnoteringsavtalene for utenlandske selskaper er under revisjon.

Tre saker har vært behandlet av børsklagenemnden:

Sak	Selskap	Ref pkt
1/98	Brøvig Offshore ASA	5.2
2/98	Net Fonds ASA	8.4
3/98	Namsos trafikkselskap ASA	3.8

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

Sirkulærer fra Oslo Børs er ikke vedlagt, idet disse nå er inntatt i Børsens skriftserie «Oslo Børs - Vedtak & Sirkulærer», som kan abonneres på. Publikasjonen omfatter også børsklagenemndens avgjørelser in extenso. Sirkulærene og en rekke børsrettslige spørsmål, er i tillegg gjort tilgjengelige på internett (www.ose.no). For øvrig vises det til oversikten over sirkulærene i pkt 1.2 nedenfor.

Det nevnes i denne sammenheng at det relevante børs- og verdipapirrettslige regelverket er tilgjengelig samme sted. I den grad det finnes engelske oversettelser, er også disse gjort tilgjengelig. Børsforskriften i endret skikkelse er under oversettelse og vil bli gjort tilgjengelig så snart den foreligger.

1.2. Oversikt over sirkulærer 1998 og hittil i 1999

Børssirkulærer 1998

Sirk nr	Tittel	Vedlegg	Engelsk versjon	Vedlegg til engelsk versjon
1/98	Avgifter 1998	Avgiftssatser 1998 - oversikt		
2/98	Prosedyre og krav ved opptak av nye selskaper ved Oslo Børs' hovedliste, SMB-liste og liste for grunnfondsbevis	Notat med tittel: Prosedyre og krav ved opptak av nye selskaper ved Oslo Børs' hovedliste, SMB-liste og liste for grunnfondsbevis	Procedure and requirements for the listing of new companies on Oslo Stock Exchange's Main List, SMB List and the Primary Capital Certificates List	Implementert i engelsk oversettelse
3/98	Vedrørende utarbeidelse av prospekt for obligasjoner			
4/98	Rapportering av handler på Oslo Børs			
5/98	År 2000 - informasjon fra de børsnoterte selskaper om modifisering av IT-systemer		The Year 2000 Issue - disclosure by listed companies related to modifications on IT systems	
6/98	Avtalefestet pensjon (AFP) - presisering av regnskapsmessig behandling			
7/98	Handelsregler for obligasjoner og rentefutures - indikative kurser			
8/98	Regnskapsføring og periodisering av arbeidsgiveravgift på opsjoner og frittstående tegningsretter			
9/98	Forenklet prospekt for kommuner og fylkeskommuner i forbindelse med søknad om notering av obligasjonslån			
10/98	Elektronisk formidling av selskapsmeldinger til Oslo Børs	Retningslinjer for selskapsmeldinger via Internet		
11/98	Innsidehandel, handleforbud, meldeplikt, taushetsplikt og rådgivningsforbud	Rundskriv nr 14/98 fra Kredittilsynet		
12/98	Informasjon om År 2000			
13/98	Euro notering på Oslo Børs		Euro Quotations on Oslo Stock Exchange	

14/98	Tidsfrist for innsendelse av søknad til opptak av aksjer eller grunnfondsbevis ved Oslo Børs			
15/98	Tidsfrister for registrering av kjøp og salg av verdipapirer			
16/98	År 2000 testing - prosjekt «Fellestest»		Information on the «Year 2000» Issue	

Børssirkulærer 1999

Sirk nr.	Tittel	Vedlegg	Engelsk versjon	Vedlegg til engelsk versjon
1/99	Avgifter 1999	Oversikt over avgiftene for 1999		
2/99	Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr 45 - selskapenes erverv av egne aksjer			
3/99	Børsmelding og bruk av ekstern rådgiver/formidler av informasjon		Stock exchange reports and the use of external advisers/information agents	
4/99	Lov om årsregnskap mv. (regnskapsloven) av 17. juli 1998 nr 56 og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) av 13. juni 1997 nr. 45			

2. Emisjonskontroll og prospektkrav

2.1. Generelt

Oslo Børs har «godkjent» 69 prospekter av forskjellig art i løpet av 1998. Det er da ikke medregnet «registreringsprospekter» etter verdipapirhandelloven § 5-8 samt prospekter som av forskjellige årsaker er trukket.

2.2. Prospektplikt

Prospektplikt - verdipapirhandelloven § 5-4 - ansatte i konsern

Det er i et brev av 27. oktober 1998 om ovennevnte uttalt:

.....

Det er reist spørsmål om unntaket fra prospektplikt etter verdipapirhandelloven § 5-4 gjelder tilbud om tegning av aksjer til ansatte i heleiet datterselskap av utsteder(tilbyder).

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

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

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

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

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

Hensynet bak unntaket gjelder i like stor grad i forhold til ansatte i eget selskap som i heleide datterselskap hvor foretaket er organisert i et konsern. Unntaket synes å forutsette at nettopp ansettelsesforholdet vil være begrunnelsen for å tilby aksjer «til særlig gunstig vilkår».

Oslo Børs vil på denne bakgrunn anta at unntaksregelen i § 5-4 kan tolkes slik at den omfatter også tilfelle hvor et morselskap tilbyr aksjer til ansatte i heleiet datterselskap på særlige gunstige vilkår.

.....

Prospektplikt - innkalling av tidligere kommitert kapital

Det er i et brev av 18. september 1998 om ovennevnte uttalt følgende:

.....

Det fremgår av Deres brev at investorer er tilbudt å tegne aksjer hvor hver tegner har akseptert å tegne for et nærmere angitt beløp, men hvor bare en del av dette er innbetalt. Det resterende beløp skal kunne innkalles i transjer ved behov etter styrets skjønn i løpet av en

nærmere angitt periode. Aksjonærene har samtidig med tegning inngått en aksjonæravtale hvor de gir forvalter av foretaket fullmakt til å møte og stemme for aksjonærenes aksjer på ekstraordinære generalforsamlinger som innkalles for å beslutte kapitalforhøyelser hvor ytterligere transjer innkalles.

Deres spørsmål er om en slik innkalling av ytterligere transjer omfattes av plikten til å utarbeide prospekt.

Etter verdipapirhandelloven § 5-1 inntretr prospektplikten ved «tilbud om tegning». Innkalling av tidligere kommittert kapital utgjør etter Deres beskrivelse ikke noe tilbud, men en plikt basert på en avtale etter et tidligere tilbud om tegning og kommittering ved fremtidig tegning. Etter børsens vurdering er dette derfor ikke omfattet av prospektplikten etter verdipapirhandelloven § 5-1.

.....

I et brev til en advokat av 26. juni 1998 har Oslo Børs uttalt seg om spørsmål knyttet til prospektplikt (øvelsen omfattet både en fisjon og en fusjon - fisjonen er ikke omtalt):

Emisjonsprospekt etter børsforskriften § 18-1 nr 4

Vi legger til grunn at det mellom X, X's heleide datterselskap Y og Z er inngått en «fusjonsavtale». Avtalen innebærer at Y infusjonenes i Z. Som vederlag skal X motta én aksje i Z samtidig som X erverver samtlige aksjer i Z fra deres fire amerikanske eiere. Som vederlag skal Z-aksjonærene gjennom en rettet emisjon motta 11 043 926 aksjer i X, som i dag har en aksjekapital på NOK 12 453 790 fordelt på 12 453 790 aksjer av pålydende NOK 1.

Vi legger til grunn at det oppstår krav om et «informasjons-/utligningsprospekt» i henhold til børsforskriften § 18-1 nr 4 som følge av at vederlagsaksjenes pålydende er over 10 % av pålydende verdi av nåværende aksjekapital i X.

På bakgrunn av at det gjelder en rettet emisjon i forbindelse med en slik transaksjon som er beskrevet ovenfor hvor emisjonen i tillegg henvender seg til «et profesjonelt marked», har vi i det foreliggende tilfellet ikke bemerkninger til at prospektet utarbeides på engelsk.

Vi forutsetter at det i prospektet inntas et sammendrag på norsk. I tillegg må de forholdene som gjelder den fisjonen (ikke av interesse her -min tilføyelse) som er nevnt nedenfor samt «exit»-løsningen for aksjonærene i det utfisjonerte selskapet beskrives uttømmende på norsk på en slik måte at aksjonærene har tilstrekkelig grunnlag for å ta stilling til løsningen, jfr betingelsen for fritaket nedenfor.

.....

2.3. Enkelte spørsmål knyttet til prospektkontroll

Telefaksutsendelse av tegningsblanketter

I brev av 2. mars 1998 har Oslo Børs uttalt seg om ovennevnte.

Det vises til Deres brev av 23. februar 1998 med forespørsel om Oslo Børs' vurdering av automatisk utsendelse av tegningsblanketter på telefaks etter henvendelse fra kunder.

Systemet for automatisert utsendelse av tegningsblanketter pr. telefaks forutsetter at kunden har svart ja på spørsmål om han eller hun har mottatt prospekt. Svarer kunden nei, vil systemet sende prospekt sammen med tegningsblankett i posten.

I henhold til verdipapirhandelloven § 5-11 tredje ledd annet punktum, kan tegningsblankett bare legges frem sammen med fullstendig prospekt. Formålet med bestemmelsen er at tilbud om tegning bare skal kunne aksepteres dersom prospektopplysninger er praktisk tilgjengelig for tegneren. Bestemmelsen må utfra sitt formål forstås slik at tegningsblanketter kan sendes ut til investorer som allerede har mottatt prospekt uten at det er nødvendig å sende prospekt på nytt.

De siste dagene i en tegningsperiode vil det ofte ikke være tid til postforsendelse slik at investoren kan tegne før fristen løper ut. Ved at tegningsblanketter kan sendes pr telefaks mens prospekt sendes pr post, åpnes det for at investorer feilaktig angir å ha mottatt prospekt i den hensikt å få tilsendt tegningsblankett pr fax for derved å kunne tegne innen fristens utløp.

Ansvar for at tegningsblanketter ikke sendes uten prospekt eller til person som ikke har mottatt prospekt tidligere tilligger tilbyder av verdipapirene det vil si utsteder og tilrettelegger. Loven åpner ikke for at investorer kan frasi seg retten til å motta prospekt, med mindre tilbudet faller inn under et av unntakene fra prospektplikten for eksempel reglene om profesjonelle investorer gitt i, og i medhold av, verdipapirhandelloven § 5-2. Oslo Børs forvalter ingen godkjennelsesordning eller dispensasjonshjemmel fra bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 5-11 tredje ledd annet punktum. De må derfor selv vurdere om den tilbudte tjenesten kan føre til brudd på bestemmelsen eller ikke. Som nevnt ser imidlertid Børsen visse betenkeligheter med ordningen sett i forhold til lovens krav.

.....

Krav til språk m.v

I et brev av 21.november 1997 har Oslo Børs uttalt:

Vi har notert oss at X ønsker å gjennomføre en emisjon som vil skje etter ikrafttreddelsen av verdipapirhandelloven av 1997. Emisjonen er tenkt delt i en amerikansk og en norsk tranche. Den norske transjen er tenkt skjedd ved tegning etter en forutgående book-building prosess. Emisjonen er opplyst å være rettet til flere enn 50 personer.

Etter det opplyste vil selskapet utarbeide prospekt for USA-transjen basert på US GAAP og amerikansk regelverk, herunder reglene for «shelf-registrering». Dette prospektet er også tenkt å fylle norske krav til prospektets innhold og er tenkt benyttet i det norske markedet.

Det er to spørsmål som oppstår i denne forbindelse. For det første reises det spørsmål om det må utarbeides en norskspråklig versjon av prospektet. Alternativt at det benyttes et amerikansk prospekt med vedlegg/»wrap around» på norsk vedrørende de særlige norske tegningsforholdene som innholdsmessig vil dekke de på gjennomføringstidspunktet bortfalte krav til tegningsinnbydelse.

Når det gjelder spørsmålet om språkkrav har vi forståelse for de kommersielle og emisjonspolicymessige argumenter som oppstilles. Vi ønsker imidlertid å videreføre vår praksis ved offentlige emisjoner når det gjelder norske selskaper som utarbeider prospekt for det norske markedet. Det vil dermed være krav om at prospektet foreligger i en norsk versjon, men at vår kontroll gjerne kan baseres på en engelskspråklig versjon.

Rettslige sett er vi enig i at det kan være uklart om børsforskriften § 23-6 annet ledd pålegger plikt til norsk språk i prospektene, men vi antar det vil være en klart underliggende forutsetning for børsforskriftens regler at utgangspunktet er at norske selskaper må forholde seg til det norske markedet på det språk som gjelder der. Spørsmålet kan stille seg noe annerledes dersom en transaksjon omfatter eller kun henvender seg til det «profesjonelle markedet» eller at informasjonen også foreligger på annen måte på norsk. Selskapet ble tatt opp til notering som et norsk selskap og vi kan ikke se at det foreligger noen foranledning for markedet til å oppfatte selskapet som annet, selv om virksomheten i betydelig grad er internasjonal. For øvrig vises til at det for norske selskaper etter aksjeloven § 11-1 er krav om at årsoppgjøret skal være på norsk.

Bestemmelsen i ny verdipapirhandellov § 5-5 gir en hjemmel til å kreve at prospekt skal avgis på norsk. Det er fremgår av lovens forarbeider Ot prp nr 29(1996-97) s 98 ikke annet enn at det i mange tilfeller ikke vil være nødvendig å kreve slik oversettelse.

Til Deres orientering opplyser vi for øvrig at det i forbindelse med revisjon av børsforskriften vurderes å foreslå regler som gir større fleksibilitet for blant annet norske selskaper med betydelig internasjonalt preg i forhold til selskapenes kommunikasjon mot markedet. Tanken er i så fall at en beslutning om dette må fattes av børsstyret etter søknad.

Det andre spørsmålet er om det i forbindelse med den norske transjen kan avgis regnskapsopplysninger kun i henhold til US GAAP. I forhold til børsforskriften § 15-2 pkt 3.1 er det krav om at en oppstilling av resultatregnskap og balanse basert på årsoppgjør i henhold til kap 6 for de tre foregående regnskapsår skal foreligge. I tillegg vil det være krav om resultattall og balanse fra siste delårsrapport i henhold til kap 6.

Vi vil ikke ha bemerkninger til at regnskapene i prospektet er avgitt i henhold til US GAAP, dog forutsatt at det som et vedlegg til prospektet for bruk i det norske markedet foreligger

årsregnskaper også etter norske regler. I forhold til delårstallene, vil vi ikke ha bemerkninger til at disse kun foreligger i US GAAP.

.....

Prospekt for emisjon og fusjon - dispensasjon knyttet til advokaterklæring

I et brev av 23. februar 1998 har Oslo Børs uttalt seg om ovennevnte.

.....

Basert på dispensasjonssøknaden og det prospektutkast som er utarbeidet, legges det til grunn at det i generalforsamlingen i X den 27. februar vil fremsettes forslag til fusjon mellom X og Y og kapitalutvidelsen i X. Det vil bli utarbeidet et felles prospekt for fusjonen og emisjonen. Kapitalforhøyelsen skal gjennomføres som en fortrinnsrettsemisjon rettet mot selskapets aksjonærer pr. datoen for avholdelse av generalforsamlingen.

Av børsforskriften § 17-2 fremgår det at fusjonsprospektet skal være avsendt til selskapets aksjonærer senest samtidig med innkallingen til generalforsamlingen for behandlingen av forslaget til fusjon. Videre fremgår det av børsforskriften § 18-3 nr 9 at det i et emisjonsprospekt skal foreligge en erklæring fra advokat om at kapitalforhøyelsen er gyldig vedtatt. Det søkes om dispensasjon fra kravet om at det inntas en erklæring i henhold til børsforskriften § 18-3 nr 9 i fusjons-/emisjonsprospektet.

På grunnlag av de fremlagte opplysninger har Oslo Børs fattet følgende vedtak i forbindelse med prospektet som skal utarbeides for den forestående fusjon og emisjon i X:

I medhold av verdipapirhandelloven § 5-6 og børsforskriften § 14-3 gis X dispensasjon fra:

- kravet i børsforskriften § 18-3 nr 9 om at prospektet skal inneholde en erklæring fra advokat om at kapitalforhøyelsen er gyldig besluttet av kompetent selskapsorgan

Vilkår for dispensasjonen er:

1. Selskapet må trekke innbydelsen til tegning tilbake dersom gyldig vedtak ikke blir bekreftet av advokat som angitt i børsforskriften § 18-3 nr 9 før første tegningsdag. Det skal angis hvordan slik tilbaketrekning vil bli annonsert.
2. Den endelige advokaterklæring i henhold til børsforskriften § 18-3 nr 9 skal stilles vederlagsfritt til disposisjon for allmennheten på selskapets forretningskontor, på Oslo Børs, på tilretteleggers forretningskontor og eventuelt andre steder.

3. Ordlyden av den endelige advokaterklæringen skal kontrolleres og godkjennes av Oslo Børs før den avgis som en del av kontrollen med det øvrige tegningsmaterialet i henhold til verdipapirhandelloven § 5-7.

Dersom det er skjedd endringer fra tidspunktet for offentliggjøring av prospektet, skal det utarbeides et tillegg i samsvar med verdipapirhandelloven § 5-5 2. ledd, hvor det redegjøres for de endrede forhold og inntas en erklæring fra styret i samsvar med børsforskriften § 14-2.

Fortrinnsrettsemisjon - aksjelovens krav til minste tegningsperiode

I to brev av henholdsvis 17. og 22. juni 1998 har Oslo Børs uttalt seg om ovennevnte.

.....

Spørsmålet er om aksjeloven § 4-4 første ledd nr 4 stiller krav til minst 14 dagers tegningsperiode for aksjonærenes tegning i henhold til fortrinnsretten i allmenne aksjeselskaper, eller bare stiller krav om varslingsfrist på minst 14 dager.

Selv om mye taler for at loven ikke oppstiller krav til minste tegningsperiode, finner vi tolkningsspørsmålet noe mer usikkert enn Deres vurdering synes å legge til grunn.

Med utgangspunkt i at aksjeloven § 4-4 første ledd nr 4 fastsatte en minste tegningsperiode på 14 dager ved at fristen regnes fra det tidspunkt tegningslisten legges frem, kan det spørres om endringen i lov av 1995 nr 80 fjernet tegningsperioden for allmenne aksjeselskaper. Ordlyden i § 4-4 første ledd nr 4 annet punktum om at fristen regnes fra det er gitt underretning, kan - i tråd med Deres vurdering - tolkes som en spesialregel som gjør at fristens utgangspunkt i første ledd ikke gjelder for allmenne aksjeselskap. Den kan imidlertid også fortolkes som en tilleggsfrist som bare gjelder for allmenne aksjeselskaper, slik at 14-dagers fristen gjelder fra det siste av tidspunktene for henholdsvis varsling og fremleggelse av tegningslister.

Det siste tolkningsalternativet kan ha en viss støtte i at lovendringen i 1995 bare tok sikte på de minimumsendringer som var nødvendige for å oppfylle forpliktelsene i EØS-avtalen, som for denne bestemmelsen var annet selskapsdirektiv. Direktivet stiller i art 29 krav om at tidsrommet mellom varsel til aksjonærene og tegningsfristens utløp ikke skulle være mindre enn 14 dager. Ettersom fristen i aksjeloven bare var knyttet til fremleggelse av tegningslistene, måtte loven gis et tillegg på dette punkt. Hverken forarbeidene eller formålet med lovendringen tilsier at aksjonærenes rettigheter etter gjeldende lov skulle reduseres.

Det synes etter forarbeidene ikke å ha vært intensjonen å gjøre andre endringer i disse bestemmelsene enn det som var nødvendig for å oppfylle direktivet. Direktivet synes heller ikke å være til hinder for nasjonal lovgivning med bestemmelser om minste tegningsperiode. Det vises blant annet til at direktivets formål bl a er knyttet til minste aksjonærrettigheter.

Vi kan heller ikke se at aksjeloven av 1957 utelukket en slik fortolkning. Begrepet «frist» kan forstås både som det siste tidspunktet for når en handling kan foretas og som en periode. Det vises til Deres notat side 2, Marthinussen, Aarbakke, Aksjeloven med kommentarer (1996) side 205 og M. H. Andenæs, Aksjeselskapsrett (1992) side 188. Ved at loven ikke oppstilte formkrav for tegning, jf «melde fra senest» kan den leses ut fra en forutsetning om at tegning i henhold til fortrinnsretten kunne finne sted i hele fristperioden.

Bestemmelsens sentrale hensyn, at aksjonærene får et tilstrekkelig varsel til å kunne innrette seg, synes ivaretatt med Deres fortolkning. Aksjonærenes behov for beskyttelse mot så korte tegningsperioder at utøvelse av fortrinnsretten forvansktes, tilsier imidlertid en minste tegningsperiode. Med Deres fortolkning vil dette ikke ivaretas av aksjeloven.

I børsnoterte norske aksjeselskaper er det praksis med 14 dagers tegningsperiode. En fortolkning hvor aksjeloven ikke anses å angi minste tegningsperiode for aksjonærers fortrinnsrett i allmenne aksjeselskaper vil således ha betydning for fremtidig praksis.

På denne bakgrunn er vi fortsatt noe usikre med hensyn til lovligheten av en kortere tegningsperiode enn 14 dager, og vil derfor sette pris på en nærmere vurdering fra Deres side hvor også det alternative tolkningsalternativet er vurdert.

.....

Fortrinnsrettsemisjon - aksjelovens krav til minste tegningsperiode (fortsettelse)

.....

Vi anga i vår telefax å være noe usikre med hensyn til lovligheten av en kortere tegningsperiode enn 14 dager og ba om en nærmere vurdering fra Deres side hvor også et annet tolkningsalternativ i tråd med gjeldende praksis ble vurdert. I Deres telefax av 18. juni 1998 er dette vurdert, og med den konklusjon at aksjeloven § 4-4 første ledd nr 4 ikke inneholder krav om 14-dagers tegningsperiode, men kun krav om en 14-dagers varslingsfrist.

Som nevnt i telefonsamtalen, er vi uenige i enkelte av Deres grunnlag for å forkaste det tolkningsalternativ hvor det oppstilles krav om en to ukers tegningsperiode. For det første kan vi vanskelig se at aksjeloven § 4-4 første ledd nr 4 første pkt kan forstås på annen måte enn at det skal være adgang til tegning fra det tidspunkt tegningslistene legges frem. Forsåvidt gjelder endringsloven av 1995, er vi enige i at det må legges til grunn at den norske loven implementerer direktivet. Direktivet inneholder imidlertid ingen bestemmelser om tegningsperiode, slik at lovgiver ikke har hatt noen foranledning til å behandle dette. Ettersom det er et minimumsdirektiv, kan det være naturlig å forstå det slik at den gjeldende rettstilstanden vedrørende kravet til 14-dagers tegningsperiode ikke ble endret ved lovendringen. På den annen side er vi enige i at den nye allmennaksjeloven neppe bygger på et prinsipp om minste tegningsperiode og at dette også er et tolkningsmoment som taler mot at dette gjelder etter gjeldende lov.

Den omhandlede kapitalforhøyelse er underlagt Oslo Børs' prospektkontroll etter verdipapirhandelloven § 5-7 hvorefter børsen kan nedlegge forbud mot at tilbudet gjennomføres blant annet dersom "børsen anser det ulovlig å gjennomføre tilbudet etter annen lov eller forskrift", jf. fjerde ledd annet pkt.

Som det fremgår av vår tilbakemelding, er børsen usikker med hensyn til lovligheten av en kortere tegningsperiode enn 14 dager, men finner ikke tilstrekkelig grunnlag til å nedlegge forbud mot gjennomføring av tilbudet i medhold av verdipapirhandelloven § 5-7 fjerde ledd annet pkt. Det forutsettes at advokaterklæring i henhold til børsforskriften § 18-3 nr 9, om at beslutningen er gyldig besluttet av kompetent selskapsorgan, vil være uten noen form for forbehold.

Oslo Børs understreker at dette brev ikke innebærer noen godkjenning av den angitte fortolkning og at det ikke er til hinder for at børsen senere nedlegger forbud mot gjennomføring av tilbudet av andre grunner eller på grunn av forhold som oppstår senere. Dette brevet er heller ikke til hinder for at børsen kan treffe vedtak om ugyldighet etter

verdipapirhandelloven § 5-13.

.....

Angivelse av fusjonsvederlag i fusjonsplan

I flere brev, herunder dette av 13. juni 1998, har Oslo Børs uttalt seg om ovennevnte.

.....

«Såvidt opplyst, har et børsnotert selskap til hensikt å fusjonere med et ikke børsnotert selskap. I fusjonsplanen er det ønske om at vederlaget angis som en formel på bakgrunn av veid gjennomsnitt av omsetningskursen for aksjen på Oslo Børs i en nærmere fastsatt periode som ligger mellom tidspunktet for fusjonene vedtagelse og tidspunktet for gjennomføringen. Det forutsettes at det i fusjonsplanen angis nøyaktig hvilke omsetningskurser som skal benyttes i beregningen (sluttkursene eller hver enkelt omsetningskurs i løpet av børsdagen). Det skal også fastsettes et høyeste og laveste antall aksjer som vederlaget kan utgjøre. De objektive kriteriene må være av en slik karakter at antallet aksjer som skal ytes som vederlag i fusjonen kan bestemmes forut for virkningstidspunktet etter aksjeloven § 14- 19.

Etter Oslo Børs' oppfatning, synes ikke den angitte fremgangsmåte å være i strid med ordlyden i aksjeloven § 14-11 nr. 4. Med en formel som åpner for liten eller ingen utøvelse av skjønn, antas også aksjelovens forutsetning om en kompetansefordeling mellom generalforsamling og styre ivarettatt. Angivelse av et høyeste og laveste antall vil - dersom intervallet ikke er for stort - gi aksjonærene en viss forutberegnelighet.

Oslo Børs har på denne bakgrunn ingen bemerkninger til en slik fremgangsmåte. Det forutsettes imidlertid at Foretaksregisteret anser fremgangsmåten forenlig med egne prosedyrene ved fusjoner.»

For ordens skyld bemerkes at bruk av sluttkurser i beregningsgrunnlaget lett kan åpne for kursmanipulasjon dersom aksjen har begrenset likviditet.

Fusjon - tilleggsprospekt

I brev av 21. desember 1998 har Oslo Børs uttalt seg om ovennevnte.

.....

Vi har gjennomgått innholdet i Deres brev og bekrefter herved at formålet med børsforskriftens § 14-6 ikke medfører krav til utarbeidelse av tilleggsprospekt i kreditorvarslingsperioden for fusjon. Vi bekrefter videre at det i kreditorvarslingsperioden for fusjon ikke foreligger noen plikt til å sende tilleggsprospekt til aksjonærene. Det er tilstrekkelig at tilleggsprospektet offentliggjøres i samsvar med børsforskriften § 14-5. Såfremt tilleggsprospekt utarbeides forut for generalforsamling i de fusjonerende selskaper, er det imidlertid Oslo Børs' oppfatning at et slikt prospekt må offentliggjøres i samsvar med børsforskriften § 17-2, det vil si at tilleggsprospektet oversendes aksjonærene i de fusjonerende selskaper.

Forhold til utenlandsk verdipapirlovgivning

I prospekt for Saga Petroleum ASA av 19. august 1998 i forbindelse med offentlig emisjon med fortrinnsrett for eksisterende A-aksjonærer i forbindelse med sammenslåing av Saga Petroleum ASAs aksjeklasser fremkom følgende av prospektet:

(Poenget i denne sammenheng er fremgangsmåten beskrevet i siste avsnitt. Spørsmålet for Oslo Børs var om utenlandske aksjonærer, som det på bakgrunn av deres nasjonale lovgivning ikke kan rettes tilbud til mv, vil måtte motta kontantoppgjør selv om de faktisk ville være i stand til å utøve sin rett.)

.....

Verken tegningsrettene eller aksjene som utstedet som følge av utøvelse av tegningsrettene har vært eller vil bli registrert under den amerikanske verdipapirloven («Unitets States Securities Act») av 1933 eller den canadiske verdipapirlovgivningen og kan ikke tilbys eller omsettes i USA eller til «US Persons» som definert i Forskrift S i den amerikanske verdipapirloven, eller i Canada eller til bosatte i Canada unntatt i overensstemmelse med et unntak fra registreringskravene i henholdsvis den amerikanske verdipapirloven eller verdipapirlovgivningen i Canada.

Dersom ikke annet blir bestemt av Saga Petroleum ASA («Selskapet») og iverksatt i overensstemmelse med amerikansk eller canadisk verdipapirlovgivning, kan ikke

tegningsrettene utøves i USA eller av «US Persons» eller i Canada eller av personer bosatt i Canada. Unntatt i forannevnte tilfeller, vil Selskapet annullere tegninger som (i) Selskapet eller noen som opptrer på Selskapets vegne har grunn til å tro er utfylt i, sendt fra eller betalt for med midler som kommer fra USA eller Canada, (ii) oppgir en adresse i USA eller Canada for mottak av enhver melding eller bekreftelse, eller oppgir en adresse i USA eller Canada for vedkommende som utøver tegningsretten i henhold til tegningsblanketten, (iii) ikke aksepterer informasjonen som er gitt under overskriften «Viktig informasjon» på tegningsblanketten eller (iv) som Selskapet, etter eget skjønn, på annen måte tror kommer fra USA eller fra en «US Person» eller fra Canada eller en person som er bosatt i Canada.

I denne sammenheng har «USA» følgende betydning: United States of America, dets territorium og eiendeler, enhver stat i United States of America og District of Columbia. Begrepet «US Persons» har den betydning som er definert i forskrift S i den amerikanske verdipapirloven.

Dersom utenlandske aksjonærer er rettslig forhindret fra å tegne, vil alle tegningsretter som tilhører aksjonærer med en registrert adresse i USA og Canada bli kreditert disse aksjonærenes konto, eller disse aksjonærenes depotbanks konto, hos Verdipapirsentralen. Saga vil deretter instruere Christiania Markets om å selge disse tegningsrettene i perioden f.o.m. 7. september t.o.m. 18. september 1998 for regning av vedkommende aksjonær. Et eventuelt overskudd fra salget, fratrukket obligatorisk kildeskatt for utenlandske aksjonærer og direkte salgsutgifter, vil distribueres pro rata til berettigede aksjonærer

3. Opptak til kursnotering/noteringskrav

3.1. Generelt

Børsstyret har i 1998 tatt 27 selskaper opp til notering. Det vises til sirk 2/98 om prosedyre og krav ved opptak av nye selskaper ved Oslo Børs' hovedliste, SMB-liste og liste for grunnfondsbevis samt til sirk 14/98 som forlenger fristen for fremsettelse av søknad om opptak til 15 børsdager (virkedager).

3.2. Spredningskrav

Det har ikke vært gitt noen dispensasjoner fra spredningskravet i 1998

3.3. Krav til notering av alle aksjeklassene

I henhold til børsloven § 4-3 (2) skal et børsnotert selskap i utgangspunktet ha samtlige av sine aksjeklasser notert. Børsstyret har i to saker dispensert fra kravet, som begge gjaldt «C-aksjer». Det hitsettes fra den ene av sakene:

Søknad om dispensasjon fra kravet om notering av C-aksjer

.....

Bakgrunnen for søknaden er at styret i Sysdeco Group ASA har foreslått å utfisjonere deler av selskapets virksomhet til to nye selskaper. I henhold til aksjeloven kan fisjonen først gjennomføres etter utløpt tre-måneders kreditorvarslingsperiode, med mindre selskapet samtidig med fisjonen forhøyer selskapets aksjekapital med et beløp som minst tilsvarer kapitalnedsettelsen som følge av fisjonen. For å kunne gjennomføre fisjonen umiddelbart etter den ekstraordinære generalforsamlingen har styret i Sysdeco Group ASA foreslått at aksjekapitalen forhøyes med NOK 15.194.760,- ved nytegning av 10.853.400 stemmerettsløse, innløsbare C-aksjer. Det er forutsatt at det etter utløpet av kreditorvarslingsperioden vil bli foretatt nedsettelse av C-aksjekapitalen og at denne aksjekapitalen blir tilbakebetalt til aksjetegner.

Børsdirektøren vil under henvisning til formålet med utstedelsen av C-aksjene og det forhold at de skal innløses etter kort tid, foreslå at det gis dispensasjon fra kravet i børsloven § 4-3 annet ledd om at også selskapets C-aksjer må være børsnotert. Det vises også til at børsstyret i sakene vedrørende Computer Advances Group ASA behandlet i børsstyremøte 25. juni 1997 og Awilco ASA behandlet i børsstyremøte 10. februar 1998, ga børsdirektøren fullmakt til å gi en tilsvarende dispensasjon.

Vedtak:

«Børsstyret vedtok å gi Sysdeco Group ASA dispensasjon fra kravet i børsloven § 4-3 annet ledd om at også selskapets C-aksjer må være børsnotert.»

3.4. Krav til kontinuitet mv

I 9 av opptakssakene har det vært dispensert fra 3 års kravet. I de fleste sakene knyttet dispensasjonene til at virksomheten som sådan har vært drevet i tre år. Nedenfor er det gjengitt børsstyrets vurdering for opptak av et selskap uten relevant virksomhet.

.....

Industrifinans Eiendom ASA - Søknad om notering på SMB-listen

.....

Dispensasjon og konklusjon

Selskapet ble stiftet 27. juni 1997, og har derfor søkt om dispensasjon fra treårskravet i børsforskriften § 2-1.

Selskapet er et rendyrket investeringsselskap innen næringseiendom, og har en portefølje bestående av sentralt beliggende eiendommer. Selskapets eiendommer er tilnærmet fullt utleid til hva som fremstår som solide leietakere, og kontraktene har en veiet gjenværende løpetid på 9 år.

Selskapets virksomhet er oversiktlig, og det bør være relativt enkelt å foreta en velfundert vurdering av selskapets aktiva og passiva. Det vil således være på linje med praksis for kandidater som har oversiktlige økonomiske forhold, å innvilge dispensasjon fra virksomhetskravet i børsforskriften § 2-1.

Det forventes at selskapet vil vise negative årsresultater til og med år 2000, men forventes å få en tilfredsstillende positiv kontantstrøm. I forhold til selskapets nåværende virksomhet har selskapet en tilfredsstillende soliditet. Vurdert utifra selskapets eiendomsmasse, kontraktssituasjon, finansiering og likviditet anses ikke selskapets forventede negative årsresultater å være problematisk i relasjon til spørsmålet om å notere selskapets aksjer på SMB-listen.

.....

3.5. Notering av bytterett

Børsnotering av finansielle instrumenter knyttet til aksjer som ikke er børsnotert krever særskilt behandling i børsstyret.

Getronics N.V. - søknad om børsnotering av bytteretter på SMB listen

.....

Advokatfirmaet Schjødt ved Asbjørn Eliassen har i brev av 20. februar 1998, med tillegg av 30. mars 1998, søkt om notering av såkalte «Exchange rights» ved Oslo Børs. Søknadene er skrevet i henhold til fullmakt fra styret i Getronics N.V (Getronics).

En bytterett gir innehaveren en rett til - innenfor to avgrensede tidsrom; i perioden 1. til 31. juli 1999 og i hele år 2001 - å bytte inn én aksje i ARK ASA (ARK) mot et gitt antall aksjer (eller brøkdel av aksjer) i Getronics. Getronics har gjennom sine kompetente organer besluttet å utstede et tilstrekkelig antall aksjer for å møte den fremtidige forpliktelsen. Bytteretten kan bare utøves sammen med en aksje i ARK og vil falle bort etter år 2001.

Bytterettene er og vil bli solgt i enheter bestående av én bytterett og én aksje i ARK. Innehaveren kan imidlertid omsette ARK-aksjen og bytteretten uavhengig av hverandre, men ved bruk av bytteretten må vedkommende besitte et tilstrekkelig antall ARK aksjer tilsvarende det samme antall bytteretter.

ARK er et norsk IT-selskap som i dag er notert på hovedlisten under IT og kommunikasjon. Etter gjennomført salg av aksjer i ARK eier Getronics ca. 78 % av aksjene i selskapet, og vil bli eier av ca 88% av aksjene etter at de aksjene som utstedes fra ARK i forbindelse med den vedtatte fusjonen med Getronics Norge AS er registrert. Salg av bytteretter sammen med aksjer i ARK har hatt som målsetting å redusere Getronics' eierandel for fortsatt å opprettholde en likviditet og børsnotering av ARK-aksjen. Søknaden begrunner ønsket om å opprettholde børsnoteringen av ARK med at dette i betydelig grad vil bidra til å heve ARKs markedsprofil, vil være et godt utgangspunkt for å kunne etablere egnede prestasjonsorienterte incentivordninger for ARKs ansatte, og at det vil gi investorer mulighet til å kunne nyte godt av synergier skapt som følge av fusjonen mellom ARK og Getronics Norge AS.

Getronics ervervet sine ARK-aksjer delvis gjennom et pliktig tilbud høsten 1997, til en kurs på 91 kroner pr. aksje. Om bakgrunnen for utstedelse av bytterettene heter det i søknaden:

«Både ARK ASA og Selskapet er av den oppfatning at den eierstruktur hvor Selskapet eier 67-75% av aksjene i ARK ASA, må anses som optimal i forhold til de ovennevnte tre punkter. Imidlertid vil det være problematisk å få gjennomført en nedsalg basert på en kurs på NOK 91 per aksjer, idet investorene vil fremstå som minoritetsaksjonærer.

For å muliggjøre et nedsalg til en markedsmessig forsvarlig verdi (NOK 91 per aksje), ble det således besluttet å lage et instrument som gir nye aksjonærer økt risikospredning og en tilfredsstillende exit-mulighet gjennom en konverteringsmulighet til Getronics aksjen.

En notering av «Exchange Rights» vil medføre at minoritetsaksjonærene kan omsette både ASK -aksjer og «Exchange Rights» i et ordnet marked der markedskreftene styrer kursbildet, og dermed ha en sikkerhet for at et fornuftig kursbilde til enhver tid eksisterer for de to instrumentene.»

Getronics er en betydelig aktør i Europa innenfor informasjons- og kommunikasjonssystemer. Selskapet har en historikk helt tilbake til 1887 og har siden 1985 hatt sine aksjer notert på Amsterdam Exchanges. Selskapet har ikke utstedt andre instrumenter som er børsnotert. Det omsettes opsjoner på selskapets aksjer på hjembørsen.

2. Notering av bytteretter

Getronics solgte ved årsskiftet 1997/98 og i mai 1998 3,4 mill bytteretter til 10 investorer. I tillegg vil det i 1998 bli søkt solgt 0,6 mill bytteretter, tilsammen 4 mill bytteretter.

Instrumentet har karakter av en avtalemessig forpliktelse, «Exchange Right Certificate» heretter kalt sertifikatet. Generalforsamlingen har gitt styret fullmakt til å utstede det nødvendige antall aksjer («authorized» men «unissued»). Selskapet har også forpliktet seg til å opprettholde det nødvendige antall ikke-utstedte aksjer til bytterettene er utøvet eller utløpt.

Sertifikatet vil bli deponert hos Kreditkassen som agent for og på vegne av kjøper av bytteretter og senere erververe. Sertifikatet angir at innehaveren har slik bytterett som er beskrevet foran, med nærmere presisering av tidspunktet for utøvelse av rettighetene, presisering av bytteforholdet og øvrige vilkår som omtales i det følgende:

Bytteforholdet vil bli justert ved eventuell oppdeling eller sammenslåing av aksjer, eller tilsvarende hendelser som påvirker pålydende av enten ARKs eller Getronics' aksjer. Ved børsnoteringen vil bytteforholdet dessuten justeres etter de justeringsmekanismer som gjelder etter Oslo Børs standardvilkår ved handel av derivatkontrakter både ved endringer i ARK og Getronics' aksjer.

Innehaverne av bytteretter kan i tillegg til de angitte utøvelsesperioder, kreve ekstraordinær utøvelse på samme vilkår dersom

- 1. Getronics-aksjene blir gjenstand for et offentlig oppkjøpstilbud,*
- 2. en investor, eller konsolidert gruppe av investorer, blir eier av mer enn 50 % av aksjene i Getronics, eller*

3. Getronics selger alle eller det aller vesentligste av sine aksjer i ARK.

Selskapet har uttrykkelig forpliktet seg til å informere om forhold som gir rett til ekstraordinær utøvelse.

Bytterettene kan bare utøves i enheter av 1000, på dager hvor begge børser er åpne. De nye Getronics-aksjene som utstedes ved utøvelse av bytterettene vil etter utøvelse bli kreditert på investorenes VPS-konto. Bytteretten gir idag rett til å bytte en ARK-aksje i 0,3867 Getronics-aksjer på de angitte tidspunktene.

Getronics erklærer i sertifikatet å ville gjøre sitt beste for å opprettholde børsnoteringen av ARK-aksjene på Oslo Børs så lenge det fortsatt er bytteretter som ikke er utøvet.

Getronics kan etter avtalen delta i emisjoner i ARK for å opprettholde sin eierandel forut for slik emisjon, og kan kjøpe ARK-aksjer i markedet dersom selskapets eierandel av andre grunner faller under 67 %. Dersom Getronics kjøper ARK-aksjer av andre grunner enn for å forhindre eierinteressens i å falle under 67%, vil selskapet tilby å kjøpe samtlige utestående ARK-aksjer.

Bytterettseierne har ikke aksjonærrettigheter før eventuelt erverv av aksje gjennom utøvelse finner sted. Selskapet er heller ikke forpliktet til å sende årsrapport og regnskaper til rettighetshaverne.

.....

8. Krav til børsnotering

Finansielle instrumenter kan opptas til notering dersom «de antas å ha allmen interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning», jfr. børsloven § 4-3 og børsforskriften § 2-1. Finansielle instrumenter er definert i verdipapirhandelloven § 1-2. Definisjonen omfatter omsettelige verdipapirer som er nærmere definert som aksjer, obligasjoner, og «verdipapirer som normalt omsettes og som gir rett til å erverve ethvert slik omsettelig verdipapir ved tegning eller ombytting...».

Børsloven eller børsforskriften inneholder ikke detaljerte vilkår for opptak av ulike typer finansielle instrumenter som gir rett til tegning eller bytte. En viss veiledning vil ligge i de krav som stilles for notering av konvertible obligasjoner, som også utgjør en rett til å tegne aksjer. Børsforskriften § 8-6 lyder:

«Konvertible obligasjoner, ombyttelige obligasjoner og obligasjoner med kjøpsrett kan bare opptas til notering dersom de aksjer de er knyttet til allerede er opptatt, eller opptas samtidig, til notering på børsen eller på et annet regulert, anerkjent og åpent marked som fungerer regelmessig.

Opptak kan likevel skje dersom børsstyret klart finner at obligasjonseierne og allmennheten forøvrig har tilgang til alle de opplysninger som er nødvendige for å kunne bedømme verdien av aksjene disse obligasjoner er knyttet til.»

Til sammenligning sier børsloven § 4-3 første ledd tredje punktum at opptak av finansielle instrumenter som ikke er verdipapirer, «kan skje dersom det foreligger en betydelig handel med betryggende kursfastsettelse i den eller de underliggende instrumentene».
Dette gjelder typisk opsjoner og terminer mm.

Det er ikke uttrykkelige regler om hvilken kursverdi slike rettigheter skal ha, og heller ikke hva slags spredning. I praksis har det for rettigheter til aksjer, utover rene fortrinnsretter, vært lagt til grunn at de krav som stilles for aksjer i hvert fall vil være tilstrekkelig.

9. Vurdering

Instrument av denne typen har såvidt vites ikke tidligere vært notert på Oslo Børs. Foretakets norske rådgivere har etter forespørsel opplyst at de ikke kjenner til tilsvarende eller lignende instrumenter notert på andre børser.

Børsloven åpner for notering av instrumenter som gir rett til å tegne aksjer, jf pkt 8 ovenfor. Børsforskriften inneholder imidlertid ikke regler om slike instrumenter, uten at det er avgjørende for om instrumentet kan opptas. Generelt omfattes retter til å tegne aksjer av det utkast til nytt kap 7 i børsforskriften som børsen oversendte Finansdepartementet i desember 1997, uten at det der er angitt regler spesielt om tegningsretter der vederlaget er en annen aksje. Det heter i utkastet § 7-6 at slike instrumenter kan tas opp til notering dersom «rettene antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning». Ved avgjørelsen skal det i henhold til utkastet legges vekt på om selskapets aksjer er notert, eller vil bli notert, på børsen.

Instrumentet er avledet av to aksjer notert på ulike børser. Børsen har på grunn av risiko for ulik fordeling av kursinformasjon for de underliggende verdipapirer, tradisjonelt vært skeptisk til notering av derivat hvor underliggende er notert på annen børs, jf det nevnte forskriftsforslaget. Mangelen kan i stor grad antas å bli kompensert ved at kursinformasjon fra Amsterdam Exchanges vil være tilgjengelig for det norske marked gjennom internasjonale distributører av kursinformasjon og dersom utsteder underlegges børsforskriftens informasjonspliktbestemmelser m v som om selskapets aksjer var notert på Oslo Børs.

Getronics-aksjene må ut fra opplysninger om antall omsatte aksjer i 1997 og om aksjonærspredningen sies å ha en betryggende kursfastsettelse. Større usikkerhet knytter seg til ARK som først gjennom Getronics' forestående bytteretts- og aksjesalg, vil oppnå en tilfredsstillende spredning.

Det er også knyttet en viss usikkerhet til om investorer, annet enn i begrenset grad, vil erverve bytteretter uten samtidig å eie eller på annen måte være sikret ARK-aksjer.

Omsetningen i ARK-aksjer og bytteretter vil dermed kunne henge nøye sammen, og det kan stilles spørsmål om instrumentet er av interesse for andre enn ARK-aksjonærer.

Hvis kursutviklingen tilsier det, vil Getronics etter utløpet av perioden igjen bli eier av de ARK-aksjene som nå selges ut, uten at det har betydning for spørsmålet om notering av bytterettene.

Selv om Getronics gjennom bytterettsavtalene er underlagt visse restriksjoner i å erverve ARK-aksjer, vil det, avhengig av omstendighetene, kunne være grunnlag for uheldige transaksjoner for å påvirke tilbudet av ARK-aksjer i forbindelse med utøvelses tidspunktet. Getronics vil kunne erverve aksjer i ARK, men må da i henhold til bytterettssertifikatet, fremsette tilbud om å kjøpe de øvrige aksjene. Avtalen fastsetter imidlertid ikke noe om pris eller andre vilkår med slikt tilbud. Risikoen for at Getronics forhindrer utnyttelse av rettene ved å kjøpe opp ARK-aksjer kan søkes unngått ved å sette som vilkår begrensninger i Getronics' rett til å erverve ARK-aksjer, noe selskapet på forespørsel har sagt seg innforstått med.

Børsen har vurdert om det ligger en risiko for kursmanipulasjon eller unaturlig kursfastsettelse fordi det vil være et begrenset antall ARK-aksjer som ikke eies av Getronics eller er bundet opp i bytteretter. Ved å erverve ARK-aksjer i et tilstrekkelig antall, vil en investor kunne tenkes å presse kursen på ARK-aksjene opp og bytterettene ned i forbindelse med bytterettens utøvelses tidspunkt. Børsen har bedt Getronics om å uttale seg om dette, eventuelt foreslå tiltak som kan avhjelpe eventuelle mangler. Selskapets tilrettelegger har i brev av 4. mai 1998 argumentert for at det vil være lite rasjonelt å foreta slike disposisjoner fordi det er flere «frie» ARK-aksjer enn bytteretter, slik at ARK-aksjen må forventes å være mer likvid enn bytterettene. Tilretteleggeren mener derfor at det ikke er grunn til bekymring for slik manipulasjon. Børsen antar dette kan være riktig og viser til at antallet bytteretter og den samlede markedsverdien av ARK-aksjer (som idag er over 80 mill), som verken er eiet av Getronics eller bundet av bytterettsavtale, vil være betydelig.

.....

Markedsverdien av rettene må antas å overstige kravene for aksjer, og spredningskravene forutsettes oppfylt gjennom den forestående videresalgstransaksjonen. Selv om det ikke gjelder de samme uttrykkelige kravene som for aksjer, vil disse kunne være veiledende i forhold til skjønnsmessige vurderinger av om instrumentet «kan forventes å bli gjenstand for regelmessig notering», jf børsloven § 4-3 første ledd og således kunne anses tilfredsstillt når det kan dokumenteres at det foreligger minst 100 innehavere av bytteretter som eier minst 1000 bytteretter.

Børsen har tidligere notert såkalte frittstående tegningsretter, «warrants», der den underliggende aksje senere skulle børsnoteres og bare i situasjoner hvor det har vært ett utøvelses tidspunkt. Med vekslende utøvelsesmulighet, og lange utøvelsesperioder, vil antallet retter, antallet eiere eller kursverdien i løpet av noteringsperioden kunne falle under kravene for notering av aksjer. Børsloven § 4-10 og børsforskriften § 25-2 sier bare at børsstyret

«kan» stryke verdipapirene i slike situasjoner, men har ingen plikt til å gjøre dette. For obligasjonslån er det ikke uvanlig med delvis innfrielse, uten at det er antatt å være problematisk. Rettighetshaveren vil i motsetning til for aksjeeiere, selv kunne velge å utnytte den økonomiske verdien bytteretten eventuelt måtte utgjøre dersom det ikke skulle være likviditet i verdipapiret.

Oppgjørsteknisk vil omsetningen være som for andre børsnoterte instrumenter i Norge gjennom VPS-registrering, noe som også vil være påbudt, jf forskrift av 1. desember 1997 om registrering av opsjoner og terminer m v i Verdipapirsentralen. Selskapet har inngått særskilt registreringsavtale med norsk kontofører (Kreditkassen).

Det ligger i instrumentets karakter at kursverdien kan bli null i løpet av noteringsperioden. Som nevnt stiller ikke lov eller forskrift spesielle krav til kursverdi for denne type instrumenter. Det må imidlertid være en forutsetning at instrumentet ved opptak til kursnotering har en viss verdi, og er egnet til å ha dette gjennom noe tid for at det kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning, jf børsforskriften § 2-1. I dette tilfellet tilfredsstilles dette ved at det antas som vist under avsnitt 6 ovenfor, at samlet markedsverdi på opptakstidspunktet vil overstige 40 mill kroner forutsatt dagens kurser.

Instrumentet har karakter av avtaleforpliktelse - mer enn selskapsrettslig instrument - hvor foretaket i kontrakt har forpliktet seg til å utstede det nødvendige antall aksjer. Generalforsamlingen har gitt styret fullmakt (authorized) til utstedelse av det nødvendige antall aksjer. Som for tegningsretter og warrants, finnes ingen tredjemann som inntar for kontraktens oppfyllelse (clearing) eller tillitsmann som ivaretar innehavernes kollektive rettigheter overfor utstederen. For obligasjonsutstedere skal det etter børsforskriften § 8-5 være en tillitsmann, og børsen skal ved opptaket vektlegge den foreslåtte tillitsmannsordningen. Noen slik ordning er heller ikke foreslått i utkast til ny børsforskrift. Det må antas at produktet først og fremst vil være interessant for profesjonelle investorer som har kunnskap og evne til å ivareta sine rettigheter overfor utstederen.

Under den skjønnsmessige vurderingen av om instrumentet skal opptas til notering, vil børsen understreke at instrumentet har en meget spesiell og komplisert karakter ved at det prises ut fra to aksjer som også er notert på to markeder. Det er i dag ikke noen standardkontrakt eller spesielt regelverk for slike instrumenter. Når det heller ikke foreligger noen spesielle erfaringer knyttet til dette, må det vurderes nøye om det er særskilte hensyn som ikke er hensyntatt i det generelle regelverk for at børsnotering skal anses som betryggende. De manipulasjonsmuligheter som børsen har funnet under saksforberedelsen vil kunne avhjelpes ved å sette betingelser for notering, men børsen er likevel usikker på om det kan foreligge andre mangler ved instrumentet selv, eller knyttet til noteringen av det, som ikke er oppdaget. Dernest er det knyttet usikkerhet til om ARK-aksjen vil få tilstrekkelig likviditet til på forsvarlig vis å være grunnlag for notering av et derivat. Etter en helhetsvurdering har børsen derfor funnet det såvidt tvilsomt om instrumentet er egnet for notering, og om instrumentet kan antas å være av allmenn interesse, jf børsloven § 4-3 første ledd, at den ikke finner å ville imøtekomme søknaden om notering.

10. Vedtak

«Søknad om opptak av bytteretter (Exchange Rights) utstedt av Getronics N.V til notering på SMB-listen på Oslo Børs avslås.»

3.6. Overføring mellom noteringslistene

Det er børsstyret som etter søknad fra selskapet har kompetanse til å overføre selskaper på SMB-listen til hovedlisten, jfr. børsforskriften § 3a-1, tredje ledd. Børsforskriften har ikke regler om overføring den andre veien. Kvalifiserte selskaper søker gjerne om slik overføring uten at børsstyret har besluttet at slik søknad skal fremmes.

Ocean Rig ASA - søknad om overføring til hovedlisten

Kort om selskapets virksomhet

Ocean Rig ASA har vært notert på SMB-listen siden 7. januar 1997. Ved opptaket ble selskapet gitt dispensasjon fra tre års kravet både mht. det formelle og reelle virksomhetskravet.

Spredningskrav og markedsverdi

Selskapet har en aksjekapital på 357,8 mill kr. Selskapet hadde pr. 22. januar 4163 aksjonærer med minst en børspost. Selskapet oppfyller mao. krav til antall børsposteiere for notering på hovedlisten.

Børsverdi pr. 21. januar 1998 var ca 3,1 milliarder kr. Selskapet oppfyller mao. krav til antall børsposteiere for notering på hovedlisten.

Forøvrig har aksjens annualiserte omløpshastighet de siste fire måneder vært 133% eller høyere.

Selskapets finansielle situasjon

Oslo Børs har for opptak til notering på hovedlisten lagt til grunn at selskapet skal ha vist overskudd, i praksis driftsmessig overskudd. Det forutsettes normalt videre at det er vesentlige driftsinntekter knyttet til selskapets hovedvirksomhet.

Selskapet har formelt sett overskudd pr. 30.06.97. Dette skyldes vesentlige finansinntekter knyttet til innhentede midler ved emisjon.

Selskapet har før levering og utleie av riggene ingen driftsinntekter utover inntekter fra Polycrest AS. Kravet til driftsinntekter er mao. ikke oppfylt, og følgelig heller ikke kravet til driftsmessig overskudd fra hovedvirksomheten, som vil være riggvirksomheten. Den første riggen kan tidligst komme i drift i juli 1999.

Baredeck-enhetene samt deler av utrustningen av den første riggen er eller vil bli egenkapitalfinansiert. Selskapets egenkapitalandel iht. proformaregnskap pr. 30.06.97, hvor emisjon foretatt i oktober er hensyntatt, var ca 91,8%. Etter fremmedkapitalfinansiering av utrustning av riggene vil denne imidlertid bli sterkt redusert.

Drøftelse

Selskapet har en høy børsverdi samt et høyt antall aksjonærer, jfr. ovenfor. Sett hen til børskurslisten fra 21. januar ville selskapet vært nr. 38 på hovedlisten etter børsverdi og nummer syv av tretten selskaper i offshore-sektoren på hovedlisten. Selskapet er pr. i dag det største på SMB-listen målt etter børsverdi.

Selskapet og dets kontrahering av rigger er godt belyst via offentliggjorte prospekter og børsmeldinger forøvrig. Det marked selskapet vil operere i kan videre karakteriseres som oversiktlig for investor.

Børsforskriften sier at ved avgjørelse om børsnotering skal finne sted skal det også legges vekt på foretakets økonomi og andre forhold av betydning for egnethet, jfr. børsforskriften § 2-1 1. ledd.

For opptak til notering på hovedlisten har det vært lagt til grunn at selskapet bør ha vesentlige driftsinntekter og et positivt driftsresultat fra sin hovedvirksomhet. Selskapet oppfyller ikke disse kriteriene, og vil tidligst kunne gjøre det i andre halvår 1999.

Selskapet søkte opprinnelig om opptak på SMB-listen. Unntaket fra både det reelle og formelle kravet om tre års virksomhet gjaldt følgelig opptak til notering på SMB-listen.

Børsstyret har, gjennom kravet til driftsinntekter og positivt driftsresultat fra hovedvirksomheten, tidligere lagt til grunn at opptak på hovedlisten normalt forutsetter at selskapet er kommet ut av sin pre-kommersielle fase, og vist hva hovedvirksomheten innebærer.

I tråd med hva børsstyret oppfatter var en av Stortingets forutsetninger ved opprettelse av SMB-listen, har børsstyret ved sin praksis gjort opptak på SMB-listen mulig for selskaper som ennå ikke har nådd et kommersielt stadium i sin virksomhet.

Selskapets størrelse og antall aksjonærer taler for notering på hovedlisten. Det kan også legges til at selskapets formelt sett har overskudd.

Børsstyret finner imidlertid samlet sett at selskapets størrelse og antall aksjonærer ikke kan oppveie det faktum at selskapet er tatt opp på SMB-listen med unntak både fra det formelle og reelle kravet til virksomhetskontinuitet, og at selskapets situasjon fremdeles er slik at driftsinntekter først kan forventes om ytterligere ett og et halvt år.

Vedtak

«Børsstyret vedtok å avslå Ocean Rig ASAs søknad om opptak til notering på hovedlisten ved Oslo Børs.»

3.7. Fortsatt notering ved fusjon og fisjon

Oslo Børs har som utgangspunkt lagt til grunn at et selskap ikke kan «fusjoneres» eller «fisjoneres» av børs. Mao kravet til notering består og noteringen videreføres forutsatt at de alminnelige kravene til notering er oppfylt.

Børsstyret behandlet i møte 25. mai 1998 søknad om strykning av utfisjonert selskap.

.....

2. Kort om selskapet og fisjonen

Styret i P4 har vedtatt å foreslå for selskapets generalforsamling å utfisjonere selskapets internett virksomhet. Generalforsamlingen avholdes 20. mai. I korthet vil utfisjoningeringen innebære at 20 aksjer i P4 gir rett til en aksje i EF. Det er lagt til grunn at verdien av EF utgjør ca 2% av P4 før fisjonen, dvs. ca. NOK 20 millioner. EF vil få ca 60 aksjonærer som eier aksjer med en antatt verdi på NOK 10.000 eller mer.

EFs forretningside er å skape effektivitetsgevinster hos sine kunder gjennom nettverksbasert informasjonsteknologi, herunder internett.

Virksomheten ble etablert vinteren 1995, som en integrert del av P4s hovedbeskjeftigelse, drift av kommersiell radio. I august 1996 ble internett -virksomheten lagt inn i et eget datterselskap. Dette datterselskapet søkes nå utfisjonert og lagt inn i et nystiftet holdingselskap. Disse selskapene skal så fusjoneres og gis navnet EF. Av pedagogiske grunner blir også det utfisjonerte selskapet og dets forløpere benevnt EF.

EF har foretatt en rekke oppkjøp av mindre virksomheter, hvorav det eldste har en historie som går tilbake til 1994. I forbindelse med utfisjoningeringen av internettvirksomheten er det laget et proformaregnskap som viser regnskapstallene for EF som om oppkjøpene hadde blitt gjennomført ved periodens begynnelse (1. januar 1995).

.....

Siden 1991 har det vært praksis ved Oslo Børs at selskaper som utfisjoneres fra børsnoterte selskaper automatisk opptas til notering. Begrunnelsen har i det vesentlige vært at børsnotering antas å gi minoritetsaksjonærene et særskilt vern, bl.a. gjennom tilgang på informasjon og en likvid markedsplass. Dette tilsier at et selskap ikke bør kunne «fisjonere seg av børs».

Ut fra samme tankegang har det også vært stillet relativt strenge krav til begrunnelse i søknader om strykning fra børsnotering.

EF utgjør en meget liten del av verdiene i P4, anslagsvis 2%, hvilket innebærer at argumentet om at børsnotering er nødvendig for å gi minoritetsaksjonærene i P4 et særskilt vern, ikke bør tillegges særlig vekt. Videre fremgår det av innkallingen til generalforsamlingen i P4 at styret har besluttet å søke om dispensasjon fra kravet om

automatisk børsnotering av EF. Dette har gitt aksjonærene anledning til å stemme mot fisjonsforslaget, og/eller selge aksjen før fisjonen gjennomføres.

Med anslagsvis 60 aksjonærer som eier aksjer tilsvarende en børspost eller mer, forventes ikke EF å tilfredsstillere spredningskravet i børsforskriften, jf. børsforskriften § 2-1 femte ledd, og det kan ikke forventes at aksjene vil bli gjenstand for allmenn interesse. Det er videre tvilsomt om selskapet vil tilfredsstillere virksomhetskravet i børsforskriften § 2-1 fjerde ledd, og det vil være meget vanskelig å foreta en verdsetting av aksjene. Virksomheten har begrenset historikk, og har bak seg en periode med kraftig ekspansjon, bl.a. gjennom en rekke mindre oppkjøp. Det kreves av børsnoterte selskaper at de er i stand til å gi tidsriktig, relevant og pålitelig informasjon. Det er tvilsomt om EF har, eller kan skaffe, de ressurser og den kompetansen som kreves for å kunne gi slik informasjon.

Vedtak:

«Børsstyret vedtok at aksjene i Electric Farm AS ikke skal børsnoteres.»

3.8. Krav til fri omsettelighet - nektelse av overdragelse av aksjer

BØRSKLAGENEMNDEN - SAK 3/98

Avgjørelse 27 Oktober 1998 av klage fra Namsos Trafikkselskap ASA over børsstyrets vedtak av 22 september 1998 – brudd på børsforskriften § 2-3.

1. Klagesaken, børsklagenemndens sammensetning

I møte 22 september 1998 fattet børsstyret følgende vedtak:

«Namsos Trafikkselskap ASA ilegges med hjemmel i børsforskriften § 25-5 overtredelsesgebyr på 10 – ti – ganger selskapets kursnoteringsavgift for 1998, for brudd på børsforskriften § 2-3.»

Vedtaket hadde sin bakgrunn i at styret i Namsos Trafikkselskap ASA (NTS) i vedtak av 4 mai 1998 hadde nektet overdragelse av 9 840 (ca. 10, 5 %) aksjer til Torghatten Trafikkselskap AS (TTS). (I telefaks fra TTS til NTS av 12 august 1998, snakkes det om TTS' aksjepost på 98.400 aksjer. Dette har sin bakgrunn i at aksjene på generalforsamling i NTS 24 april 1998 ble splittet i 10.)

.....

2. Nærmere om sakens bakgrunn

TTS ervervet den 4 mars 1998 til sammen 9 840 aksjer i selskapet NTS. Dette ervervet ville, sammen med de aksjer TTS allerede eide i NTS, bringe TTS samlede eierandel opp i 18, 2 % av aksjekapitalen i NTS.

I henhold til vedtektene for NTS er enhver aksjeoverdragelse betinget av styrets godkjenning, jf. vedtektenes § 5. Styret i NTS vedtok på møte 4 mai 1998 å nekte overdragelse av de 9 840 aksjene (10, 5 %) til TTS. Vedtaket ble begrunnet på følgende måte:

«Styret ser det som generelt uheldig at et selskap som driver tilsvarende virksomhet som NTS innehar dominerende eierposisjon i selskapet. I seg selv ligger det en mulighet for begrensninger i selskapets handlefrihet i en slik situasjon. Styret legger også vekt på at oppkjøpet er foretatt uten at det fra TTS' side er klargjort en strategi som dokumenterer hensikten med selskapets oppkjøp. Det foreligger ikke noen samarbeidsavtale eller andre planer om samarbeid mellom selskapene.

Styret anser TTS som en konkurrent i den forstand at selskapene i stor grad driver samme type virksomhet. I dagens situasjon med økt bruk av anbud i rutetrafikken både på sjø og land vil selskapene være konkurrenter, også i hverandres ruteområder.

Med TTS som dominerende aksjeeier, viser erfaringene at dette kan bidra til at markedet for selskapets aksjer «tørker ut». Det kan gjøre det vanskelig å hente inn ny kapital i markedet, noe selskapet vil være avhengig av for å kunne gjennomføre de planer man har lagt for de nærmere år.

NTS strategi legger vekt på at selskapets base skal være i Namsos og at kjerneområder skal være Namdalen og Nord-Trøndelag. Styret frykter at med TTS som stor aksjonær, vil mye av beslutningsmyndighet og innflytelse flyttes ut av Namdalsregionen.

Styret er kjent med de aksjeoppkjøp TTS har foretatt i Fosen Trafikklag asa og hvor selskapet nå er betydelig aksjonær. Styret kan ikke se bort fra at den økende interesse for aksjekjøp i NTS gjenspeiler samme strategi. Styret finner dette å være i strid med NTS' strategi, og vil derfor være en uønsket utvikling.

TTS siste aksjekjøp på 9 840 aksjer, vil bringe Torghatten opp til eierandel på 18,2 %. Det er i seg selv ikke en dominerende eierposisjon. Styret i NTS vurderer det imidlertid slik at når en post over 10 % av selskapets totale kapital overdras til et selskap som oppfattes å ha interesser i strid med NTS' strategi, vil det være riktig av styret på dette tidspunkt å markere at dette er en utvikling som anses uønsket.»

Oslo Børs tilskrev selskapet den 13 mai 1998 og anmodet om å få tilsendt det materialet som lå til grunn for styrevedtaket. Samtidig ble selskapet orientert om børsforskriften § 2-3 og praksis i medhold av denne bestemmelsen. Selskapet ble varslet om at overtredelse av børsforskriften kan gi grunnlag for sanksjoner etter børsforskriften kapittel 25, for eksempel strykning av selskapets aksjer eller overtredelsesgebyr. Selskapet fikk frist til 20 mai for å komme med bemerkninger eller tilleggsopplysninger av betydning for børsens behandling av saken. Selskapet ba om og fikk innvilget en ukes utsettelse for å komme med tilbakemelding.

På samme tid ble Oslo Børs kontaktet av TTS ved advokat Trond Vernegg som stilte spørsmål ved lovligheten av NTS' nektelsen av å godkjenne aksjeoverdragelsen.

I brev av 2 juli 1998 informerte NTS Oslo Børs om at det hadde vært avholdt møte mellom NTS og TTS hvor en hadde søkt å finne frem til samarbeidsformer som kunne gi et grunnlag for å kunne endre vedtaket om godkjennelse av overdragelsen. Det ble opplyst at TTS ved telefaks av 15 juni hadde avvist NTS invitasjon til samarbeid og at styret i NTS i møte 26 juni hadde gitt uttrykk for at det ikke forelå nye momenter i saken som kunne gi grunnlag for ny behandling og evt. endret vedtak i godkjennessaken. Vedlagt brevet fra NTS til Oslo Børs var et notat om saken som var lagt frem for styret.

I brev av 20 mai fra TTS ved advokat Trond Vernegg ga dette selskapet på nytt uttrykk for sin oppfatning av at nektelsen var ulovlig. Dette ble fulgt opp av et ytterligere brev av 15 juni hvor TTS viste til at en hadde fått opplyst fra Oslo Børs at saken var stilt i bero. Etter det TTS hadde forstått hadde dette sin bakgrunn i at NTS hadde opplyst ovenfor børsen at det pågikk samtaler mellom selskapene og at styret i NTS vurderte å omgjøre sitt vedtak om å nekte å godkjenne aksjeoverdragelsen. TTS ga uttrykk for at en ikke ønsket at saken skulle stilles i bero. Det ble vist til at NTS ville sette betingelser for en eventuell godkjennelse, noe som TTS anså som et vesentlig inngrep i prinsippet om aksjers frie omsettelighet. TTS hadde i styremøte formelt besluttet å avstå fra ytterligere forhandlinger med NTS om samarbeid, inntil godkjennelse av aksjeervert forelå.

I brev av 6 juli fra Oslo Børs ble NTS varslet om at administrasjonen ved børsen anså NTS' nektelse av å godkjenne aksjeoverdragelsen for å være i strid med børsforskriften og at en ville fremme forslag for børsstyret om at selskapets aksjer ble strøket fra børsnotering med mindre aksjeervert godkjennes innen en nærmere angitt frist. Videre ville det bli innstilt på at selskapet skulle ilegges et overtredelsesgebyr. Selskapet ble gitt frist til å uttale seg til 1 august. Fristen ble senere utsatt til 6 august. Børsstyrets møte var berammet til 17 august.

I brev av 5 august hevdet selskapet at det forelå «skjellig grunn» for NTS til å nekte å godkjenne overdragelsen. Subsidiært ble det argumentert imot at det var grunnlag for sanksjoner i form av strykning og/ eller overtredelsesgebyr.

I børsmelding fra selskapet av 15 august 1998 ga selskapet imidlertid beskjed om at en likevel fant å kunne godkjenne TTS kjøp av aksjer i NTS. Det ble vist til at selskapet, etter å ha informert aksjonærene om TTS kjøp og den pågående sak, hadde mottatt signaler fra en rekke av disse som anbefalte at aksjeoverdragelsen ble godkjent for å unngå at selskapet ble strøket fra Oslo Børs. Det ble også vist til at en i tillegg var blitt enig med TTS om at dette selskapet skulle selge sine aksjer i NTS. Også TTS sendte ut børsmelding hvor det ble vist til at selskapets kjøp av aksjer var godkjent. Samtidig ble det opplyst at en i forbindelse med godkjennelsen hadde forpliktet seg til å selge hele sin aksjepost for minimum kr. 75,- pr. aksje til eiere fremskaffet av NTS innen 21 august 1998. NTS oversendte 17 august kopi av de respektive styrers vedtak i saken til børsen og ga uttrykk for at disse dokumenterer den avtale som var inngått mellom selskapene.

25 august 1998 sendte NTS ut børs melding om at TTS hadde solgt sine aksjer. Samtlige aksjer ble omsatt til kr. 75.

Børsstyret fattet i møte 22 september vedtak om å ilegge NTS overtredelsesgebyr på 10 – ti – ganger selskapets kursnoteringsavgift for 1998 for brudd på børsforskriften § 2-3.

3. Begrunnelse for børsstyrets vedtak av 22 og 20 oktober 1998

3.1 Spørsmålet om det foreligger brudd på børsforskriftens bestemmelser.

Børnstyret har tatt utgangspunkt i vilkårene for børsnøtering som i hovedsak fremgår av børsloven § 4-3. Etter børsstyrets oppfatning er det ikke avgjørende hvorvidt samtykkenektelsen er i samsvar med de aksjerettslige krav. Det fremgår av børsloven § 4-3 at de noterte verdipapirene for å bli notert på børsen må antas å ha allmenn interesse og kunne forventes å bli gjenstand for reglemessig omsetning. Børnstyret viser til at dette er utdypet i børsforskriften § 2-3. Av denne bestemmelsen følger det at:

«Børsnøterte aksjer skal i prinsippet være fritt omsettelige. Dersom selskapet i henhold til vedtekter, lov eller forskrift gitt i medhold av lov er gitt skjønnsmessig adgang til å nekte samtykke til et aksjeerverv eller anvende andre omsetningsbegrensninger, kan adgangen bare benyttes hvis det foreligger skjellig grunn til å nekte samtykke eller til å anvende andre omsetningsbegrensninger, og anvendelsen ikke skaper forstyrrelser i markedet.»

Børnstyret viser til at det er forutsatt i børsforskriften § 2-3 at børsnøterte selskaper kan ha bestemmelser i sine vedtekter som innskrenker aksjenes omsettelighet. Etter børsstyrets oppfatning kan det imidlertid ikke fastsettes i vedtektene at godkjennelse skal kunne nektes i andre tilfelle enn det som følger av børsforskriften § 2-3, dvs hvor det foreligger «skjellig grunn» for å nekte å godkjenne overdragelsen. Dette er etter børsstyrets oppfatning et strengere krav enn det som er tatt inn i NTS vedtekter § 5 hvor det sies at det må foreligge «saklig grunn». Videre viser børsstyret til at det etter børsforskriften § 2-3 i tillegg er et krav om at nektelsen ikke må «skape forstyrrelser i markedet». I forbindelse med sistnevnte krav vises det til rådsdirektiv 79/279/EØF i oversikt AII nr. 2 hvor det er fastsatt at aksjene skal være fritt omsettelige og at vedkommende myndighet bare kan fravike bestemmelsen når anvendelsen av godkjenningsklausuler ikke skaper forstyrrelser i markedet.

Hva gjelder spørsmålet om det foreligger «skjellig grunn» til nektelse, legger børsstyret til grunn at det må tas utgangspunkt i en helhetsvurdering hvor særlig børsmessige hensyn, men også andre hensyn har betydning. Praksis har imidlertid etter det børsstyret kan se vært meget streng og fast.

Børnstyret viser til at NTS i sin begrunnelse for å nekte å godkjenne overdragelsen har vist til at en anser det som generelt uheldig at et selskap som driver tilsvarende virksomhet innehar dominerende eierposisjon i selskapet. Videre begrunnes med at TTS med aksjeervervet vil få en så sterk posisjon i NTS at styrets handlefrihet kan bli begrenset.

Børnstyret har gjennomgått flere saker om nektelse av godkjennelse av aksjeerverv hvor den potensielle kjøper har vært et selskap innen samme bransje.

I en sak vedrørende Arendals Fossekompani som ble behandlet av Finansdepartementet ble det gitt uttrykk for at det ikke i seg selv er tilstrekkelig at kjøperen er en konkurrent og heller

ikke at selskapet ønsker å beholde en bestemt eierkonstellasjon, organisasjons- eller selskapsmønster.

Disse synspunktene er også fulgt i senere avgjørelser av børsstyret og Børsklagenemnden. Blant annet viser Børsstyret til Børsklagenemndens sak 1/94 vedrørende AS Adresseavisens nektelse av Schibsted AS' aksjeerverv i selskapet. Med den aktuelle aksjepost ble Schibsted eier av ca. 33,5 % av aksjekapitalen, noe som ga selskapet såkalt negativt flertall i generalforsamlingen. Børsklagenemnden uttalte at den ikke kunne se at dette i seg selv gir grunnlag for samtykke-nektelse etter børsforskriften.

Vedrørende NTS uttalelse om at erfaringene viser at et dominerende aksjeerverv «kan bidra til at markedet for selskapets aksjer «tørker» ut» og at det kan gjøre det vanskelig å hente inn ny kapital i markedet, sier børsstyret at det ikke finner å kunne legge avgjørende vekt på disse hensynene. Tilsvarende finner ikke børsstyret å kunne legge avgjørende vekt på NTS' frykt for at beslutningsmyndighet og innflytelse i selskapet flyttes ut av Namdalsregionen noe som vil være i strid med selskapets strategi. Børsstyret skriver om dette:

«I forhold til de tungtveiende børsmessige hensyn som skal vektlegges etter børsforskriften § 2-3 anser børsen dette for å falle utenfor hva som kan vektlegges. Selskapet kan ivareta strategiske ønsker m.h.t. eierstruktur m.m. i generelle vedtektsbestemmelser om for eksempel eierbegrensninger som gir markedet forutberegnelighet, men ikke gjennom skjønnsmessige beslutninger. Det vises til at selskapet har stemmerettsbegrensninger som gir en aksjonær selv med en betydelig eierandel begrenset innflytelse over selskapet, og bostedskrav knyttet til visse tillitsverv, uten at dette er ansett som et brudd på vilkårene for børsnotering. Det skal i tillegg bemerkes at Torghatten har besvart NTS' spørsmål om sine planer med aksjeposten, uten at svaret gir grunnlag for den frykt NTS' vedtak gir uttrykk for.»

Etter børsstyrets oppfatning var NTS' nektelse av TTS' aksjeerverv av 9 840 aksjer i strid med børsforskriften fordi nektelsen mangler «skjellig grunn».

At NTS formelt har godkjent overdragelsen fant børsstyret ikke å kunne legge vekt på. Børsstyret la både i sitt vedtak av 22 september og av 20 oktober, basert på den dokumentasjon som er oversendt av klager 17 august 1998, til grunn at godkjennelsen ble gitt som del av en avtale som innebar at TTS med hjelp av NTS straks skulle selge samtlige av sine aksjer og at resultatet i praksis ble det samme som om overdragelse var blitt nektet. Et foretak som godkjenner aksjeoverdragelser på betingelse av at aksjene selges straks etter, kan etter børsstyrets oppfatning vanskelig sies å praktisere prinsippet om fri omsettelighet. Selv om risikoen for strykning av selskapets aksjer fra børsnotering og aksjonærenes reaksjon på dette kan ha medvirket til at styret omgjorde nektelsesvedtaket, var etter børsstyrets oppfatning TTS salg av aksjer en vesentlig begrunnelse for at vedtaket ble omgjort. Som begrunnelse for dette er bl.a. vist til den meget lange tid risikoen for strykning var kjent for selskapet, de gjentatte ganger saken ble behandlet av styret, sist med tilbakemelding til børsen 5 august, uten at det var noe som tydet på at vedtaket ville bli omgjort, samt forslaget fra TTS i telefax av 12 august om at de skulle selge sine aksjer.

Børsstyret viste videre til at andre aksjonærer som måtte ønske å selge sine aksjer ikke fikk tilbud om slik bistand til salg som TTS fikk. En slik forskjellsbehandling strider mot et annet av de prinsipper som er grunnleggende for børsvirksomheten, nemlig prinsippet om likebehandling av aksjeeiere som er regelfestet i børsforskriften § 23-8.

De to sistnevnte forhold var imidlertid ifølge børsstyret ikke av avgjørende betydning for børsstyrets avgjørelse av om selskapets vedtak var i strid med børsforskriften § 2-3.

3.2 Sanksjonsspørsmålet

3.2.1 Strykning og/ eller overtredelsesgebyr?

Børsstyret har tatt utgangspunkt i børsforskriften § 25-2 om strykning av børsnoteerte verdipapirer. Der heter det blant annet:

«Børsstyret kan vedta at et verdipapir skal strykes fra børsnoteering hvis verdipapiret ikke lenger tilfredsstiller vilkårene for børsnoteering eller hvis særlige grunner for øvrig tilsier det. Har foretaket grovt eller vedvarende brutt bestemmelsene som er fastsatt i eller i medhold av børs-, verdipapir-, aksjelovgivning eller annen lovgivning av betydning for verdipapirhandelen, skal dette i alminnelighet anses for å være en særlig grunn som kan tilsi strykning av foretakets verdipapirer.»

Videre kan børsstyret i henhold til børsforskriften § 25-5 ilegge børsnoteerte foretak et overtredelsesgebyr som maksimalt kan utgjøre 10 ganger årlig kursnoteringsavgift.

Ulovlig nektelse av samtykke i tidligere saker om nektelse av godkjenning av aksjeoverdragelse har vært sanksjonert med vedtak om strykning, betinget av at nektelsen er blitt opprettholdt.

I børsstyrets behandling av Adresseavis-saken 28 januar 1994 heter det i forhold til sanksjonsspørsmålet:

«Fri omsettelighet er ett av de helt fundamentale prinsipper i verdipapirmarkedet. Et børsnoteert selskaps aksjonærer skal til enhver tid kunne påregne å få selge sine aksjer til den de måtte ønske – innenfor klare og forutberegnelige rammer som fremgår i lovregler eller av selskapets vedtekter. Også markedets prising av aksjene reflekterer denne retten til fritt å kunne selge aksjene til høystebydende. Det er derfor en meget alvorlig sak i forhold til et selskaps børsnoteering, hvis et selskap finner grunn til å overprøve aksjonærenes og verdipapirmarkedets frie omsettelighet av selskapets aksjer.»

Børsstyret vedtok at selskapets aksjer skulle strykes forutsatt at ikke aksjeervervet likevel ble godkjent innen en gitt frist. Børsklagenemnden tiltrådte børsstyrets begrunnelse for den vedtatte sanksjon.

Børsstyret sier i sitt vedtak av at Adresseavis-saken viser at samtykkenektelse er et av børslovens sentrale noteringskriterier og at det til tross for at strykning sannsynligvis medfører større negative konsekvenser for selskapets aksjonærer enn for eksempel et overtredelsesgebyr, av hensyn til så vel markedet generelt som til selskapets spesielt burde reageres så vidt kraftig ved klare brudd på reglene om fri omsettelighet.

At børsstyret vedtok å ilegge NTS overtredelsesgebyr i stedet for strykning er begrunnet for det første med at selskapet ved sin nektelse faktisk lykkes i å hindre TTS i å erverve aksjene de ønsket. Saken stiller seg derfor etter børsstyrets oppfatning i et annet lys enn tidligere saker hvor resultatet var at selskapet faktisk måtte godta de uønskede investorene som storaksjonærer for fortsatt å være børsnotert.

Etter børsstyrets oppfatning skiller den foreliggende sak seg også fra de tidligere ved at de strenge kravene som stilles for at en samtykkenektelse skal være i overensstemmelse med børsforskriften § 2-3 i dag er rettslig avklart gjennom en omfattende praksis. Disse er også kjent i markedet. Børsstyret viser til at det i de tidligere saker har vært anført bl.a. samfunnspolitiske, næringspolitiske og mediepolitiske hensyn uten at dette har vært ansett som tilstrekkelig til å begrunne en nektelse av å godkjenne aksjeoverdragelsene. Etter børsstyrets oppfatning måtte det på denne bakgrunn fremstå som klart at Namsos trafikk-selskaps nektelse ville være i strid med børsforskriften.

Børsstyret viser til at et selskaps langvarige brudd på børsforskriften § 2-3 er til skade for såvel den aksjonær som nektes erverv og for Børsens alminnelige tillit som markeds plass. Det sies videre:

«Dersom det brer seg en forståelse av at selskaper uten merkbare sanksjoner kan trenere samtykke til overdragelse av aksjer i lengre tid, kan Børsen fremstå som lite forutsigbar, og som et marked hvor likhet mellom aksjonærer bare i begrenset utstrekning eksisterer.»

Børsstyret fant på denne bakgrunn å ville ilegge NTS overtredelsesgebyr.

Klager hadde argumentert for at forarbeidene til børsloven (Innst O Nr 90 (1987/88 på side 20 og 21) kan tyde på at lovgiver utelukkende ønsket å åpne for illeggelse av overtredelsesgebyr hvor det foreligger brudd på informasjonsplikten og at det derfor er grunn til å anvende bestemmelsen om overtredelsesgebyr med en viss forsiktighet ved illeggelse av sanksjoner for brudd på andre bestemmelser i børsforskriften. Børsstyret fant ikke å kunne slutte seg til en slik vurdering. Det ble vist til at lovteksten, og Finansdepartementets forskriftstekst, jf børsloven § 6-3 og børsforskriften § 25-5, ikke inneholder en slik begrensning. Det ble videre vist til at det i den nevnte Innst O nr 90 også er uttalelser som tyder på at lovgiver ikke ønsket å begrense bruken av overtredelsegebyret på en slik måte som anført av klager. Børsstyret fant derfor ikke å kunne legge særlig vekt på de uttalelser i motsatt retning som er trukket frem fra klagers side.

3.2.2 Utmåling av gebyr

Børsstyret fant å ville ilegge et overtredelsesgebyr på ti – 10 – ganger selskapets kursnoteringsavgift for 1998. At gebyret ble fastsatt til det høyeste nivå børsloven § 6-3 åpner for, er begrunnet i at forholdets grovhet er nær ved å tilsi at selskapets aksjer strykes, samt at overtredelsesgebyr er en mildere reaksjon enn strykning. Overtredelsen var etter børsstyrets mening like alvorlig som de mest alvorlige overtredelser av informasjonsplikten som børsstyret har behandlet. Så vel individual som allmennpreventive hensyn tilsa etter børsstyrets oppfatning et overtredelsesgebyr som er høyt nok til å vise hvor alvorlig børsen ser på overtredelsen.

.....

5. Børsklagenemndens begrunnelse

Børsklagenemnden er enig med børsstyret i at det her foreligger brudd på børsforskriften § 2-3 og dermed grunnlag for å ilegge overtredelsesgebyr etter § 25-5. Nemnden kan i det vesentlige slutte seg til den begrunnelse som fremgår av børsstyrets vedtak av 22 september 1998, og den ytterligere begrunnelse som er gitt i børsstyrets nye gjennomgåelse av saken 20 oktober 1998.

Det spørsmål saken reiser er om NTS har hatt «skjellig grunn» til å nekte samtykke til TTS aksjeerverv, jfr. børsloven § 4-3 og børsforskriften § 2-3. Saken gjelder altså ikke hvorvidt samtykkenektelsen er i strid med § 5 i selskapets vedtekter, som krever «saklig grunn». At nektelsen er gyldig etter aksjelovens regler, er ikke til hinder for at den på børsrettslig grunnlag kan være i strid med børsforskriften. Det er, som også fremholdt av børsstyret, fastslått i praksis at børsforskriften stiller adskillig strengere krav enn aksjeloven § 3-4 for at aksjeerverv kan nektes godkjent.

Børsklagenemnden har i sak 2/1990 (Saga) kommet med generelle bemerkninger om spørsmålet. Nemnden uttaler her, under henvisning til bl. a. børslovens forarbeider og Høyesteretts avgjørelse inntatt i Rt 1989 s 1230, at «vedtak om samtykkenektelse kan bare aksepteres helt unntaksvis, og da bare hvis det foreligger saklige og tungtveiende hensyn for nektelse». Det heter videre at de nærmere krav til saklighet og tyngde av de grunner som skal til for lovlig samtykkenektelse, illustreres ved tidligere forvaltningspraksis i forhold til børsreglementets § 4 som gjaldt før 21 desember 1988. Nemnden viste til at denne praksis synes å ha vært lagt til grunn i forarbeidene til børsloven.

Hverken i denne saken eller i sak 1/1994 (Adresseavisen) ble det ansett som skjellig grunn for å nekte overdragelse at erververen var en konkurrent eller et selskap innen samme bransje. Det at TTS er konkurrent synes å være en viktig del av begrunnelsen for styrevedtaket av 4 mai 1998. Henvisningen til frykt for at markedet for selskapets aksjer skulle «tørke ut» som følge av TTS økende innflytelse, eller at beslutningsmyndighet og innflytelse skulle flyttes ut av Namdalsregionen, kan ikke aksepteres som argumenter med slik styrke at de slår igjennom overfor det meget strenge kravet som stilles i børsforskriften § 2-3. Børsklagenemnden tiltrer det som foran er referert fra børsstyrets begrunnelse på dette punkt og anser det ikke tvilsomt at det her foreligger en overtredelse av forskriftens § 2-3.

Når det gjelder sanksjonen for denne overtredelse, er Børsklagenemnden enig i at det her har vært en langvarig og standhaftig motstand mot å godkjenne aksjeerhvervet. Saken var oppe i NTS' styre første gang allerede den 4.3.98. Den gang besluttet styre å utsette saken til neste styremøte, og i mellomtiden be TTS redegjøre for sine planer med kjøpet. Etter møte med representanter fra TTS i april, der TTS ga uttrykk for at de så dette som en langsiktig investering på linje med andre av selskapets investeringer i transportbransjen og at det ikke var noe ønske om noen sammenslutning mellom NTS og TTS, ble altså styremøtet den 4 mai avholdt og ervervet nektet.

Den 13 mai ble styret tilskrevet av Oslo Børs og orientert om børsforskriften § 2-3 og praksis rundt bestemmelsen, samtidig som det ble gjort oppmerksom på mulige sanksjoner i form av strykning av selskapets aksjer eller overtredelsesgebyr.

Etter ytterligere møter med representanter for TTS i juni, fastholdt styret sin standpunkt om nektelse den 26 juni. Oslo Børs varslet i brev av 6 juli om at administrasjonen overfor børsstyret ville innstille på strykning av aksjene og ileggelse av overtredelsesgebyr som følge av dette. Først den 15 august, etter at det var fremkommet protester mot samtykkenektelsen fra et stort antall av selskapets aksjonærer, og etter at det var klarlagt at TTS forpliktet seg til å selge samtlige av sine aksjer i NTS innen få dager, ble samtykke til aksjeoverdragelsen gitt.

På tross av at det foreligger et vedvarende og klart brudd på bestemmelsen i børsforskriften § 2-3, er Børsklagenemnden enig med børsstyret i at slik saken ligger an her, er det ikke grunn til å stryke aksjene fra børsen. Spørsmålet blir derfor om overtredelsesgebyr skal ilegges og eventuell størrelse av et slikt gebyr.

NTS har reist spørsmål om det er hjemmel for overtredelsesgebyr i dette tilfellet og om det vil innebære brudd på likhetsprinsipper å ilegge slikt gebyr. Det vises i denne forbindelse til tidligere praksis fra Børsklagenemnden i sak 2 /1990 og særlig sak 1/1994, Adresseavis-saken hvor selskapet på tilsvarende måte gjennom lengre tid hadde unnlatt å godkjenne et aksjeervert på tross av advarsler fra Børsen. Børsstyret og senere Børsklagenemnden fattet der vedtak om at Adresseavisen skulle strykes, dersom selskapet ikke omgjorde sitt vedtak og godkjente ervervet. Når Adresseavisen da valgte å etterkomme Børsens krav, slapp de på denne måte iverksettelse av sanksjoner.

Børsklagenemnden sier seg enig med børsstyret i at nærværende sak skiller seg fra de tidligere saker ved at rettstilstanden rundt børsforskriften § 2-3 nå er mer avklart og kjent i markedet nettopp på grunn av disse sakene. Det er dessuten et viktig moment at resultatet i nærværende sak i praksis er blitt tilnærmet det samme som om overdragelsen fortsatt ble nektet, selv om nektelsen formelt sett ble omgjort. I de tidligere saker ble resultatet at den ikke ønskede aksjonær ble sittende med de ervervede aksjer i selskapet etter omgjøringen.

Børsklagenemnden finner det som børsstyret, ikke tvilsomt at det er hjemmel for ileggelse av overtredelsesgebyr etter børsloven § 6-3 og børsforskriften § 25-5. Det vises i den forbindelse til forarbeidene, Innst O nr 90 (1987-88) s. 20-21, særlig s 21, der det fremgår at når Finanskomitèen, etter innspill fra Børskomitèen, foreslo en ny § 6-3 i loven, var det for å

skaffe hjemmel for et mer fleksibelt sanksjonssystem, som skulle dekke «brudd på kursnoteringsavtaler og børsforskrifter». Dette må forstås videre enn brudd på informasjonsplikten.

Børsstyret har i denne saken vedtatt et overtredelsesgebyr på 10 ganger årlig kursnoteringsavgift, noe som tilsvarer det maksimale gebyr som kan ilegges.

Børsklagenemnden mener også at det i denne sak bør reageres strengt under hensyn til det overordnede prinsipp om fri omsettelighet av børsnoteerte aksjer, og ut fra markedets tillit til aksjeomsetningen på Oslo Børs. Nemnden mener også at overtredelsesgebyr er en mindre drastisk reaksjon enn strykning av aksjene.

Når Børsklagenemnden allikevel finner å ville redusere overtredelsesgebyret noe i forhold til hva børsstyret har funnet passende, er det for å beholde et visst spillerom for at forholdene i fremtidige saker kan ligge til rette for en enda strengere reaksjon. Etter en samlet vurdering har Børsklagenemnden derfor funnet å ville redusere overtredelsesgebyret til 8 ganger kursnoteringsavgiften.

Vedtaket er enstemmig.

6. Vedtak

Namsos Trafikkselskap ASA ilegges med hjemmel i børsloven § 6-3, jf børsforskriften § 25-5 overtredelsesgebyr på 8 - åtte - ganger selskapets kursnoteringsavgift for 1998 for brudd på børsforskriften § 2-3.

.....

3.9. Credit linked notes

Børsnotering av «credit linked notes»

Børsstyret behandlet 20. oktober 1998 prinsipielt spørsmålet om opptak av slikt instrument.

.....

Det norske obligasjonsmarkedet utvikles jevnlig m.h.t. såkalte strukturerte lån. Administrasjonen har mottatt en henvendelse fra X vedr. børsnotering av «credit linked notes». Innledningsvis vil det bli gitt en beskrivelse av slike «credit linked notes» med en påfølgende angivelse av enkelte data for lånet emittert av X. Forhold vedrørende. børslov og børsforskrift vil også bli kommentert.

2. Bakgrunn

«Credit linked notes» er et obligasjonslån utstedt av en låntaker, men hvor investor i tillegg har kredittrisiko mot en tredjepart i h.t. regler som vil være nærmere beskrevet i lånedokumentasjonen. Dersom en eller flere definerte hendelser relatert til denne tredjepart inntreffer før forfall for det børsnoterte lånet, vil det børsnoterte lånet bli førtidig tilbakebetalt. Obligasjonseierne vil således ikke alltid være sikret full tilbakebetaling av lånets pålydende, da tilbakebetalingskurs, dersom tredjeparten ikke oppfyller sine forpliktelser, skal fastsettes i h.t. en nærmere angitt beregningsmetode.

Det internasjonale markedet for bytteavtaler (kreditt-swapper) er etter det opplyste betydelig, og «credit linked notes» representerer en begynnende verdipapirisering av dette markedet. Ved opptak av slike obligasjonslån til notering vil børsen kunne følge denne trenden. Børsdirektøren ser positiv på opptak til notering av nye typer lån så lenge dette ikke vil medføre konflikter med regelverket.

«Credit linked notes» avviker fra de lånetypene som i dag er notert på Oslo Børs ved at kredittrisikoen er knyttet opp mot en tredjepart. Dette medfører at investor vil ha behov for informasjon om tredjeparten i løpet av lånets løpetid for å kunne prise kredittrisikoen. Dette vil bli beskrevet nærmere under punktet vedrørende forhold til børsforskriften.

I det tidligere omtalte lånet utstedt av X er kredittrisikoen knyttet til en EØS-stat. Tilrettelegger har imidlertid signalisert at det på et senere tidspunkt også kan bli ønskelig å søke andre typer «credit linked notes» børsnotert. Et eksempel som har vært nevnt er lån hvor risikoen knyttes opp mot deler av en banks utlånsportefølje, f.eks. boliglån.

I h.t. børsforskriften § 9-2 skjer opptak av obligasjonslån til børsnotering etter vedtak av administrasjonen. Da denne type lån er relativt ny i det norske markedet ønsker imidlertid børsdirektøren å forelegge denne saken for børsstyret. Børsdirektøren vil anbefale at børsstyret slutter seg til børsdirektørens vurdering m.h.t. opptak av «credit linked notes» til notering.

3. «Credit linked notes» utstedt av X

Som nevnt ovenfor har X diskutert en eventuell søknad om børsnotering av «credit linked notes» med administrasjonen. Søknaden er imidlertid foreløpig ikke sendt da de først ønsker en viss avklaring på prinsipielt grunnlag m.h.t. om børsen vil se positivt på en søknad om notering av et obligasjonslån av denne type.

X (heretter omtalt som låntaker) emitterte i juni et 5-års obligasjonslån hvor kredittrisikoen er knyttet til staten Y. Lånet har flytende rente og er et åpent lån hvor første transje utgjør kr. 300 mill. Et åpent lån vil tilsa at utsteder innenfor en beløps- og tidsramme fortløpende kan emittere. Det angjeldende lån har en ramme på kr. 3 mrd. og kan utvides frem til fem bankdager før forfall, dvs. 11. juni 2003. En fullstendig beskrivelse av lånevilkårene er tilgjengelig på Oslo Børs.

Obligasjonslånet ble emittert til profesjonelle investorer og ble rettet til færre enn 50, hvilket innebærer at lånet ikke har vært underlagt børsens emisjonskontroll i h.t. verdipapirhandelloven. Så langt administrasjonen kjenner til er dette det første lånet av denne type som er emittert i det norske markedet.

For dette lånet er kredittrisikoen relatert til staten Y sin betjening av landets øvrige gjeld, dog med visse unntak som er nevnt i lånedokumentasjonen. Ordlyden som definerer hendelsene knyttet til Y sin oppfyllelse av gjeldsforspliktelse er identisk med ordlyden som benyttes for i derivatmarkedet, hvilket er en standard tekst som er utviklet av ISDA (International Swaps and Derivatives Association).

Obligasjonslånet ble rettet mot profesjonelle investorer, og låntaker ønsker primært kun profesjonelle investorer i et lån av denne type. Dersom lånet tas opp til notering vil imidlertid lånet kunne kjøpes av ikke-profesjonelle investorer da obligasjonenes pålydende er kr. 10.000. Administrasjonen har reist spørsmål overfor X om det vil kunne være ønskelig å øke obligasjonenes pålydende til kr. 500.000,- for å redusere sannsynligheten for at mindre investorer kjøper andeler i annehåndsmarkedet og at det derved er egnet for det ordinær lånemarkedet. Kr. 500.000,- er det beløp som benyttes som kriterium dersom det skal gis delvis dispensasjon fra plikten til å utarbeide prospekt i h.t. børsforskriften på bakgrunn av at lånet forventes å bli omsatt blant profesjonelle investorer. Låntaker vil vurdere å ta de nødvendige skritt for å få endret pålydende dersom det gis klarsignal for en børsnotering.

4. Forhold til i børsloven og børsforskriften

Det følger av børsforskriften §10-2 at «låntaker skal uoppfordret og umiddelbart gi børsen opplysninger ... som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på låntakers verdipapirer».

Investorene i «credit linked notes» vil ha en kredittrisiko mot en tredjepart som ikke nødvendigvis har noterte verdipapirer på Oslo Børs og som således heller ikke har noen informasjonsplikt overfor børsen. Ut i fra den type lån som kan forventes å bli søkt børsnotert, er det således to forhold en må vurdere. For det første hvordan investor vil være sikret tilstrekkelig informasjon dersom tredjepart er en EØS-stat eller tilsvarende og for det andre hvordan en kan sikre informasjonsflyten dersom tredjepart inngår i samme konsern som låntaker.

Generelt vil utarbeidelse av en avtale med tredjepart som pålegger denne informasjonsplikt overfor Oslo Børs kunne være vanskelig å gjennomføre, da denne tredjeparten ikke vil være en direkte part i låneforholdet. Tredjepart vil heller ikke nødvendigvis være kjent med at det eksisterer slike «credit linked notes».

I det tilfelle hvor denne tredjeparten er en stat eller tilsvarende stabilt og kjent rettssubjekt, vil forhold som medfører førtidig tilbakebetaling av det børsnoterte lånet være av så alvorlig karakter at det på grunn av sin art umiddelbart vil fanges opp av markedet. Internasjonale

nyhetsbyråer vil umiddelbart bringe slike nyheter. Investorene vil således få informasjon via disse kanalene.

For lånet utstedt av X vil i tillegg kalkulasjonsagenten som låntaker har en avtale med (General Re Financial Securities Limited), umiddelbart fange opp slike situasjoner og denne kalkulasjonsagenten har en forpliktelse til å informere X som igjen vil informere børsen, lånets tillitsmann og obligasjonseierne via VPS.

I de tilfelle hvor denne tredjeparten har en rating fra et internasjonalt ratingbyrå, hvilket for Y er Baa1¹, vil hendelser som medfører endringer i ratingen raskt fanges opp i markedet uavhengig av om disse hendelsene er av så alvorlig karakter at de vil kunne medføre førtidig tilbakebetaling av det børsnoterte lånet. Markedet vil således få et forhåndsvarsel dersom det forventes at tredjepart vil kunne få vanskeligheter med å innfri sine forpliktelser.

I de tilfelle hvor denne tredjeparten ikke er en stat eller en tilsvarende stabilt og kjent rettssubjekt, men inngår i samme konsern som låntaker, vil investor få informasjon om utviklingen for konsernet. Videre vil en kunne vurdere om det for slike lån skal stilles krav om en avtale som forplikter låntaker til også å informere om den økonomiske utviklingen for denne tredjeparten.

«Credit linked notes» vil bli priset slik at en tar høyde for både låntakers og tredjeparts kredittrisiko. For lånet utstedt av X vil aktørene kunne benytte et benchmark lån utstedt av Y som er notert i London til å prise kredittrisikoen for denne tredjeparten. I andre tilfelle hvor det ikke eksisterer slike referanselån vil det kunne være grunnlag for å pålegge låntaker en utvidet informasjonsplikt, jfr. beskrivelsen i avsnittet ovenfor m.h.t. lån hvor tredjepart inngår i samme konsern som låntaker.

Som angitt ovenfor, bør investor være sikret tilstrekkelig informasjon så lenge forutsetningene nevnt ovenfor er oppfylt. Det antas ikke å foreligge bestemmelser i børslov eller børsforskriften som er til hinder for at Oslo Børs kan børsnotere «credit linked notes» som beskrevet ovenfor.

5. Vedtak

«Børsstyret vedtok å åpne for notering av «credit linked notes».

¹ Bank & Sovereign Credit Comments, Moody's Investors Service, September 1998. Moody's Investor Service gir følgende definisjon av Baa: «Bonds which are considered as medium-grade obligations (i.e. they are neither highly protected nor poorly secured). Interest payments and principal security appear adequate for the present but certain protective elements may be lacking or may be characteristically unreliable over any great length of time. Such bonds lack outstanding investment characteristics and in fact have speculative characteristics as well.» Tallet 1 indikerer at låntaker anses å ligge innenfor det øvre sjiktet av denne gruppen.

4. Strykning fra notering og suspensjon

4.1. Generelt

4.2. Strykning etter søknad

Begrunnelsen for at et selskap ønskes seg strøket fra notering kan være ulike. Som oftest skjer det i etterkant av en foretaksintegrasjon/oppkjøp. Manglende omsetning i aksjen kan også være en relevant begrunnelse.

Nedenfor er gjengitt en sak behandlet av børsstyret den 15. desember 1998:

Legra ASA - søknad om strykning fra notering

1. Innledning

Administrerende direktør Karl-Oskar Høglund har på vegne av Legra ASA (Legra) i brev av 23. november 1998 søkt om at selskapets aksjer blir strøket fra notering på Oslo Børs. Søknaden har sin bakgrunn i at selskapet ITAB Industri AB (Itab) har kommet opp i en eierandel på mer enn 91 % på tidspunktet for søknaden. Pr. 5. desember 1998 har Itab en eierandel på mer enn 97 %. Kopi av søknaden og protokoll fra ekstraordinær generalforsamling avholdt 23. november 1998, hvor aksjene ble besluttet strøket fra notering, følger vedlagt.

2. Bakgrunn

Selskapet ble tatt opp til notering på Oslo Børs i 1995, med Itab som hovedaksjonær med en eierandel på 60 %. Vinteren 1997 solgte Itab seg ned fra 60 % til 50,1%, for å søke å bedre likviditeten. I 1998 har selskapet hittil vært omsatt i 68 dager, med 134 transaksjoner, og har en omsetningshastighet på ca. 67 %. Til sammenligning kan nevnes at selskaper på SMB-listen totalt sett hadde en omsetningshastighet på ca. 125 % i 1997.

Første halvår 1998 kjøpte Itab en post på mer enn 10 % av aksjene i selskapet. Itab gikk deretter i en børsmelding 12. november 1998 ut med et tilbud til øvrige aksjonærer om kjøp av aksjer til NOK 50. Itab fulgte opp med et nytt tilbud den 25. november 1998 om kjøp av aksjer til NOK 50. Reglene for frivillig tilbud er ikke fulgt under henvisning til verdipapirhandelloven § 4-18, 1. ledd, da Itab gjennom det frivillige tilbudet ikke utløser tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 4-1. Itab har pr. 5. desember 1998 kommet opp i en eierandel på mer enn 97 %, og har på samme tidspunkt ca. 85 minoritetsaksjonærer. Da Itab ved opptak til børsnotering eide over 45 % (dagjeldende grense) av aksjene i Legra utløste ikke ytterligere erverv tilbudsplikt.

Aksjeloven § 3-15 gir forøvrig Itab rett til å innløse de øvrige aksjene i Legra, og gir minoritetsaksjonærene på samme måte rett til å kreve sine aksjer innløst av Itab. Itab har foreløpig ikke ønsket å gå til tvangsinnløsning.

3. Administrasjonens merknader

Denne saken skiller seg noe fra vanlige strykningssaker, som ofte er knyttet til situasjoner hvor et selskap er blitt kjøpt opp av en annen part, eller hvor en aksjonær har gjennomført tvangsinnløsning av de øvrige aksjonærer i medhold av aksjeloven § 3-15.

Børsstyret kan jf. børsloven § 4-10 og børsforskriften § 25-2 vedta at et verdipapir skal strykes fra notering dersom «...verdipapiret ikke lenger tilfredsstillende vilkårene for notering...». Det følger videre av de samme paragrafer at «Et børsnotert aksjeselskap kan søke børsstyret om at dets verdipapirer blir strøket fra kursnoteringene hvis generalforsamlingen i selskapet har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer.»

Det kan ikke oppstilles full symmetri mellom kravene til opptak til børsnotering og strykning, jf. forarbeidene til børsloven. Manglende oppfyllelse av opptakskravene vil således ikke automatisk føre til strykning. Den manglende oppfyllelse av opptakskravene vil blant annet måtte vurderes opp mot de virkninger en strykning vil ha for selskapets aksjonærer.

Hensynet bak kravet om generalforsamlingsbehandling, herunder kravet til kvalifisert flertall, synes å være hensynet til selskapets minoritetsaksjonærer. Børsnoteringen vil ha betydning for aksjonærers mulighet til å selge sine aksjer, eventuelt kjøpe ytterligere aksjer.

Børsnoteringen innebærer også at selskapet og selskapets aksjonærer underlegges særlige regler som kan ha betydning for minoritetsaksjonærene, jf. blant annet informasjonsplikten etter børsloven § 4-7 og børsforskriften kap. 5 og 6.

Med Itabs eierandel på mer enn 97 % tilfredsstillende ikke Legra kravene til notering.

Eierandelen medfører imidlertid at Itab som nevnt under punkt 2 har hjemmel jf. aksjeloven § 3-15 for å tvangsinnløse de øvrige aksjene. At de øvrige aksjonærene med samme hjemmel kan kreve sine aksjer innløst av Itab, sikrer deres mulighet til å selge sine aksjer på tross av en eventuell strykning. Itab har i tillegg fremmet et tilbud til de øvrige aksjonærene om å kjøpe deres aksjer.

På denne bakgrunn har børsdirektøren vurdert at hensynet til minoritetsaksjonærene er tilstrekkelig godt ivaretatt og funnet at det er grunnlag for å stryke selskapets aksjer fra notering.

4. Vedtak

«Børsstyret vedtok å stryke aksjene i Legra ASA fra notering på Oslo Børs. Siste noteringsdag fastsettes av børsdirektøren, dog slik at siste noteringsdag er senest 30.12.98.»

4.3. Strykning etter initiativ fra børsen

Etter børsforskriften § 25-2 kan børsstyret av eget tiltak vedta å stryke et verdipapir fra notering når vilkårene ikke lenger anses tilfredsstillt. Før dette kan skje skal selskapet varsles. Vilkår for notering anses ikke lenger tilfredsstillt dersom f. eks. selskapets aksjer har vært gjenstand for oppkjøp og minst 25% av aksjene som følge av dette ikke lenger er spredt blant personer som ikke har tilknytning til selskapet.

Videreføring av børsnotering

Oslo Børs har i brev av 28. oktober 1998 til et selskap varslet om mulig strykning:

.....

Som meddelt i vårt brev av 17. september 1998, har Oslo Børs funnet grunn til å vurdere hvorvidt det vedtatt fusjonerte selskapet X vil være egnet for videre børsnotering. Bakgrunnen for dette er selskapets økonomiske situasjon, som etter gjennomføringen av fusjonen vil ikke være tilfredsstillende og således dårligere enn det som var tilfelle for det «tidligere» X.

Etter børsloven § 4-10, jfr. børsforskriften § 25-2, kan børsstyret vedta å stryke et verdipapir fra notering dersom vilkårene for børsnotering ikke lenger er til stede. Det fremgår av børsloven § 4-3 (1) og børsforskriften § 2-1 første ledd, som fastsetter vilkårene for å bli børsnotert, at det ved avgjørelsen av om et verdipapir skal tas opp til notering blant annet skal legges vekt på «foretakets økonomi og andre forhold av betydning for om verdipapiret er egnet til børsnotering».

Oslo Børs har i sirkulære 2/98 redegjort nærmere for praksis ved vurderingen av om et selskap er egnet for børsnotering og hvilke krav som stilles til selskapets økonomi. Det vises i den forbindelse til sirkulæret pkt. 3.3 nr. 2, hvor det stilles krav til tilfredsstillende likviditet i en to års periode for selskaper som går med underskudd. Sirkulæret er vedlagt til orientering.

Etter Oslo Børs' vurdering vil det fusjonerte selskapet utfra de økonomiske forhold ikke være egnet for videre børsnotering, da særlig begrunnet i det forhold at det fusjonerte selskap må tilføres kapital fra driftsselskapet Y for å dekke sine forpliktelser. Y har i de senere år gått med underskudd, og Oslo Børs er av den oppfatning at det er en klar risiko for at selskapet ikke vil kunne dekke morselskapets kapitalbehov i en tidsperiode på ca. to år. I møter med Oslo Børs har X lagt frem planer for refinansiering av lån og tilskudd av egenkapital i form av en aksjeemisjon. Denne refinansieringen/kapitaltilførselen vil først finne sted etter at fusjonen er gjennomført og forutsetter videreføringen av børsnoteringen. Selv om X's økonomiske situasjon bedres gjennom den planlagte refinansiering og kapitaltilførsel, vil det etter Oslo Børs vurdering ikke være tilstrekkelig for å sikre tilfredsstillende økonomi nødvendig for å videreføre børsnoteringen.

Oslo Børs har ved flere anledninger, senest i brev av 17. september 1998, bedt om en redegjørelse for det fusjonerte selskapets (morselskapet) kapitalbehov i de kommende to år under forutsetning av at det ikke blir tilført midler fra datterselskapet i samme periode. Oslo Børs har ikke mottatt en slik redegjørelse, og har derfor funnet det nødvendig å foreta en egen beregning basert på følgende forutsetninger:

- *Den del av emisjonsprovenyet på Z i den planlagte emisjonen som ikke går med til å dekke nedbetaling av gjeld til Æ, er tilstrekkelig til å dekke selskapets påløpte forpliktelser pr. 30. september 1998*
- *Selskapet vil ikke ha eksterne driftsinntekter i den kommende to års periode*
- *Selskapet vil ha driftskostnader pr. år på ca Z*
- *Selskapets rentekostnader i perioden 30. september 1998 til 30. september 2000 vil utgjøre ca Z totalt*
- *Selskapet skal pr. 10. januar 2000 innfri sin gjeld til Æ på Z.*

For at det fusjonerte selskapet skal være å anse som egnet for børsnotering, har Oslo Børs etter en vurdering av tidligere års resultater for Y, den planlagte refinansiering og kapitaltilførsel samt budsjetter, funnet at det utover ovennevnte må innhentes vesentlig mer kapital.

I henhold til børsforskriften § 25-2 tredje ledd skal X, før det kan treffes vedtak om strykning, gis en frist til å rette forholdet som vil være bakgrunnen for en eventuell strykning, eller til å legge frem en plan for at selskapet igjen kan oppfylle opptaksvilkårene.

Oslo Børs ber om at selskapet innen 9. november 1998 fremlegger en dokumentert plan som medfører at det fusjonerte selskapet får dekket sitt kapitalbehov for de kommende to år.

Dersom X ikke fremlegger en dokumentert plan som angitt, vil administrasjonen ved Oslo Børs innstille overfor børsstyret på at X strykes fra børsnotering.

Dette brevet er å anse som et varsel om at X vil bli vurdert strøket dersom de nevnte forutsetninger ikke innfris, jfr. børsforskriften § 25-2 tredje ledd.

.....

4.4. Suspensjon

Hjemmelen for suspensjon av noterte verdipapirer er børsloven § 4-11, jfr børsforskriften § 25-1. Suspensjon av et selskaps aksjer for et meget begrenset tidsrom, inntil et par dager, forekommer til tider. Slike suspensjoner skjer gjerne i forkant av en avklaring av vesentlige forhold knyttet til

selskapet og som vil kunne ha stor betydning for kursen på selskapets aksjer, f.eks. ved et forestående oppkjøpstilbud. Slike forhold tilsier at suspensjonsvedtaket haster og treffes derfor av børsdirektøren. Suspensjonen skjer i praksis etter anmodning fra det berørte selskapet.

Oslo Børs har som følge av uklarhet knyttet til selskapet ved en rekke anledninger suspendert selskapet i påvente av firmaattest. Nedenfor følger et eksempel på dette:

Tidspunkt: 26/10/1998 09:59:00

Kilde: Oslo Børs

OSLO BØRS - SFJ SUSPENDERT

Aksjene i SFJ er suspendert i påvente av melding fra Foretaksregisteret om at den nye kapitalen etter fusjonen med STM er registrert.

.....

Tidspunkt: 26/10/1998 11:47:00

Kilde: Oslo Børs

OSLO BØRS - SFJ TAS OPP TIL NOTERING

Aksjene i SFJ er tatt opp til notering igjen da nødvendig informasjon fra Foretaksregisteret om at den nye kapitalen etter fusjonen med STM er registrert foreligger. Aksjene i SFJ noteres eks. tilbakebetaling av NOK 1,50 mandag 26.10.98. Nytt pålydende blir NOK 1,00. Fusjonen med Seateam blir effektiv fra samme dag.

5. Informasjonsplikt

Børsstyret har i 1998 behandlet fire saker knyttet til selskapenes informasjonsplikt. Tre av sakene munnet i vedtak om overtredelsesgebyr. En sak har vært påklaget til børsklagenemnden.

5.1. Generelt

5.2. Brøvig Offshore ASA

BØRSKLAGENEMNDEN - SAK 1/98

Avgjørelse 2. juli 1998 av klage fra Brøvig Offshore ASA over børsstyrets vedtak av 21. april 1998 - spørsmål om informasjonsplikt

1. Klagesaken, børsklagenemndens sammensetning

I møte 21. april 1998 (sak 57/98) fattet børsstyret følgende vedtak:

“Børsstyret fattet den 21. april 1998 vedtak om å ilegge Brøvig Offshore ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 5 - fem - ganger kursnoteringsavgiften, jf børslovens § 6-3, børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd, jf børsloven § 4-7.”

Børsstyret mente at Brøvig Offshore ASA (Brøvig Offshore, selskapet, klageren), etter børsforskriftens § 5-2 første ledd, jfr. børslovens § 4-7, skulle ha informert børsen om et intensjonsbrev fra Statoil a.s. (Statoil) av 30. september 1997 til Green Sea AS (Green Sea) og påfølgende aksept fra selskapets side den 1. oktober 1997. Børsklagenemnden legger til grunn at Green Sea er avtalemotpart selv om brevet fra Statoil var stilet til Green Sea Operation AS (Green Sea Operation) og sistnevntes fakspapir ble benyttet ved aksepten. Brevene omhandlet kontraktsforhandlinger om Statoils bruk av fartøyet “M/S Crystal Sea” som eies av Green Sea og opereres av Green Sea Operations. Brøvig Offshore har en eierandel på 43 % i Green Sea. Børsstyret mente at opplysningene om brevene måtte antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på aksjene i Brøvig Offshore ASA.

.....

2. Nærmere om selskapet - sakens bakgrunn

Brøvig Offshore ble notert på Oslo Børs i juni 1995. Virksomheten besto da av supplyvirksomhet og offshorevirksomhet. Etter en fisjon vedtatt 26. september 1997, hvor supplyvirksomheten ble lagt ut til et eget selskap, består virksomheten i selskapet utelukkende av offshorevirksomhet. Denne virksomheten består i en eierandel på 43 % i selskapet Green

Sea som eier spesialfartøyet "M/S Crystal Sea". Den resterende eierandel i Green Sea eies av det amerikanske selskapet Halliburton Inc. Operasjonen av "M/S Crystal Sea" drives av selskapet Green Sea Operations. Dette selskapet eies med 50 % hver av Brøvig Offshore og Halliburton Inc.

Administrerende direktør i Brøvig Offshore er Jan Fr. Fosse. Fosse er også administrerende direktør i Green Sea og styremedlem i Green Sea Operations.

Det fremgår av sakens opplysninger at det hadde vært kontakt mellom Statoil og Green Sea om beskjefligelse av M/S Crystal Sea over lengre tid. I brev av 30. september 1997 fra Statoil heter det:

"This facsimile is the official notification from Den norske stats oljeselskap a.s. (Company), that the Company intends to award a contract to Green Sea AS (Contractor) for the performance of the Work as described in the below documents.

The Contract amendment will be based on the following documents:

Document:

Contract DTJ 12100

Your offer dated July 1997

Revised offer dated 23 september 1997

Clarifications in meetings

clarification fax dated 28.09.97

Your answer to the above dated 29.09.97

Other clarifications not finalised at this notification

This notification of intent is Contractor's authorisation to go ahead with any part of the Work which is required for keeping the Contract Schedule.

Until the Contract has been signed by both parties, Company reserves the right to cancel this notification of intent. In the event of such cancellation, Company will cover Contractor's documented costs incurred in connection with work between the date of this notification of intent and the date of cancellation.

The Contractor or his associates shall not publish in any form, information regarding this letter of intent without the prior approval of Statoil.

If Contractor finds the above to be in accordance with both parties common interest in connection with the Contract, Company asks Contractor please to forward an acceptance of this notification of intent.

Please confirm Contractor's acceptance of this notification of intent by 01.10.97 at 12:00 to (...)"

I telefaks av 1. oktober 1997 svarte Green Sea Operation følgende på vegne av Green Sea:

”We will take the opportunity to thank You for the Notification of Intent to award a Contract to Green Sea AS.

We also hereby confirm acceptance of the Conditions of Contract as described in Your fax, dated 30th September 1997.

We look forward to finalising the Contract documents with you.”

Videre het det i en annen telefaks til Statoil av samme dag:

“Further to our telefax and for the sake of good order we have to inform you that the final contract needs the approval of the board of directors of Green Sea AS. We take it that all efforts will be made by all parties to have the contract ready for signature by the 15th of October 1997.”

Fosse, som var leder for Green Sea’s forhandlinger med Statoil, tok kontakt med Oslo Børs den 7. oktober 1997 ved 10-tiden. Bakgrunnen for hans henvendelse til børsen var at kursen på aksjene i Brøvig Offshore var begynt å stige. Saksbehandler ved Oslo Børs oppfattet det Fosse sa om kontakten mellom Statoil og Green Sea slik at Brøvig Offshore burde offentliggjøre opplysningene. Han anmodet om at dette skjedde umiddelbart. Selskapet opplyste at man ikke ville offentliggjøre opplysningene før man hadde konferert med Statoil og antok at dette kunne skje ved 12-tiden samme dag. Oslo Børs kontaktet selskapet ved 12.30-tiden og gjentok oppfordringen til selskapet om å offentliggjøre opplysningene. Det ble deretter besluttet å gi selskapet en frist til 13.00 med å offentliggjøre opplysningene. I motsatt fall ville aksjen bli suspendert. Avgjørelsen om fristen og den mulige sanksjonen ble umiddelbart meddelt Brøvig Offshore. Ca. kl. 14.40 kontaktet selskapet Oslo Børs og meddelte at informasjon ikke kunne gis før etter Børsens stengetid. Aksjen ble suspendert kl. 14.58. Neste dag kl. 08.17 kom følgende melding inn til Børsen:

“Brøvig Offshore ASA har mottatt intensjonsavtale fra Statoil om bruk av M/V Crystal Sea. Avtalen vil ha gyldighet fra ca. 15.10.97 frem til 31.12.98. Avtalens minimumsverdi er ca. USD 21 mill. (...)”

Suspensasjonen av aksjen ble etter dette opphevet.

.....

4.1 Spørsmålet om informasjonsplikt for Brøvig Offshore

Avgjørende for børsstyrets vurdering av om informasjonsplikt forelå har vært om intensjonsbrevet fra Statoil av 30. september 1997 og den påfølgende aksept fra Green Sea’s

side av 1. oktober 1997, var en opplysning som måtte antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på Brøvig Offshore's aksjer, jfr børsforskriften § 5-2 første ledd.

Børsstyret har drøftet om Brøvig Offshore faktisk var orientert om fremdriften i forhandlingene og de nevnte brevene. Med bakgrunn i forholdet mellom Brøvig Offshore, Green Sea og Green Sea Operations, Fosses stillinger og verv i disse selskapene, samt hans rolle som forhandlingsleder overfor Statoil, legger børsstyret til grunn at Brøvig Offshore hadde kunnskap om fremdriften i forhandlingene og de nevnte brevene.

Børsstyret viser også til at kopi av begge brevene ble sendt til Brøvig Offshore. Børsstyret finner ikke grunn til å legge vekt på klagers anførsel om at kopiene som ble sendt til Brøvig Offshore's telefaksnummer ble sendt til Fosse som person, ikke til selskapet. Ifølge børsstyret kan det neppe legges til grunn at det kun var Fosse som person som hadde kunnskap om forhandlingene all den stund Brøvig Offshore faktisk ble informert.

Børsstyret uttrykker videre at det neppe kan skilles mellom Fosses kunnskap som person og som administrerende direktør i Brøvig Offshore. Børsstyret kan ikke se at Høyesterettsdommen i Rt. 1935 side 549, som det er vist til i selskapets klage, er relevant i den foreliggende saken. Saksforholdet i høyesterettsdommen var et annet ettersom det var spørsmål om erstatningsmessig medvirkning, og ikke om administrerende direktørs kunnskap kunne være forskjellig i hans forskjellige stillinger. Ettersom Fosse faktisk hadde kunnskap om forhandlingene må det etter børsstyrets oppfatning legges til grunn at også Brøvig Offshore hadde slik kunnskap.

Med hensyn til på hvilket tidspunkt informasjonsplikten oppstår, slår Børsstyret fast at informasjonsplikten kan inntre selv om det ikke foreligger en bindende avtale med gjensidige forpliktelser for partene. Det vises bl.a. til at dette ble lagt til grunn i børsklagenemndens avgjørelse i saken om Aker/Veidekke og i børsstyrets avgjørelse i saken om Kongsberg-gruppen. Børsstyret slår fast at:

“Det avgjørende er om innholdet av de opplysninger som foreligger er av en slik karakter at de kan ha en ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer.”

Etter børsstyrets oppfatning fremstår det som klart at den endelige avtalen, på grunn av sin karakter og sitt omfang, må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på aksjene i Brøvig Offshore. Det vises i denne forbindelse til at eierandelene i Green Sea var eneste gjenværende aktivitet i selskapet. Spørsmålet er imidlertid om informasjonsplikten inntraff tidligere.

Om intensjonsbrevet sier børsstyret følgende:

“I dette tilfellet var avtalevilkårene mer eller mindre ferdigforhandlet og Statoil anmodet Green Sea AS om å iverksette tiltak som var nødvendige for at timeplanen i avtalen med Statoil kunne overholdes, jfr. intensjonsbrevet fjerde

avsnitt (...). Selv om Statoil ensidig og uten grunn kunne kansellere videre forhandlinger, var sannsynligheten for at det ville komme istand en avtale såpass stor at opplysningene om de faktiske forhold på dette tidspunkt måtte antas å ha en ikke uvesentlig betydning for kursen på aksjene i Brøvig Offshore. Dette til tross for at det også var en risiko for at forhandlingene ville bli kansellert.”

Børsstyret kan ikke se at den foreslåtte teksten til ny bestemmelse i børsforskriften § 5-2, hvor informasjonsplikten er foreslått å inntre når det er “overveiende sannsynlig” at et informasjonspliktig forhold vil inntre, er relevant i denne saken. Det vises til at det ikke er klart at informasjonsplikt ikke ville ha inntrådt i nærværende sak selv om denne bestemmelsen hadde vært vedtatt.

I vedtaket av 21. april er vist til at det faktisk skjedde kursendringer da opplysningene om brevene ble kjent 8. oktober før endelig avtale var inngått. Klager har anført at kursendringen kan ha vært forårsaket av den fisjonen som ble vedtatt i slutten av september, samt at tegningsretter som følge av en kapitalforhøyelse ble utlagt i det aktuelle tidrommet. I vedtaket av 23. juni presiserer børsstyret at det ikke er avgjørende om det faktisk har vært kursendringer, selv om dette er en indikasjon på om et forhold har en ikke uvesentlig betydning for kursen.

Vedrørende behovet for å holde informasjonen hemmelig av hensyn til klausulen i brevet fra Statoil, viser børsstyret til børsklagenemndens uttalelse i en tidligere sak om Vital (sak 2/1997):

“Hensynet til at kursrelevant informasjon bør tilflyte markedet veier tyngre enn selskapets behov for å kunne forhandle i fortrolighet med en enkelt aktør.”

Til klagers anførsler om at børsen ikke har foretatt undersøkelser vedrørende handelen i den angjeldende perioden sier børsstyret at spørsmålet om informasjonsplikten er overholdt må vurderes uavhengig av om det foreligger mistanke om uregelmessigheter vedrørende handelen i selskapets aksjer.

I vedtaket av 21. april 1998 har børsstyret videre trukket frem at Brøvig Offshore pr. 1. oktober 1997 uansett kunne ha offentliggjort en melding som inneholdt de vesentligste opplysningene uten at kontraktsmotparten eller andre mer konkrete omstendigheter ble oppgitt. Dette ble ikke gjort. Selskapet benyttet heller ikke muligheten til å varsle børsdirektøren underhånden etter reglene i børsforskriften § 23-2 tredje ledd.

Børsstyret finner at Brøvig Offshore etter børslovens § 4-7 og børsforskriften § 5-2 første ledd hadde plikt til å informere om intensjonsbrevet fra Statoil sett sammen med bekreftelsen fra Green Sea.

4.2 Reaksjonens størrelse

Med hensyn til reaksjonens størrelse konkluderer børsstyret med at overtredelsen er såpass alvorlig at det bør ilegges overtredelsesgebyr. I skjerpene retning er det lagt vekt på at tidspunktet for intensjonsbrevet og aksepten var notorisk og kjent og at det derfor var særlig naturlig å ta spørsmålet om børsmelding opp til vurdering. I formildende retning er det lagt vekt på klausulen om fortrolighet i brevet fra Statoil, samt at Statoil var en betydningsfull avtalemotpart. På denne bakgrunn kan Brøvig Offshore ha oppfattet spørsmålet om offentliggjøring som problematisk. Børnstyret finner ikke grunn til å legge vekt på klagers anførsler om at en på bakgrunn av tidligere saker hvor en hadde henvendt seg til børsdirektøren hadde grunn til å tro at det ikke forelå informasjonplikt. Børnstyret slår fast at børsdirektørens respons i en sak under enhver omstendighet ikke kan gjelde generelt for tilsvarende saker. En anser det heller ikke for tilstrekkelig til å tilsi en mildere reaksjon at det var selskapet som selv kontaktet børsen da en oppdaget de store kursendringen.

5. Børsklagenemndens bemerkninger

5.1 Generelt.

Børsklagenemnden er som børsstyret kommet til at det her foreligger et brudd på den opplysningsplikt som følger av børsloven § 4-7, jf børsforskriften § 5-2. Børsklagenemnden er i det alt vesentlige enige i den begrunnelse børsstyret har gitt og viser til denne. I tillegg bemerker nemnden:

5.2 Rettslige utgangspunkter

Sakens hovedspørsmål er om Brøvig Offshore brøt informasjonsplikten etter børsloven § 4-7, jf børsforskriften § 5-2 første ledd ved ikke å informere om den intensjon som forelå mellom Statoil og Green Sea om å inngå avtale om eksklusiv bruk av spesialskipet «M/S Crystal Sea».

Børsloven § 4-7 lyder:

“Foretak hvis verdipapirer er notert på børsen, har plikt til å gi børsen opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene. I spesielle tilfelle og når særlige grunner taler for det kan det bestemmes at opplysningene bare gis til børsstyrets leder, børsdirektøren eller børsdirektørens stedfortreder. De nærmere regler om hvilke opplysninger som skal gis og om offentliggjøring av disse fastsettes i børsforskriftene.”

Børsforskriften § 5-2 første ledd 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.”

I børsforskriften § 5-2 annet ledd er det angitt konkrete forhold det alltid skal opplyses om «i tillegg til opplysninger som nevnt i første ledd.» Annet ledd er ikke aktuell i denne saken. For

børsklagenemnden er det tilstrekkelig å fastslå at annet ledd ikke begrenser den generelle opplysningsplikten som følger av den alminnelige regel i første ledd.

Det er klart at børsforskriften § 5-2, slik bestemmelsen lyder i dag, ikke krever at det foreligger en bindende avtale for at opplysningsplikt skal foreligge. Opplysningsplikt kan også inntre før avtale inngås eller før det er nærmest sikkert at avtale vil bli oppnådd. Etter gjeldende regel er spørsmålet om vedkommende opplysning, her den oppnådde felles intensjon mellom Statoil og Green Sea, er et forhold «av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer.» I utgangspunktet vil opplysningsplikten avhenge av kursrelevansen av opplysningene, som ut fra en teoretisk modell normalt vil være en funksjon av sannsynligheten for at bindende avtale vil bli inngått og den økonomiske betydning for selskapet om bindende avtale oppnås. Det må nok skje en avgrensning av opplysningsplikten i forhold til opplysninger som fremtrer som hypoteser eller hvor det ellers er lite sannsynlig at vedkommende forhold som vil kunne påvirke selskapet økonomisk, vil inntre. Det må også være et spillerom for forberedende kontakt med mulig kontraktspart uten at plikten til å gi opplysninger utløses. Om opplysningsplikt foreligger må avgjøres ut fra en konkret vurdering. Men det må holdes fast ved at det sentrale ved denne vurderingen er kursrelevansen av opplysningene.

Grensetrekningen mellom forhold som det foreligger opplysningsplikt om, og forhold hvor opplysningsplikten ikke utløses, kan som påpekt i tidligere avgjørelser, være vanskelig. Men at det er vanskelig å trekke grensen, gir ikke i seg selv selskapet anledning til å la være å foreta vurderingen i forhold til reglene om opplysningsplikt og uten videre basere seg på at opplysningsplikt ikke foreligger. I dette tilfellet mener for øvrig nemnden, som den kommer tilbake til under den konkrete vurderingen, at man ikke står overfor et tvilsomt grensetilfelle, men et forhold hvor opplysningsplikten klart var utløst før opplysninger ble gitt.

Brøvig Offshore har påberopt utkastet til ny børsforskrift, hvor det er foreslått at informasjonsplikt først inntre når det er overveiende sannsynlig at det forhold som informasjonsplikten er knyttet til, inntreffer. I børsens bemerkninger til bestemmelsen er det angitt at med «overveiende sannsynlig menes her at det er veldig nær visshet at forholdet inntreffer.» Til dette bemerker børsklagenemnden at forslaget er fremmet fordi børsen ønsker en endring av dagens regel. Utkastet gir derfor ikke uttrykk for gjeldende informasjonsplikt, men for hva man ønsker å endre gjeldende regel til. Børsklagenemnden må ved avgjørelsen anvende den nåværende regel. Denne regelen må selvfølgelig også de børsnoterte selskaper holde seg til inntil regelen er endret. Når det gjelder utkastet, kan det for øvrig også pekes på at det ikke er opplagt at regelen vil bli endret, iallfall ikke i den grad som børsens merknader til bestemmelsene kan gi inntrykk av at er intensjonen. I sin høringsuttalelse av 19 mars 1998 stiller Kredittilsynet seg kritisk til endringsforslaget. Det pekes på at en slik endring vil medføre en uthuling av prinsippet om lik informasjon for investorene.

Brøvig Offshore har gjort gjeldende at selskapet ikke kan anses for å ha hatt kunnskap om forhandlingene før børsen ble informert. Det må skilles - hevdes det - mellom den informasjon Jan Fr Fosse hadde i sine ulike funksjoner. Fosse kunne ikke uten videre som administrerende direktør i Brøvig Offshore opplyse om den viten han hadde gjennom sine verv og oppgaver i

Green Sea og Green Sea Operations. Til dette bemerker børsklagenemnden at utgangspunktet må være at opplysninger som administrerende direktør sitter inne med av betydning for selskapet, må anses for opplysninger selskapet som sådan har og som alt etter opplysningenes karakter, kan utløse opplysningsplikt. Om og i tilfelle i hvilken utstrekning det kan være grunnlag for å gjøre unntak fra dette utgangspunktet, behøver nemnden ikke på et generelt og teoretisk grunnlag gå inn på. I dette tilfellet er det, som nemnden kommer tilbake til under punkt 5.3, uansett klart at Brøvig Offshore hadde den relevante informasjon.

5.3 Den konkrete vurderingen

Som påpekt av børsstyret i vedtaket av 21 april 1998, var den eneste gjenværende aktivitet i Brøvig Offshore eierandelen i Green Sea. Det heter i vedtaket:

“Når aktiviteten i Brøvig Offshore på denne måten var sterkt knyttet til driften av skipet, fremstår en avtale, som vedrører eksklusiv bruk av skipet, som vesentlig for markedets vurdering av aksjen i Brøvig Offshore. Det nevnes også at ifølge selskapet har avtalen en minimumsverdi på USD 21 millioner. Til sammenligning hadde selskapet den 1. oktober en børsverdi på ca kr. 290 mill.”

Denne vurderingen er åpenbart riktig, og heller ikke bestridt av klageren. Det er også ved vurderingen grunn til å peke på at det tidligere ikke hadde vært mulig å skaffe tilfredstillende beskjefteigelse for skipet.

Nå var det imidlertid ikke en endelig avtale som var inngått, og spørsmålet for nemnden er om partene før opplysninger ble gitt børsen, var kommet så langt i sine kontraktsforhandlinger at opplysningsplikt forelå. Som påpekt deler børsklagenemnden børsstyrets oppfatning av de faktiske forhold og vurderinger på dette punkt. Det hadde foregått forhandlinger gjennom møter og korrespondanse. Det var fremsatt tilbud fra Green Sea, og som et resultat av kontakt og forhandlinger ble det fremsatt et revidert tilbud. Intensjonsbrevet den 30 september og svarbrevet den 1 oktober viser at man nå ønsket å formalisere den intensjon partene hadde om å inngå avtale. Langt på vei må avtalen ha vært ferdigforhandlet, og det pekes for øvrig i brevet av 1 oktober på at «We take it that efforts will be made by all parties to have contract ready for signature by the 15th October 1997». Det vil selvfølgelig være en usikkerhet i et slikt tilfelle om endelig avtale vil bli inngått. Men børsklagenemnden deler børsstyrets syn på at den intensjon som fremgår av de to brevene, tyder på at partene med høy grad av sannsynlighet forventet at endelig avtale ville bli sluttet. Denne sannsynligheten sett i sammenheng med den betydning en endelig avtale ville ha for selskapet, tilsier at opplysningsplikt forelå overfor børsen pr 1 oktober 1997.

Klageren har understreket at det av flere grunner er uheldig at selskapet må gi ut informasjon om mulige kontrakter før det er klart at kontrakt blir inngått. Det kan være uheldig overfor en mulig kontraktsmotpart og overfor andre. Børsklagenemnden minner her om den adgang det er til å gi informasjon bare til børsstyrets leder, børsdirektøren og børsdirektørens stedfortreder under pålegg av taushetsplikt, som riktignok under gitte betingelser ikke vil være bindende, jf børsforskriften § 23-2 tredje ledd. Også opplysninger

gitt på denne måten vil kunne ivareta de hensyn som begrunner opplysningsplikten. Børsklagenemnden viser her til bemerkningene om dette i nemndens avgjørelse i sak 2/97.

5.4 Brøvig Offshore's kunnskap

Børsklagenemnden er også enig med børsstyret i at Brøvig Offshore har hatt kunnskap om det forhold opplysningsplikten gjelder. Rent faktisk er Brøvig Offshore underrettet. I seg selv er det avgjørende. Videre pekes det på: Jan Fr Fosse er administrerende direktør i Brøvig Offshore. Det er åpenbart sammenheng mellom Brøvig Offshores' eierandeler i Green Sea og Green Sea Operations og Fosses roller i disse selskapene. Børsklagenemnden kan ikke se at det kan være holdbart at Fosse skal kunne la seg involvere i forhandlingene med Statoil a.s. uten at det skal kunne få konsekvenser for Brøvig Offshore's plikter som børsnotert selskap. Det minnes her om at eierandelen for Brøvig Offshore i Green Sea var selskapets eneste aktivum, og at en avtale ville kunne få meget stor betydning for selskapet. Hvis kunnskaper om forhandlinger som dette kunne bli problematisk for Brøvig Offshore sett i forhold til selskapets plikter overfor børsen, måtte alternativet, om man ville unngå slike problemer, at Fosse ikke ble involvert i forhandlingene. Det fremstår som åpenbart uholdbart om Brøvig Offshore skulle kunne omgå eller unngå sine plikter som børsnotert selskap, ved å pretendere at selskapet som sådan var uvitende om sentrale opplysninger for selskapet som administrerende direktør hadde.

5.5 Reaksjonen

Som børsstyret finner børsklagenemnden at bruddet på opplysningsplikten etter børsloven §4-7, jf børsforskriften § 5-2 første ledd her må lede til at Brøvig Offshore ilegges et overtredelsesgebyr, jf børsloven § 6-3. Det foreligger etter nemndens mening et klart brudd på opplysningsplikten. Det er viktig at reglene overholdes, og generelt bør det reageres strengt mot overtredelse. På den annen side er overtredelsen i nærværende sak ikke av de groveste, og ved fastsettelsen av reaksjonen er det også et moment at forhandlingene ikke foregikk med det børsnoterte selskapet som forhandlingspart. I Vital-saken ila børsstyret et overtredelsesgebyr på fire ganger årlig kursnoteringsavgift. Børsklagenemnden satte dette ned til to ganger årlig avgift, men nedsettelsen var begrunnet i forhold som ikke hadde tilknytning til grovheten ved overtredelsen, og som ikke har relevans for nærværende sak. Etter en samlet vurdering er børsklagenemnden kommet til at overtredelsesgebyret bør settes til tre ganger årlig kursnoteringsavgift.

.....

5.3. Opticom ASA

Opticom ASA - overtredelse av informasjonsplikt i forbindelse med avtale med Lucent Technologies Inc.

1. Innledning

Opticom ASA (Opticom) offentliggjorde den 7. oktober 1997 kl. 0935 at selskapet hadde undertegnet en felles utviklingsavtale («Joint Development Agreement») med det amerikanske selskapet Lucent Technologies Inc. (Lucent) for bruk av plastikk-transistorer i datalagringsenheter.

Ifølge dokumentasjon mottatt fra Opticom fremgår det at Opticom mottok avtalen i sin endelige form den 26. august 1997 og at selskapet den 31. august signerte avtalen og oversendte den til Lucent. Lucent signerte avtalen den 24. september 1997. I perioden frem til offentliggjøring den 7. oktober 1997 ble det arbeidet det med en omforenet børs-/pressemelding fra selskapene om avtalen.

Spørsmålet er om Opticom ved først å informere om avtalen 7. oktober 1997, brøt informasjonsplikten, jfr børsloven § 4-7 og børsforskriften § 5-2 annet ledd.

.....

4. Sakens bakgrunn

4.1 Kort om selskapet

Opticom ble notert på Oslo Børs den 16. mai 1997. Opticom er et teknologiselskap som utvikler helorganiske optiske lagrings- og prosesseringssystemer.

Selskapet har siden 1988 konsentrert seg om forskning og utvikling på optiske lagrings- og prosesseringssystemer samt å oppnå en tilfredsstillende patentbeskyttelse av teknologien. Selskapets strategi er å selge lisensrettigheter til anvendelse av teknologien på en ikke-eksklusiv basis til internasjonale produsenter innen informasjonsteknologi og billedbehandling. Selskapet har sagt at det ikke selv vil bygge opp egen produksjonskapasitet.

I introduksjonsprospektet datert 13. mai 1997 heter det:

«Fra dato for adskillelsen fra IDT, 1. juni 1995, har Opticom ikke hatt omsetning, noe som har vært i henhold til Selskapets strategi. Selskapets vurdering har vært at den optiske lagringsteknologien i perioden ikke har vært klar for lisensiering, dels på grunn av manglende rettslig beskyttelse (patenter) og dels fordi teknologien ikke var utviklet langt nok. Først i begynnelsen av 1997 ble disse to kriteriene ansett oppfylt av Opticoms ledelse, og arbeidet med lisensiering til aktuelle partnere kunne begynne.»

Hovedvekten av det tekniske utviklingsarbeidet blir utført av eksterne forskere på underleverandørbasis. Det opplyses i introduksjonsprospektet at mer enn 90 forskere fra mer enn 30 underleverandører og ti land er bidragsyttere til Opticoms utviklingsarbeid. Samarbeidsavtalene er i introduksjonsprospektet omtalt på generell basis.

4.2 Avtalen med Lucent

Lucent ble dannet i 1996 ved en utfisjonering av AT&T's system- og teknologi-divisjon, inkludert Bell Labs. Lucent har 125.000 ansatte og omsatte i 1996 for USD 16 milliarder. Selskapets aksjer er notert på New York Stock Exchange med en børsverdi på ca. USD 53 milliarder.

I et brev fra Opticom av 24. november 1997 fremgår at samtalene med Lucent startet allerede i desember 1996.

Av notatet «Chronology of Events» går det frem at Opticom den 26. august 1997 mottok endelig kopi av avtalen fra Lucent. Den 31. august 1997 mottok selskapet den endelige avtalen. Avtalen ble signert og sendt tilbake til Lucent den 1. september 1997. Den 24. september 1997 oversendte Opticom et utkast til pressemelding om avtalen, og Lucent signerte avtalen samme dag. I brev av 24. november 1997 blir årsaken til at det tok nesten en måned før Lucent signerte oppgitt å være reisefravær og ferieavvikling. Den 25. september 1997 ble Opticom orientert om at Lucent hadde signert avtalen, og mottok den 30. september 1997 den endelige avtalen. I perioden frem til offentliggjøring av avtalen ble det arbeidet med en omforenet ordlyd på en børs-/pressemelding.

I børsmeldingen av 7. oktober 1997 heter det:

«Under avtalen skal Bell Labs, som har utviklet forskjellige polymere materialer, og som er engasjert i forskning rettet mot nye «plastikk» integrerte kretser basert på organiske transistorer, og Opticom, som har utviklet plastikk-prosesserings-teknikker, mønstringsteknikker og visse hukommelsesarkitekturer, utnytte hverandres ekspertise, ressurser og tekniske know-how i utvikling av plastikkbaserte hukommelseskretser som utnytter organiske integrerte kretser for bruk i fremtidige generasjoner av optiske lagringssystemer.»

Avtalevilkårene ble ikke offentliggjort.

.....

6. Rettslig utgangspunkt

Informasjonsplikten følger av børsloven § 4-7 første punktum hvor det heter:

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

Nærmere regler om informasjonspliktens innhold følger av børsforskriften.

Den generelle hovedregelen om informasjonspliktens innhold er gitt i børsforskriften § 5-2 første ledd hvor det heter:

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

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

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

7. Vurdering

Spørsmålet er om Opticom på et tidligere tidspunkt enn 7. oktober 1997, tidspunktet for offentliggjøring av avtalen med Lucent, hadde opplysninger knyttet til avtalen som måtte antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på Opticoms aksjer, jfr børsforskriften § 5-2 første ledd.

Avtalen med Lucent ble av Opticom vurdert å være svært viktig.

Det vises til pressemeldingen av 7. oktober 1997 hvor det heter:

«Lucent regnes som en av verdens fremste forsknings- og utviklingsorganisasjoner og det er med stor tilfredshet at Opticom innleder et samarbeid med et så høyt respektert selskap.»

Selskapets forskningsdirektør uttalte den 7. oktober 1997 til TD Finans at:

«Det er svært viktig for Opticom at et selskap som er såpass langt fremme på forskning på plastikk-hukommelse er villige til å satse ressurser på Opticom.»

I brev av 14. januar 1997 fremholdes det videre:

«Selskapet er enig med Oslo Børs i at informasjon om avtalen var viktig for Opticom og kursrelevant.»

Selskapet har imidlertid hevdet at avtalen ikke kunne være av «vesentlig» betydning for kursen på selskapets aksjer, og viser blant annet til at avtalen med Lucent ikke innbrakte direkte inntekter fra lisensiering.

Utviklingsavtalen med Lucent er den første som er offentliggjort etter at selskapet ble tatt opp til notering i mai 1997. Den skiller seg fra andre avtaler selskapet tidligere har inngått i den forstand at den er en utviklingsavtale inngått med et stort og anerkjent kommersielt selskap. Det forhold at avtalen ikke gir direkte inntekter, er ikke avgjørende. Det sentrale var her at Opticom som følge av avtalen fikk aksept for selskapets teknologi og således en anerkjennelse i markedet.

Forøvrig vises det til at kursen på Opticom-aksjen steg markant på nyheten om avtalen, og det ble i tillegg omsatt et betydelig antall aksjer denne dagen. Oslo Børs legger til grunn at avtalen med Lucent var informasjonspliktig.

Det spørsmål som det da må tas stilling til er på hvilket tidspunkt informasjonsplikten inntraff. Av vedlegg 2 fremgår at Opticom allerede den 26. august 1997 mottok en telefax med en endelig kopi av avtalen. Den 31. august 1997 signerte Opticom avtalen og oversendte denne til Lucent. I følge Opticom ble det ikke foretatt noen endringer i avtalen i perioden 26. august 1997 til 24. september 1997, som er tidspunktet da Lucent signerte avtalen, jfr brev av 24. november 1997.

I sin anførsel mot at informasjonsplikten inntrådte på dette tidspunktet hevder selskapet at Lucent, etter at avtalen var godkjent og signert den 24. september 1997, motsatte seg offentliggjøring inntil en felles pressemelding var utarbeidet. Opticom viser til at Lucent er et børsnotert selskap og underlagt informasjonsregler i USA, og fryktet at Lucent ville trekke seg fra avtalen dersom Opticom offentliggjorde avtalen.

Oslo Børs kan ikke se at dette eventuelle forholdet skulle kunne medføre at Opticom kunne vente i nærmere to uker med å offentliggjøre avtalen. Opticom har en selvstendig plikt til å informere Oslo Børs i henhold til det regelverk selskapet er underlagt, og kan ikke påberope seg at man skulle bli enige med avtalemotparten om teksten på en felles pressemelding. Det kan i denne forbindelse heller ikke legges avgjørende vekt på at Opticom ikke ville risikere problemer med gjennomføringen av avtalen ved å gi slik informasjon forut for utarbeidelsen av en felles pressemelding.

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

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

Det påpekes også at Opticom uansett kunne ha kontaktet Oslo Børs underhånden med opplysninger om avtalen, jfr børsloven § 4-7 annet punktum, jfr børsforskriften § 23-2 tredje

ledd. Reglene er ment som en sikkerhetsventil hvor blant annet kommersielle hensyn kommer i konflikt med reglene om umiddelbar informasjonsplikt.

Opticoms informasjonsplikt inntrådte uavhengig av om avtalepartene i forbindelse med undertegnelsen av avtalen var enige om å utforme en felles børs-/pressemelding. Dette er også lagt til grunn i tidligere i saker om brudd på informasjonsplikten. I en lignende sak behandlet av børsstyret - Kongsberg Gruppen ASA (møte 12. desember 1995 sak 6) - hvor kontraktspartene hadde avtalt at det skulle utarbeides en felles pressemelding, uttalte børsstyret:

«Plikten til umiddelbart å gi informasjon kan ikke utsettes ved at avtalepartene hadde avtalt at det skulle utarbeides en felles pressemelding.»

En tilsvarende problemstilling var også aktuell i forbindelse med børsstyrets behandling av brudd på informasjonsplikten for Alvern Norway ASA (sak 158/97) hvor børsstyret ikke hensyntok at det var avtalt at det skulle utarbeides en felles pressemelding.

Det må etter dette således være klart at informasjonsplikten for Opticom senest inntraff den 24. september 1997 da Lucent godkjente og signerte avtalen.

Det kan også reises spørsmål om selskapet allerede på et tidligere tidspunkt skulle ha informert Oslo Børs om avtalen med Lucent. Det vises i denne forbindelse til at det var Lucent som hadde utarbeidet det avtaledokumentet Opticom undertegnet den 26. august 1997 og at det heller ikke i perioden frem til Lucents undertegning ble foretatt endringer i avtaleteksten. Oslo Børs finner ikke grunn til å gå nærmere inn på dette spørsmålet i nærværende sak, men finner å ville henlede oppmerksomheten på Opticoms mulighet til å ta kontakt med Oslo Børs for å avklare informasjonspliktsspørsmålet på et langt tidligere tidspunkt.

Opticom har således overtrådt børsforskriften § 5-2 første ledd, jfr børsloven § 4-7 ved at selskapet senest den 24. september 1997 unnlot uoppfordret og umiddelbar å gi melding til børsen om avtalen med Lucent.

8. Sanksjonsspørsmålet

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

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

Ved valg av reaksjon er det i skjerpene retning sett hen til at det tok lang tid fra avtalen ble inngått til den ble offentliggjort. Opticom burde i den forbindelse ha kontaktet børsen og kunne informert børsdirektøren underhånden om forholdet. Videre vektlegges at avtaleinngåelsen også synes å ha hatt en betydelig kurspåvirkende effekt. Forøvrig er det lagt vekt på at avtalen med Lucent var den første Opticom inngikk med et kommersielt selskap.

I formildende retning er det lagt vekt på at styrkeforholdet mellom partene kan ha medført at Opticom befant seg i en vanskelig situasjon i forhold til å argumentere for offentliggjøring av avtalen. Det vektlegges også at det ikke er noe som tyder på at informasjon om avtaleinngåelsen tilfløt markedet før børsmeldingen den 7. oktober 1997.

Børsstyret finner at overtredelsesgebyret passende kan settes til 3 ganger kursnoteringsavgiften, hvilket til sammen utgjør kr 152 862. Foruten hva som er nevnt ovenfor, har børsstyret i reaksjonsfastsettelsen sett hen til Alvern-saken og Kongsberg-saken, hvor gebyret ble satt til 2 ganger årlig kursnoteringsavgift.

9. Konklusjon

Børsstyret fattet følgende vedtak:

«Børsstyret vedtok om å ilegge Opticom ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 3 -tre- ganger kursnoteringsavgiften, jf børslovens § 6-3, jf. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd jf børsloven § 4-7.

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

5.4. Saga ASA

Saga Petroleum ASA - informasjonsplikt i forbindelse med nedskrivning av andel i oljefeltet Durward & Dauntless

1. Innledning

Saga Petroleum ASA (Saga) offentliggjorde den 17. desember 1997 kl. 0906 at styret i selskapet hadde vedtatt å foreta en nedskrivning av sin andel i oljefeltet Durward and Dauntless (D&D) på britisk sektor i størrelsesorden 50-60 millioner US dollar. Nedskrivningen ble etter forslag fra administrasjonen vedtatt av styret i Saga om ettermiddagen den 15. desember 1997. I samarbeid med operatøren på oljefeltet, Amerada Hess, ble det etter at vedtaket ble fattet arbeidet med en omforenet pressemelding. Pressemeldingen skulle også godkjennes av britiske myndigheter (Department of Trade and Industry (DTI)).

Spørsmålet er om Saga ved først å informere om nedskrivningen den 17. desember 1997, brøt informasjonsplikten, jfr børsloven § 4-7 og børsforskriften § 5-2 annet ledd.

.....

7. Vurdering

7. 1 Informasjonsplikt

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

Selskapets endrede verdivurdering av oljefeltets reserver fikk direkte og vesentlig betydning for selskapets regnskapsmessige resultat for 1997, som med nedskrivningen ble redusert i størrelsesorden kr 400 millioner (i det foreløpige årsregnskapet for 1997 er nedskrivningsbeløpet opplyst å være kr 354 millioner). Selskapets foreløpige resultat etter skatt for 1997 var på kr 931 millioner (etter nedskrivningen på kr 354 millioner). Nedskrivningen utgjorde med andre ord vel 25 % av selskapets årsresultat for 1997 for nedskrivningen. Til sammenligning var selskapets overskudd på kr 1 223 millioner i 1996 og kr 588 millioner i 1995. Oppkjøpet av Santa Fe skjedde sent i 1996 og har således ikke påvirket tallene for 1996. I forhold til selskapets børsverdi utgjorde nedskrivningen ca. 2,4 % som tilsvarer rundt kr 3 pr aksje.

Den uttalte usikkerheten i selskapets rapport for annet tertial 1997 ga markedet et varsel, som var egnet til å heve terskelen for informasjonsplikt noe. Meldingens ordlyd; «det er knyttet usikkerhet til feltenes produksjon og reserver», var imidlertid såvidt lite presis at markedet vanskelig kunne forutse en nedskrivning i den størrelsesorden som senere ble vedtatt.

I praksis har børsklagenemnden i sak 1/1989 (Norsk Hydro AS) ikke ansett den økonomiske betydningen av en urealisert gevinst på 0,7 % av selskapets børsverdi som informasjonspliktig. Saken gjaldt Norsk Hydros avtale om kjøp av aksjer i Saga Petroleum AS fra DnC AS. Avtalen som ble inngått med forbehold om at DnC ikke overdro aksjene til et annet selskap det var inngått avtale med, ble først meddelt markedet ca. fire måneder etter at den var signert. I mellomtiden var kursen på Sagaaksjen nesten doblet. Kursreserven (gevinst om aksjene ble solgt) utgjorde ca. kr 1 pr aksje av et estimert årsoverskudd på kr 14.50 pr aksje. Klagenemnden uttalte at «en kursreserve av denne størrelsesorden er selvsagt av betydning..». Usikkerhet blant annet til mulig fremtidig realisasjon gjorde at klagenemnden var «tilbøyelig til å anta at den økonomiske betydning av transaksjonen alene ikke er så stor at avtalen ut fra dette kan sies å være kurssensitiv», jf børsklagenemndens sak 1/1989 side 12 og 13. Uten at det har betydning for saken her, skal bemerkes at klagenemnden likevel fant forholdet informasjonspliktig bl.a. fordi aksjeposten ble ansett å ha strategisk betydning for selskapet.

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

Selv om den relative økonomiske betydning i ulike informasjonspliktsaker ikke alltid kan sammenlignes direkte, blant annet fordi det alltid vil variere hvor stor usikkerhet det er knyttet til opplysningene, vil selvfølgelig børsklagenemndens vurderinger være relevante for senere saker. Sagas beslutning om nedskrivning må sies å være av langt større forholdsmessig betydning for resultatet enn den kursreserven i Norsk Hydro-saken som ikke i seg selv ble ansett som informasjonspliktig, og ligger nær opp til den relative betydning av opplysningene for Aker i Aker/Veidekke-saken. I Aker/Veidekke-saken var det noe usikkerhet knyttet til avtalens faktiske gjennomføring, men lite til den økonomiske betydningen. I Sagas tilfelle er det nødvendigvis en viss usikkerhet knyttet til de anslag nedskrivningen bygger på, men liten usikkerhet knyttet til selve vedtaket om nedskrivning selv om det nøyaktige beløp ikke var avklart.

Saga-aksjens volum- og kursutvikling fra fredag 12. desember 1997, da styret i Saga UK mottok administrasjonens vurdering av letebrønnen, kan tyde på at opplysninger om D&D var kjent i markedet før de ble offentliggjort onsdag 17. desember 1997. I denne perioden falt kursen med 11,5 % (siste omsetningskurs 11. desember - siste omsetningskurs 16. desember). Dersom en legger perioden 8. desember til 16. desember til grunn, var kursfallet på 16 % (den 11. desember sendte Saga en børsmelding om riggsamarbeid med Statoil). I den samme perioden falt markedet med ca 3 %. Særlig synes det nærliggende å knytte kursfallet og omsetningsøkningen fra mandag 15. desember 1997, da Sagas styre vedtok nedskrivningen,

til tirsdag 16. desember 1997, til opplysninger om oljefeltet. Det vises til at kursen falt med ca. 5% fra mandag til tirsdag, mens antall aksjer omsatt økte fra ca. 130 000 (fredag 12. desember) og ca. 140 000 (mandag 15. desember) til ca. 840 000 (tirsdag 16. desember) og ca. 815 000 (onsdag 17. desember). Børsen er ikke kjent med andre opplysninger som skulle tilsi en slik utvikling.

Selskapet har anført at Saga-aksjen har hatt betydelige kursfall også tidligere, uten at det kunne tilskrives informasjon i markedet. En gjennomgang av kursutviklingen for 1997 viser imidlertid at ingen av disse kursfallene er av slik størrelse som dette.

Oslo Børs legger etter dette til grunn at beslutningen om nedskrivningen av oljefeltet D&D måtte antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på Sagas aksjer. Opplysningene var således informasjonspliktig etter børsforskriften § 5-2 første ledd.

Det vises forøvrig til at også Saga synes å ha lagt til grunn at forholdet var informasjonspliktig i sine forberedelser av børsmeldingen 17. desember 1997.

Et neste spørsmål er når informasjonsplikten inntraff.

Opplysningene om at oljefeltets reserver var mindre enn tidligere estimater var relativt usikre inntil resultatet av prøveboringen forelå. Etter Sagas beskrivelse synes opplysningene sikrere da målingene 12. desember 1997 ikke viste indikasjoner på hydrokarboner, og da målinger forelå 13. desember 1997 fikk man bekreftet at det var vann i reservoaret. Den 12. desember 1997 fikk styret i Saga Petroleum UK en vurdering fra administrasjonen i London om at brønnen var tørr. Da Sagas styre mandag 15. desember 1997, på tilråding fra styret i Saga UK, besluttet å foreta nedskrivning av reservene, forelå opplysninger og vurderinger av en slik sikkerhet at forholdet måtte antas å være av betydning for aksjekursen. Etter børsens vurdering var forholdet informasjonspliktig senest umiddelbart etter at styret hadde besluttet nedskrivning. Det er mulig, men ikke funnet grunn til å vurdere nærmere her, at informasjonsplikten inntraff på et tidligere tidspunkt.

Selskapet har også uttalt at det etter styremøtet den 15. desember 1997 hadde til hensikt å gå ut med informasjon om nedskrivningen.

At Saga etter vanlig praksis ønsket å samordne meldingen med operatøren av oljefeltet, Amerada Hess, og de øvrige partnerne, kan ikke utsette tidspunktet for informasjonsplikten. Børsstyret har ved tidligere anledninger uttalt at behov for samordning av informasjon til markedet ikke kan begrunne en utsettelse av offentliggjøring. Det vises blant annet til sak 6/95 vedrørende Kongsberg-Gruppen AS der det heter:

«Plikten til umiddelbart å gi informasjon kan ikke utsettes ved at avtalepartene hadde avtalt at det skulle utarbeides en felles pressemelding.»

Melding om endringer av reservoarer skulle godkjennes av britiske myndigheter før offentliggjøring. Saga har opplyst overfor børsen i møte 22. desember 1997 at myndighetenes formelle godkjenning av meldingen etter fast praksis ikke gjelder selskapets faktiske funn

eller vurderinger av dette. På den annen side må det ut fra Sagas opplysninger legges til grunn at det var - i hvert fall teoretisk - mulighet for at myndighetene kunne underkjent meldingen. Ut fra erfaringene med myndighetenes praksis - såvidt børsen har forstått - fremsto sannsynligheten for dette som liten. I den forbindelse vises også til at styrets protokoll jf. sitat i pkt 4.3, gir uttrykk for at pressemelding skulle sendes «så snart» operatøren var orientert og reduksjonen godkjent av DTI, og ikke «dersom» slik godkjennelse forelå. At pressemeldingen formelt måtte godkjennes av britiske myndigheter tilsier ikke at informasjonsplikten kunne utsettes så lenge de kurssensitive opplysningene om oljefeltet og styrets vedtak forelå.

Kravet om forhåndsgodkjennelse av meldingen forhindret imidlertid Saga fra å offentliggjøre opplysningene. Behovet for samordning med partnerne gjorde det også ønskelig for selskapet å vente med offentliggjøringen. Disse forholdene forhindret imidlertid ikke selskapet fra å informere børsstyrets leder eller børsdirektøren underhånden med pålegg om taushet slik børsforskriften § 23-2 tredje ledd, jf børsloven § 4-7 annen setning åpner for når opplysningene «inneholder forretningshemmeligheter eller når særlige hensyn for øvrig tilsier det».

Noen absolutt taushetsplikt var det, etter det børsen har forstått, ikke. Muligheten til å gi opplysninger underhånden synes myntet blant annet på de situasjoner hvor utsteder ikke har anledning til å offentliggjøre opplysningene, men hvor det ikke foreligger noe forbud mot å informere en av nevnte personer underhånden. At børsen likevel skulle beslutte å offentliggjøre opplysningene i strid med selskapets pålegg, er ikke praktisk tenkelig. Om dette skriver Saga i sin redegjørelse til børsen:

«I ettertid kan vi se at Saga burde ha tatt kontakt med Oslo Børs like etter styremøtet 15.12.97 for å informere om styrets beslutning om nedskrivning og om opplegget for offentliggjørelse.»

Dersom Saga hadde informert børsen på denne måten, kunne børsen med bakgrunn i meldingens innhold eventuelt supplert med opplysninger om omsetningen i selskapets aksjer tirsdag 16. desember 1997, vurdert tiltak som kunne forhindret omsetning over børs og i meglerapparatet på et tidspunkt da det forelå betydelig fare for at aktørene i markedet satt med ulik informasjon om kurssensitive forhold. Børsen kunne blant annet overvåket omsetningen løpende med henblikk på om uregelmessigheter i aksjeomsetningen tilsa at det forelå lekkasjer eller rykter. I et slikt tilfelle ville aksjen høyst sannsynlig blitt suspendert med mindre selskapet var beredt på å offentliggjøre opplysningene.

Selskapet kunne også valgt å informere om nedskrivningen i grove trekk (minimumsmelding) uten at det ble gitt detaljer som selskapet var forhindret fra å offentliggjøre. På en slik måte kunne Saga formidlet hovedtrekkene i det kurssensitive til markedet og således overholdt informasjonsplikten på en måte som ga markedsaktørene en klar indikasjon på å være særlig aktsom.

Informasjonsplikten foreligger «uoppfordret og umiddelbart», jf. børsforskriften § 5-2 første ledd. Meldingen ble først gitt på morgenen den 17. desember 1998.

Oslo Børs finner at Saga ikke overholdt informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 annet ledd, jf. børsløven § 4-7 ved ikke umiddelbart etter styremøtet 15. desember 1997 å informere børsen, eventuelt med pålegg om taushetsplikt, om nedskrivningen av sin andel i oljefeltet D&D.

Å benytte den mulighet til underhåndenkontakt med børsledelsen som ligger i børsløven § 4-7 annen setning, ville her vært en meget praktisk kombinasjon av informasjonsplikten på den ene side og forholdet til operatør og britiske myndigheter på den annen. I det minste burde utviklingen i volum og kurs utover tirsdag den 16. desember 1997 ha tydeliggjort behovet for en reaksjon.

7.2 Sanksjonsspørsmålet

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

Av betydning for utmåling av sanksjon overfor selskapet er opplysningenes betydning for kursen, omsetningen i selskapets aksjer, og indikasjonene på at det kunne foreligge lekkasjer som gjorde at informasjonen var ulikt fordelt på markedsaktørene.

Til sammenligning vises det til Aker/Veidekke-saken som i forhold til selskapets markedsverdi var av noe større betydning.

På den annen side var selskapet i en vanskelig avveinings situasjon og tidsrommet for avklaring med myndigheter og partnere ble søkt gjort så kort som mulig. Saga har i ettertid også bidratt til oppklaring av forholdet, og skal også ha foretatt interne undersøkelser av ansattes eventuelle handel i aksjen i den aktuelle perioden.

Børsstyret har vært i tvil om det i denne saken bør reageres med overtredelsesgebyr. Etter en samlet vurdering nøyter børsstyret seg likevel med å kritisere selskapet for overtredelsen.

8. Vedtak

«Børsstyret vedtok å kritisere Saga Petroleum ASA for brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd jf. børsløven § 4-7.»

5.5. Alvern ASA

1. Innledning

Alvern ASA (benevnelsen Alvern vil heretter bli benyttet om konsernet, morselskapet og de enkelte datterselskapene) mottok ultimo november 1997 et brev fra Statoil datert 21. november 1997. Av brevet fremgikk at Statoil sa opp avtalene om utplassering av reklameholdere på selskapets norske, svenske og danske bensinstasjoner, tilsammen 1.432 stasjoner.

Dagens Næringsliv skrev om oppsigelsen 28. november 1997. Samme dag, før børsens åpningstid, ble aksjen suspendert fra notering på Oslo Børs.

Melding om oppsigelsen ble offentliggjort i børsens informasjonssystem 28. november 1997 kl. 15.24. Deretter ble aksjen gjenopptatt til notering. Etter gjenopptagelsen ble aksjen omsatt på et nivå som representerte en halvering av kursen i forhold til dagen før.

Alvern har i telefaxer mottatt 30. november 1997, 18. desember 1997 og 15. januar 1998 redegjort for hendelsesforløpet. Det fremgår bl.a. at Alvern anså oppsigelsen som et forhandlingsutspill fra Statoil i forbindelse med pågående forhandlinger om fornyelse av kontraktene.

Spørsmålet er om Alvern brøt informasjonsplikten, jf. børsloven § 4-7 og børsforskriften § 5-2, ved å unnlate å informere om oppsigelsen fra Statoil på et tidligere tidspunkt.

2. Sakens bakgrunn

2.1 Kort om selskapet

Alvern har utviklet en reklameholder for installasjon på bensinpistoler. Reklameholderen er registrert under varemerket SALES PUMPER. Alvern inngår kontrakter med oljeselskapene om installering av slike reklameholdere på selskapets bensinpistoler. En typisk kontrakt innebærer at Alvern betaler for installeringen av reklameholderen og får rett til å benytte reklameplassen, mens oljeselskapet mottar halvparten av inntektene fra salg av reklame. Alternativt kan oljeselskapet motta retten til å benytte reklameplassen hele eller deler av tiden.

Ultimo november 1997 hadde Alvern installert reklameholdere på 16.800 bensinstasjoner i Europa, og hadde installert eller hadde under installasjon reklameholdere på 12.100 bensinstasjoner i USA. Potensialet for reklameholdere i USA antas å være større enn for de andre markedene tilsammen.

2.2 Kontraktene med Statoil

Det er inngått tre separate kontrakter mellom Statoil og Alvern vedrørende utplassering av reklameholdere på Statoils bensinstasjoner i henholdsvis Norge, Sverige og Danmark. Kontraktene ble undertegnet i mars 1995 (Norge), juni 1995 (Danmark) og januar 1996

(Sverige). Kontraktene omfattet totalt 1.432 bensinstasjoner, hvorav henholdsvis ca. 550 i Norge og Sverige og 325 i Danmark.

Kontraktene løper inntil de sies opp, og partene har tre måneders oppsigelsestid. I Norge kan slik oppsigelse finne sted på et hvilket som helst tidspunkt. I Danmark og Sverige må oppsigelse fremsettes tre måneder før utløpet av kalenderåret.

.....

2.3 Oppsigelse av kontraktene

Alvern har i telefax av 18. desember 1997 redegjort for kontakten mellom Alvern og Statoil vedrørende videreføring av kontraktene. Redegjørelsen er utvidet og utdypet i telefax datert 15. januar. Nedenstående redegjørelse er i det vesentlige bygget på ovennevnte faxer.

Alvern og Statoil kom med en felles pressemelding 12. august 1997. Av pressemeldingen fremgår at selskapene hadde en samarbeidsavtale for 1997, og at de skulle forhandle om en ny avtale for Norge, Sverige og Danmark for «1998 og fremover».

Det ble avholdt to forhandlingsmøter mellom Statoil og Alvern ultimo september 1997. Møtene ble etterfulgt av en rekke telefonsamtaler. Det ble avholdt et nytt forhandlingsmøte 29. oktober 1997. Statoil ba i dette møtet Alvern om å utarbeide et forslag til en tre års kontrakt hvor Statoil skulle disponere reklameholderne i hele perioden. Alvern oversendte et slikt tilbud 12. november 1997.

Det var telefonisk kontakt mellom partene 18. november og 21. november. Under samtalen 21. november fremkom at Statoil fremdeles syntes at prisen var for høy, og at selskapet antagelig ikke var interessert i en avtale basert på det fremlagte forslaget. Det fremkom videre at Statoil vurderte å si opp avtalen med Alvern, og at Statoil ville komme med et skriftlig svar på forslaget fra Alvern. Representanten for Alvern sa at hans mandat på pris nå var utspilt, men at det måtte forventes at adm. dir. Stein Alvern ville ta kontakt med ledelsen i Statoil for å føre forhandlingene videre. Statoil uttrykte at de ville akseptere et møte om saken dersom Stein Alvern tok et slikt initiativ.

Det var Klaus Pedersen i Alvern Danmark som førte forhandlingene med Statoil på vegne av Alvern. Pedersen mottok 26. november kl. 13.00 en skriftlig oppsigelse av kontraktene fra Statoil. Brevet er datert 21. november 1997. Det siteres:

«Oppsigelse av kontrakt mellom Alvern Norway AS og Statoil

Det meddeles herved at samarbeidsavtaler inngått mellom Statoil Norge AS og Alvern Norway AS, Svenska Statoil AB og Alvern Norway AS, Statoil A/S og Alvern Norway AS sies opp i dag med utløp ihht. kontrakter (3 måneder fra oppsigelsesdato) 21. februar 1998. ...

Iht. kontrakt sørger Alvern Norway for å demontere reklameholderne fra bensinstasjonene i Skandinavia uten kostnad for Statoil innen 21. februar 1998.»

Fredag 28. november hadde Dagens Næringsliv et oppslag hvor det fremkom at Statoil hadde sagt opp kontraktene med Alvern. Oslo Børs gjorde en rekke forsøk på å få avklart forholdet før børsens åpningstid, men det ble opplyst fra selskapet at den eneste som kunne uttale seg om saken var adm. dir. Stein Alvern, og at denne satt på flyet fra USA. Etter samtale med selskapets styreformann, Svein Ribe-Anderssen, ble det vedtatt å suspendere aksjen.

Alvern offentliggjorde, jf. børsforskriften § 23-2, 28. november kl. 15.24 en melding hvor det fremgikk at Statoil hadde sagt opp avtalene med Alvern. Det siteres fra meldingen:

«Statoil har sagt opp avtalene for Norge, Sverige og Danmark med 3 mnd. oppsigelsestid. Tilsammen representerer dette 1432 stasjoner. Alvern vil ta initiativ til et møte med Statoil for et videre samarbeid. Det arbeides med å fornye og forlenge avtalene med samtlige selskaper som har 1 års avtaler. Ingen andre selskaper har sendt oppsigelse, de fleste har signert forlengelse og forhandlinger pågår med noen få. Alvern har nå kontrakter med mer enn 100 oljeselskaper i 10 land med tilsammen 33.000 stasjoner hvorav 16.800 er installert i Europa og 12.100 er installert eller under installasjon i USA.»

Aksjen ble gjenopptatt til notering kort tid etter at meldingen ble offentliggjort.

Det ble avholdt et møte mellom Statoil og Alvern 2. desember. Dagen etter (3. desember 1997) ble nedenstående melding offentliggjort i børsens informasjonssystem:

«I et møte mellom Statoil og Alvern ASA tirsdag ettermiddag ble det besluttet å forhandle videre om å komme frem til en ny avtale om bruk av Sales Pumper (reklameholdere for bensinpistoler) ved Statoils stasjoner i Norge, Danmark og Sverige.»

Det ble avholdt et nytt møte mellom partene 8. desember 1997, og Alvern oversendte et nytt tilbud til Statoil 12. desember 1997. Alvern offentliggjorde 7. januar 1998 en melding hvor det fremgikk at Statoil hadde takket nei til det nye tilbudet.

.....

7. Børsstyrets merknader

Spørsmålet er om oppsigelsen fra Statoil hadde en slik betydning og var av en slik karakter at Alvern brøt informasjonsplikten, jf. børsloven § 4-7 og børsforskriften § 5-2, ved å unnlate å offentliggjøre oppsigelsen umiddelbart.

Alvern har fremholdt at oppsigelsen ble stilet til Alvern Sverige og Alvern Danmark, mens kontraktene formelt sett var inngått med Alvern ASA. Videre fremholder Alvern at oppsigelsene av avtalene for Danmark og Sverige ikke var rettidige, og således formelt sett ikke var gyldige for 1998. Børsstyret finner det ikke nødvendig å ta stilling til om oppsigelsen fra Statoil formelt sett ble fremsatt til riktig adressat og til riktig tid, og nøyer seg med å konstatere at brevet var utformet som en oppsigelse og fikk konsekvenser som en oppsigelse. Det vises også til at disse forholdene ikke ble nevnt i børsmeldingen fra Alvern.

Alvern har fremholdt at selskapet vurderte og hadde saklig grunn til å vurdere brevet fra Statoil som et ledd i de pågående kontraktsforhandlingene om pris. Det vises bl.a. til at forhandlingene siden ble gjenopptatt på et høyere nivå, hvilket også ble meddelt i en egen børsmelding fra selskapet. At oppsigelsen måtte være ubetinget i formen kan i denne sammenhengen ikke tillegges vekt, da brevet ellers ikke ville gitt den ønskede effekt.

Børsstyret er enig med selskapet i at formålet med en oppsigelse i gitte situasjoner kan være å påvirke en forhandlingssituasjon. Utgangspunktet må imidlertid være at en oppsigelse er å oppfatte som et varsel om terminering av en kontrakt, og at markedet har krav på informasjon om en oppsigelse av en kontrakt i de tilfeller hvor terminering av en kontrakt må antas å være en opplysning av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer.

Etter forespørsel fra Oslo Børs har Alvern opplyst at de ikke kan dokumentere andre eksempler på at motparten skriftlig har sagt opp avtalen med Alvern som et forhandlingsutspill. Dette viser at det å oversende en oppsigelse i forbindelse med kontraktsforhandlinger ikke er en vanlig fremgangsmåte, og at det neppe er dekkende å karakterisere Statoils oppsigelse som et «naturlig og udramatisk utspill». Det faktum at det i nærværende sak ble avholdt møter mellom partene etter at oppsigelsen ble mottatt, og at det var en viss mulighet for at partene ville fornye avtalen, kan ikke være avgjørende for spørsmålet om oppsigelsen var en opplysning som omfattes av opplysningsplikten.

Av Alverns brev til Oslo Børs datert 17. februar 1998 punkt 5 synes å fremgå at selskapet hadde et kommunikasjonsproblem fordi Alvern vanskelig kunne si offentlig at oppsigelsen ble oppfattet som et forhandlingsutspill. Ved kun å gjengi oppsigelsen kunne selskapet feilaktig skape det inntrykk at mottak av oppsigelsen var ensbetydende med at kontrakten med Statoil ville bli terminert, og at dette ville være å villedde markedet. Børsstyret er av den oppfatning at selskapet hadde en mulighet til å formulere budskapet på en slik måte at markedet ville forstå at det var en større eller mindre sannsynlighet for at kontrakten likevel ville bli fornyet. Dette fremgår da også implisitt av børsmeldingen datert 28. november 1997 hvor det heter at «Alvern vil ta initiativ til et møte med Statoil for et videre samarbeid».

Forøvrig åpner børsloven § 4-7 annet punktum for at informasjon kun gis til børsstyrets leder, børsdirektøren eller børsdirektørens stedfortreder i spesielle tilfelle og når særlige grunner taler for det. Dette representerer en «sikkerhetsventil» bl.a. i situasjoner hvor det vil være skadelig for selskapet å offentliggjøre opplysninger som omfattes av informasjonsplikten. Basert på ovenstående, og forutsatt at oppsigelsen var en opplysning som omfattes av opplysningsplikten, kan børsstyret vanskelig se at det i denne saken ville vært problematisk for selskapet å opptre i overensstemmelse med regelverket om opplysningsplikt.

Så til spørsmålet om bortfallet av kontrakten med Statoil var en opplysning av «ikke uvesentlig betydning», jf. børsforskriften § 5-2 første ledd, for kursen på selskapets aksjer. Alvern hadde på oppsigelsestidspunktet installert reklameholdere på 16.800 bensinstasjoner i Europa, og hadde installert eller var i ferd med å installere (i det nedenstående vil det ikke bli skilt mellom disse kategoriene), reklameholdere på 12.100 stasjoner i USA. Avtalene med Statoil omfattet totalt 1.432 stasjoner i Norge, Sverige og Danmark.

Bortfallet av kontrakten med Statoil representerte i underkant av 5% av installerte stasjoner. Det er vanskelig å angi den direkte økonomiske betydningen av bortfallet av kontraktene med Statoil nøyaktig, og børsstyret er i tvil om den direkte økonomiske betydningen av

kontraktene isolert sett var en opplysning av «ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer», jf. børsforskriften § 5-2 første ledd. For fullstendighetens skyld legges til at Alvern 6. januar 1998 offentliggjorde en melding hvor det bl.a. fremkom at Esso i UK/Irland hadde sagt opp kontrakten. Kontrakten omfattet et tilsvarende antall stasjoner som Statoil kontrakten. Det siteres fra meldingen:

«Esso i UK/Irland sa opp avtalene 31. desember 1997, mens Esso i Norge, Esso i Benelux og Esso i Tyskland har forlenget avtalene for 1998. ... De 1.569 Esso stasjonene i UK/Irland representerer ca. 5% av Alverns totale antall installerte stasjoner.»

Det synes ikke som om ovennevnte melding avstedkom reaksjoner i markedet. Dette kan imidlertid bl.a. ha sammenheng med at meldingen også inneholdt informasjon om at selskapet hadde kontraktet «mer enn 6.000 nye stasjoner i USA siste måned».

Alvern ble suspendert fra notering 28. november 1997 før børsens åpningstid, og gjenopptatt til notering samme dag kl. 15.30. Dagens Næringsliv (DN) hadde oppsigelsen fra Statoil som hovedoppslag fredag 28. november 1997. Artikkelen inneholdt bl.a. uttalelser fra informasjonskonsulent Per Wangen i Statoil. Wangen skal bl.a. ha gitt en begrunnelse for hvorfor avtalen ble oppsagt. Det siteres fra DN:

«Vi har hatt en lang periode som har gitt oss grunnlag til å mene noe om effekten. Nå har vi gjort en grundig analyse. Konklusjonen er at dette ikke er interessant for oss, sier Wangen. Statoil har brukt pistolene til egenreklame.»

Alvern hevder i sin redegjørelse datert 17. februar 1998 at ovennevnte oppslag i DN hadde en betydelig negativ kurseffekt på selskapets aksjer, og vektlegger særlig begrunnelsen som ble gitt for oppsigelsen, nemlig at Statoil angivelig skulle ha gjennomført en grundig analyse som konkluderte med at mediet ikke hadde noen effekt for Statoil.

Alvern viser videre til at meldingen fra selskapet også inneholdt informasjon om status for installerte stasjoner i USA og Europa, og at avviket i forhold til tidligere offentliggjorte mål medvirket til det sterke kursfallet. Alvern mener derfor at kursutslaget etter avisartikkelen og selskapets melding vanskelig kan tillegges vekt når man skal vurdere om oppsigelsen fra Statoil var en opplysning som omfattes av informasjonsplikten.

Børsstyret er et stykke på vei enig i selskapets vurderinger vedrørende ovennevnte artikkels effekt på aksjekursen, og er også enig i at det må antas å være flere samvirkende årsaker til kursfallet, et forhold som gjør det vanskelig å isolere kurseffekten av selve oppsigelsen. Det må imidlertid legges til at kursutslaget i dette tilfellet var meget stort, og at Finansavisen allerede dagen etter (29. november 1997), med referanse til en uttalelse fra den samme Wangen til TDN Finans, skrev at den manglende effekten neppe var hele grunnen til at Statoil sa opp kontrakten med Alvern. Artikkelen i Finansavisen medførte intet observerbart kursutslag.

Alvern er et selskap som har hatt en betydelig negativ kontantstrøm og store underskudd. Prisingen av selskapet er således basert på forventninger om at selskapet vil være i stand til

realisere en fremtidig inntjening på et konsept som fremdeles ikke er tilstrekkelig innarbeidet hos oljeselskaper og annonsører. Dette medfører at opplysninger som er egnet til å påvirke tilliten til selskapet og troen på selskapets forretningskonsept, i særlig grad vil være avgjørende for kursfastsettelsen på selskapets aksjer.

Kontraktene med Statoil ble inngått i 1995. Således er Statoil et av de selskapene som har lengst og bredest erfaring med bruk av reklameholdere. Når Statoil velger å si opp avtalen kan dette tolkes som et uttrykk for at selskapet ikke lenger har tro på konseptet. En økt usikkerhet knyttet til effekten av reklameholdere som reklamemedium vil kunne være av stor betydning for prisingen av selskapets aksjer. Det vises i denne forbindelse til børsstyrets uttalelse i den forrige «Alvern-saken», behandlet i børsstyremøte 21. oktober 1997. Det siteres:

«Alvern har et relativt nytt forretningskonsept, nemlig reklameholdere på bensinpistoler. Selskapets grad av suksess er derfor, etter børsstyrets oppfatning, sterkt knyttet til aksept for konseptet hos oljeselskaper og annonsører.»

I nærværende sak dreier det seg om kontrakter i det skandinaviske markedet. Alvern har selv anslått markedspotensialet i Skandinavia til å være 6.301 bensinstasjoner, og hadde før oppsigelsen fra Statoil en dekning i Skandinavia på 66%. Kontrakten med Statoil var den største i Skandinavia, og var utvilsomt en viktig referansekontrakt i dette markedet.

Utviklingen i det skandinaviske markedet er isolert sett mindre viktig enn utviklingen i andre og større markeder, særlig det amerikanske. De ulike markedene har ulike karakteristika, og suksess i ett marked vil ikke nødvendigvis kunne overføres til et annet marked. Det som imidlertid gjør kontraktene med Statoil spesielle er at markedene i Norge og Danmark var de første som kom i kommersiell drift, og må vurderes som modne markeder innenfor denne formen for reklame. Videre er Statoil blant de selskapene som har lengst og bredest erfaring med bruk av reklameholdere på bensinpistoler.

Alvern har i sin kommunikasjon med markedet fokusert på betydningen av vekst i antall installerte stasjoner, og veksten har da også vært betydelig til tross for at selskapet neppe kan sies å ha lyktes i å realisere de til markedet kommuniserte målsettinger. Oppsigelsen fra Statoil var enestående i den forstand at Alvern ikke tidligere hadde mottatt en oppsigelse av en fast kontrakt. Således har oppsigelsen bidratt til å synliggjøre at måloppnåelse ikke kun er et spørsmål om å kontraktere nye stasjoner, men også et spørsmål om å bevare etablerte relasjoner.

Alvern er et relativt lite og svakt kapitalisert selskap. Selskapet har negativ kontantstrøm og er avhengig av fremmedfinansiering for å kunne realisere nødvendig vekst. Selskapets grad av suksess er bl.a. avhengig av å komme frem til akseptable kontrakter med de store oljeselskapene. Ettersom oljeselskapene antagelig anser inngåelse av slike kontrakter som en marginal side ved deres forretningsvirksomhet, kan Alverns forhandlingsposisjon være vanskelig. Når Statoil velger å si opp kontrakten med Alvern kan dette bidra til å øke aksjemarkedets oppmerksomheten rundt denne problemstillingen.

Børsstyret er etter en samlet vurdering kommet til at oppsigelsen fra Statoil var en opplysning som måtte «antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer», jf. børsforskriften § 5-2 første ledd. Det vektlegges særlig at selskapet var i en fase hvor det var viktig å få aksept for konseptet hos oljeselskaper og annonsører, og at selskapet i en slik fase var særlig sårbart for hendelser som kunne redusere tiltroen til konseptet. Videre er det tillagt vekt at Statoil hadde betydelig erfaring fra bruk av reklameholdere, og at oppsigelsen var den første i sitt slag og således synliggjorde betydningen av å være i stand til å bevare etablerte relasjoner. Børsstyret har også sett hen til det meget betydelige kursutslaget etter offentliggjøringen av oppsigelsen, men understreker at det dramatiske kursutslaget trolig var et resultat av flere samvirkende årsaker, og at det er vanskelig å bedømme betydningen av hver enkelt faktor.

Stein Alvern har i en telefax datert 30. november 1997 gitt en kronologisk oversikt over hendelsesforløpet i perioden 21. november 1997 til og med 28. november 1997. Av fremstillingen fremgår at Alvern mottok oppsigelsen fra Statoil 26. november kl. 13.00, og at administrerende direktør Stein Alvern ble orientert muntlig noen timer senere. Etter børsstyrets oppfatning er det ikke nødvendig å ta stilling til når informasjonsplikten inntrådte, men konstaterer at opplysningene skulle vært offentliggjort, jf. børsforskriften § 23-2, senest torsdag 27. november før børsens åpningstid. Slik melding ble først offentliggjort 28. november kl. 15.24, og børsstyret er derfor av den oppfatning at Alvern brøt informasjonsplikten, jf. børsloven § 4-7 og børsforskriften § 5-2.

8. Sanksjonsspørsmålet

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

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

Ved valg av reaksjon har børsstyret i skjerpene retning sett hen til følgende forhold: Tidspunktet for oppsigelsen var et kjent og notorisk tidspunkt, hvor det var særlig naturlig å ta spørsmålet om børs melding opp til vurdering.

Børsnoterte selskaper plikter å innrette sin organisasjon slik at selskapet, innenfor børsens åpningstid, kan besvare henvendelser fra Oslo Børs. I angjeldende sak var det ingen som kunne besvare henvendelsen fra Oslo Børs før mesteparten av handelsdagen var tilbakelagt. Dette medførte at aksjen måtte suspenderes fra børsens åpningstid til kl. 15.30.

Uavhengig av hvorledes selskapet vurderte det kurssensitive i selve oppsigelsen burde selskapet, på eget initiativ, på bakgrunn av det særdeles fremtredende oppslaget i DN, tatt kontakt med Oslo Børs i god tid før børsens åpningstid.

Det vektlegges også at Alvern hadde blitt sanksjonert for brudd på opplysningsplikten kort tid i forveien, jf. børsstyrets vedtak av 21. oktober 1997, og således burde ha innskjerpet sine rutiner og vært særlig bevisst på forhold angående opplysningsplikten.

I formildende retning vektlegges særlig følgende forhold:

Kontrakten med Statoil omfattet 1.432 stasjoner. Dette representerte i underkant av 5% av installerte stasjoner, og det er tvilsomt om den direkte økonomiske effekten av bortfallet isolert sett var tilstrekkelig til å «være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer», jf. børsforskriften § 5-2 første ledd. Når børsstyret finner å måtte sanksjonere selskapet for brudd på opplysningsplikten, skyldes dette også oppsigelsens mer indirekte effekter, så som betydningen av kontrakten som referansekontrakt og synliggjøringen av problematikken knyttet til opprettholdelsen av eksisterende kontrakter. Børsstyret har forståelse for at det er lettere å ignorere, eller tillegge slike effekter mindre vekt, ved vurderingen av om et forhold omfattes av opplysningsplikten.

Det tillegges også vekt at Alvern hadde et visst grunnlag for å anta at oppsigelsen var ment som et forhandlingsutspill, og at dette også gjorde det mer komplisert å vurdere oppsigelsen i relasjon til opplysningsplikten.

Børsstyret finner at overtredelsesgebyret passende kan settes til 2 ganger kursnoteringsavgiften, hvilket til sammen utgjør kr. 95.000.

9. Konklusjon

Børsstyret fatter følgende vedtak:

«Børsstyret fattet den 21. april 1998 vedtak om å ilegge Alvern ASA overtredelsesgebyr tilsvarende 2 - to - ganger kursnoteringsavgiften, jf. børslovens § 6-3, jf. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd jf. børsloven § 4-7.

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

5.6. Smedvig ASA

Børsdirektøren meddelte i brev av den 19. oktober 1998 ovennevnte selskap kritikk for brudd på informasjonsplikten. Kritikken ble offentliggjort.

.....

Det vises til tidligere kontakt i saken. Oslo Børs har vurdert om Smedvig asa (Smedvig) brøt informasjonsplikten i henhold til børslovens §4-7 jf. børsforskriften § 5-2 ved at Smedvig for sent informerte om vesentlige økninger i investeringsavslag for boerskipet West Navion I.

Oslo Børs har funnet at Smedvig ikke overholdt informasjonsplikten etter børsloven § 4-7 jf. børsforskriften § 5-2 første ledd, jf. ved ikke å informere børsen så snart selskapet ble klar over at det ville være nødvendig med vesentlige økninger i investeringsanslaget for West Navion I. Det vises i denne sammenheng til at selskapet hadde varslet markedet om at det foruten kvartalsvis avmelding av investeringsanslag i forbindelse med kvartalsrapporteringen, ville bli gitt melding dersom det oppsto vesentlige avvik fra hva som tidligere var angitt.

Selskapet offentliggjorde ved børsmeldinger av 28. november 1997 og 26. mars 1998 om behov for økning av investeringsanslag for West Navion I.

Etter Oslo Børs' vurdering inntrådte informasjonsplikten senest henholdsvis 24/25. november 1997 og mandag 22. mars 1998. Selskapet måtte på disse tidspunkt ha kunnskap om at anslagene var vesentlig feil. Det er ikke tvilsomt at opplysninger om dette var kvalifisert kursrelevant for selskapets aksjer. Opplysninger skulle da ha vært offentliggjort umiddelbart.

Informasjonsplikten er ikke betinget av at opplysningene stadfestes eller gis behandling i selskapets styre. Dersom det er vanskelig å gi en presist tallfesting, må det under enhver omstendighet informeres om at de offisielle anslagene inneholder vesentlige feil og at selskapet så snart praktisk mulig vil gi et korrigert anslag.

En annen forståelse og praktisering av informasjonsplikten vil kunne medføre at investorene gjennomfører handel på kurser som reflekterer et feilaktig informasjonsgrunnlag.

Det følger av børsforskriftens § 25-5 at Børsstyret ved brudd på børsforskriften kan ilegge et overtredelsesgebyr. Etter en helhetsvurdering finner imidlertid Oslo Børs at saken etter sin art ikke er så alvorlig at den kvalifiserer for en slik reaksjon. Det er i denne vurderingen også lagt vekt på den relativt uoversiktlige situasjon som forelå både med hensyn til kompleksitet og de økonomiske konsekvenser. Oslo Børs finner imidlertid grunn til å kritisere Smedvig for bruddet på informasjonsplikten. Oslo Børs vil gjøre kritikken kjent i markedet ved vedlagte utkast til pressemelding. Pressemeldingen vil bli offentliggjort den 28. oktober 1998 kl. 09.00.

5.7. Informasjonsformidling

Det vises til sirk nr 3/99. Oslo Børs har akseptert at det kan benyttes eksterne informasjonsformidlere forutsatt at børs- og verdipapirrettslige regler overholdes.

5.8. Enkelte forhold knyttet til informasjonsplikt

Det har vært reist spørsmål om og i såfall hvilke opplysninger som må offentliggjøres ved intensjonsavtaler. Oslo Børs besvarte en henvendelse om dette i brev av 21. juli 1998

Informasjonsplikt knyttet til inngåelse av «heads of agreement»

.....

Generelt når det gjelder den avtalte kjøpesummen, understreker vi at dette kan være en kursrelevant opplysning i forhold til børsloven § 4-7, jf børsforskriften § 5-2 første ledd. Det forhold at den endelige kjøpesummen først vil kunne fastsettes etter en utført due diligence, endrer ikke det forholdet at kjøpesummen må opplyses dersom opplysningene om denne er kursrelevant i forhold til ovennevnte bestemmelser. Det vil i forhold til informasjonsplikten ikke være anledning til å unndra kjøpesummen fra offentliggjøring som en forretningshemmelighet, dersom summen er kursrelevant.

Vi legger til grunn selskapets vurdering av at informasjonsplikten anses oppfylt gjennom utkastet til melding. Hvorvidt vederlaget for avtalen er kursrelevant i denne sammenheng, må selskapet selv vurdere. Dersom selskapets vurdering er at det er den strategiske betydningen av avtalen som er kursrelevant og ikke vederlagets størrelse, vil informasjonsplikten være oppfylt ved offentliggjøringen av at det er inngått en avtale.

Det er imidlertid et spørsmål om meldingen i tilstrekkelig grad klargjør at det dreier seg om en virksomhetsovertagelse med en hel eller delvis overtagelse av X's norske virksomheter. Det kan i såfall være relevant å gi en beskrivelse av virksomheten og antall ansatte i den/de virksomheter som erverves. Motivet for ervervet, beskrivelse av strategi og synergieffekter osv, legger vi til grunn at Y mener er dekket av utkastet til melding.

.....

6. Tilbudspunkt

6.1. Generelt

6.2. Konsolidering

Spørsmål om tilbudspunkt etter verdipapirhandelloven § 4-6

Spørsmålet gjaldt forholdet mellom ny og gammel lov.

I et brev av 2. november 1998 ble det gitt slikt svar på spørsmål om ovennevnte:

.....

Spørsmålet er om det utløses tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 4-6 i en situasjon som i Deres telefax er beskrevet slik:

«En gruppe aksjonærer som vi for denne problemstilling forutsetter at er en identifisert gruppe som nevnt i Vphl § 4-5, vurderer å kjøpe aksjer i et børsnotert selskap. Eierandel etter et eventuelt kjøp er usikkert. Gruppen eier i dag ca 42,5 % av selskapets aksjer, og har ikke tidligere vært i en tilbudspliktig situasjon. På tidspunktet for verdipapirhandellovens ikrafttredelse eide gruppen over 45 % av aksjene, men har altså senere solgt seg ned til nevnte eierandel.»

Verdipapirhandelloven § 4-6 lyder:

«Aksjeeier eller en identifisert gruppe som eier aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et børsnotert selskap og ikke har gitt tilbud i samsvar med bestemmelsene om pliktig tilbud, plikter ved et hvert etterfølgende erverv som ikke faller inn under et unntak som nevnt i § 4-2, å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet med mindre det foretas salg i samsvar med § 4-8, jf. § 4-9.

Første ledd gjelder ikke aksjeeier eller identifisert gruppe som

- 1. ved lovens ikrafttredelse eier mer enn 45 prosent av aksjene i et børsnotert selskap, eller*
- 2. ved opptak til børsnotering eier mer enn 40 prosent av aksjene i selskapet.»*

Bestemmelsen tar i følge forarbeidene sikte på at tilbudsplikt skal utløses ved første erverv etter at:

- tilbudspliktgrensen tidligere er passert gjennom et erverv som er unntatt fra tilbudsplikt iht § 4-2 (arv, gave, fusjonsvederlag mv), jf Ot prp nr 29(1996-97) side 69, 72, eller*
- det tidligere er inntrådt et forhold som gjør at flere aksjonærer skal konsolideres iht § 4-5 og gjennom konsolideringen passerer tilbudspliktgrensen, jf at konsolidering i seg selv ikke utløser tilbudsplikt, jf Ot prp nr 29 (1996-97) side 72, eller*
- en aksjonær eller konsolidert gruppe eide mellom 40 og 45 % av aksjene i et selskap da tilbudspliktgrensen ved lovens ikrafttredelse ble nedsatt fra 45 til 40 %, jf Ot prp nr 29(1996-97) side 69.*

Ut fra lovens ordlyd og hensynene bak bestemmelsen legger Oslo Børs til grunn at tilbudsplikt i den beskrevne problemstilling ikke utløses etter verdipapirhandelloven § 4-6. For ordens skyld nevnes at tilbudsplikt likevel kan utløses etter verdipapirhandelloven § 4-1 (eller § 4-2 annet ledd) ved den samme transaksjonen dersom en aksjonærer alene eller sammen med en eller flere av de andre aksjonærene som utgjør den identifiserte gruppen gjennom ervervet blir eier av mer enn 40 % av aksjene i selskapet.

Leif O. Høegh & Co ASA - spørsmål om tilbudsplikt ved overføringer mellom konsoliderte aksjeeiere

Saken ble behandlet av børsstyret den 4. november 1998.

.....

1. Innledning

Saken gjelder spørsmål om en aksjonærgruppe bestående av Leif O. Høegh og Morten W. Høegh (heretter partene) har tilbudsplikt i henhold til reglene i verdipapirhandelloven kap 4, etter at de den 23. september 1998 indirekte ervervet 11,18 % av aksjene i Leif O. Høegh & Co ASA (Selskapet). Aksjene ble ervervet fra Harald Høegh som tilhørte den samme aksjonærgruppen. Gjennom ervervet ble Leif O. Høegh og Morten W. Høegh indirekte eier av aksjer som representerte mer enn 40 % av stemmene i selskapet.

I henhold til verdipapirhandelloven § 4-8 annet ledd skal børsen uoppfordret treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser når det ikke er gitt melding om tilbudsplikt eller tilbudsplikten på annen måte bestrides.

.....

Ved børsintroduksjon av selskapet i 1987 kontrollerte Leif Høeghs to sønner Ove og Westye Høegh sammen med sine sønner majoriteten av selskapets aksjer gjennom flere familieeide selskaper, hvorav selskapene Parkveien 55 AS og Aequitas AS hadde de største aksjepostene.

Familien Høegh har siden stiftelsen av Leif Høegh & Co ASA inngått i en aksjonærgruppe.

Da reglene om tilbudsplikt ble innført i 1990 eide aksjonærer som tilhørte familien Høegh direkte eller gjennom selskaper eiet av en eller flere familiemedlemmer, tilsammen 59,35 % av selskapets aksjer fordelt på følgende måte:

Ove Høegh	13,23 %
Westye Høegh	13,23 %
Liv Høegh	0,16 %
Leif O. Høegh	8,23 %
Thomas C. Høegh	8,23 %
Morten W. Høegh	8,14 %
Harald Høegh	8,13 %

For nærmere beskrivelse av aksjonærenes indirekte aksjeeie vises til vedlegg til BAHRs brev 8. oktober.

I august 1998 besto aksjonærgruppen av følgende familiemedlemmer som gjennom selskaper eide tilsammen 52,89 %:

Leif O. Høegh	24.60 %
Morten W. Høegh	13.60 %
Harald A. Høegh	11.18 %
Westye Høegh	3.51 %

For nærmere beskrivelse av hvilke selskaper familiemedlemmene eide aksjene gjennom, og hvilken eierandel hvert medlem hadde i disse, vises til vedlegg til BAHRS brev 8. oktober. Selskapsstrukturen og eierandeler fremgår av skisse i vedlegg til BAHRS brev av 7. oktober.

Den 22. eller 23. september 1998 overførte Harald Høegh de aksjene han eide i Selskapet til sin bror Morten W. Høegh og sin fetter Leif O. Høegh. Pris pr. aksje var kr 90 pr aksje, som tilsvarte sluttkurs over børs 23. september. Det vises til børsmeldinger datert 23. september 1998. Transaksjonen er gjort dels ved salg av aksjeselskap som var heleiet av Harald Høegh og ikke hadde annen virksomhet enn aksjene i Selskapet, dels ved at heleiet selskap solgte sine aksjer i Selskapet. Aksjene er i hovedsak overdratt til et selskap som direkte og indirekte kontrolleres av Morten og Leif Høegh med like stor del hver (Aequitas AS). Harald Høegh eier således verken direkte eller indirekte aksjer i selskapet etter dette, mens aksjonærgruppen består av følgende familiemedlemmer:

<i>Leif O. Høegh</i>	<i>25,01 %</i>
<i>Morten W Høegh</i>	<i>24,55 %</i>
<i>Westye Høegh</i>	<i>3.51 %</i>

Det vises til vedlegg til BAHRS brev av 8. oktober med skisse av eierstrukturen etter 23. september 1998. Fusjon av mellomliggende selskaper med Aequitas AS er i påvente av kreditorfrist ikke gjennomført, uten at det har betydning for saksforholdene her.

Den kompliserte eierstrukturen kan gjøre saksbildet noe komplisert. Partene og børsen er imidlertid enige om at det faktum at aksjene eies av mellomliggende selskaper, og at overdragelsen dels har foregått ved overdragelse av aksjer, ikke har betydning i forhold til spørsmål om tilbudsplikt, jf verdipapirhandelloven § 4-1 annet ledd og § 4-5, jf § 1-5 nr 3 og 4. Spørsmålet kan således avgjøres som om aksjene eies og erverves direkte av de angitte familiemedlemmene.

Det legges til grunn at de familiemedlemmer som til enhver tid har vært omfattet av aksjonærgruppen som beskrevet ovenfor, har/hadde et «forpliktende samarbeid når det gjelder å gjøre bruk av rettigheter som eier av et finansielt instrument», jf verdipapirhandelloven § 1-5 nr 5, som medfører at aksjeeiet skal konsolideres etter verdipapirhandelloven § 4-5. Gruppen ville også vært konsolidert etter tilsvarende bestemmelser i verdipapirhandelloven av 1985 (endringslov av 1989, ikraft 6. april 1990).

Om det er oppstått tilbudsplikt ved tidligere transaksjoner, har ikke vært vurdert av børsen. Partene har imidlertid opplyst at dette ikke er tilfelle, jf BAHRS 8. oktober 1998.

.....

4. Rettslig utgangspunkt

Hovedregelen om tilbudsplikt fremgår av verdipapirhandelloven § 4-1. Bestemmelsens første ledd og annet ledd nr 1 lyder:

«Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs (børsnoterte selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med § 4-8 jf. 4-9.

Som erverv etter første ledd regnes også erverv av

- *1. aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et selskap som nevnt i første ledd,*
- *..»*

§ 4-5 om konsolidering lyder:

«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.»

I § 4-2 første ledd fremkommer at erverv i form av arv eller gave, vederlag ved skifte, eller vederlag ved fisjon eller fusjon ikke utløser tilbudsplikt, se dog tredje ledd. § 4-2 annet ledd lyder:

«Tilbudsplikt etter § 4-1 inntreer ikke ved erverv fra en vedkommende er identifisert med etter § 4-5, med mindre erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet.»

Etter verdipapirhandelloven § 4-6 utløses også tilbudsplikt for aksjeeier eller gruppe som eier mer enn tilbudspliktgrensen uten at tilbudsplikt er utløst, f.eks. ved en ervervs måte som er unntatt § 4 -2. Bestemmelsen gjelder etter § 4-6 annet ledd:

«.....ikke aksjeeier eller identifisert gruppe som

- *1. ved lovens ikrafttredelse eier mer enn 45 prosent av aksjene i et børsnotert selskap, eller*
- *2. ved opptak til børsnotering eier mer enn 40 prosent av aksjene i selskapet. «*

Den nye verdipapirhandelloven trådte i kraft 1. desember 1997. Med unntak av bestemmelsen i § 4-6 annet ledd nr 1 er det ikke fastsatt overgangsregler fra de tidligere bestemmelser om tilbudsplikt i verdipapirhandelloven av 1985.

Etter § 4-8 skal den som har tilbudsplikt straks gi melding om dette til børsen og til selskapet når tilbudsplikt inntreer. I meldingen skal det angis om det vil bli fremsatt tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet eller om det vil foretas salg i henhold til § 4-9, som da må foretas innen 4 uker etter at tilbudsplikten inntrådte. Etter § 4-8 annet ledd skal børsen dersom det ikke gis melding om tilbudsplikt, eller tilbudsplikten på annen måte bestrides, treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser.

.....

6. Børsstyrets vurderinger

Børsen skal i henhold til verdipapirhandelloven § 4-8 annet ledd «treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser» dersom det ikke gis melding eller tilbudsplikten på annen måte bestrides. Børsstyret har som følge av den tvil som har hersket i tilknytning til om den aktuelle transaksjonen utløser tilbudsplikt, av eget tiltak besluttet å ta spørsmålet til behandling.

Saken reiser i utgangspunktet to spørsmål; om overtakelser innen konsolidert gruppe utløser tilbudsplikt og om det gjelder et unntak for konsoliderte grupper i børsnoterte selskaper som ble etablert før reglene om tilbudsplikt ble innført i 1990.

Verdipapirhandelloven § 4-2 annet ledd regulerer tilbudsplikt ved overføringer innen konsolidert gruppe. Bestemmelsen angir at tilbudsplikt inntreder dersom «erhververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet».

I henhold til bestemmelsens ordlyd, utløses tilbudsplikt ved interne overføringer også i de tilfeller hvor ingen i gruppen etter overføringen overstiger grensen på individuell basis. Det er følgelig tilstrekkelig - slik tilfellet er i denne saken - at to aksjonærer tilsammen overstiger grensen.

Samme løsning følger for øvrig av lovens forarbeider (NOU 1996:2 side 118, jf Ot prp nr 29 (1996-97) side 72 og Innst O nr 83 (1996-97) side 32.) Som utgangspunkt utløses derfor tilbudsplikt ved den aktuelle overdragelsen.

Neste spørsmål er om § 4-2 annet ledd kan tolkes innskrenkende for såvidt gjelder overføringer innen en konsolidert gruppe som hadde mer enn 45 % av de stemmeberettigede aksjene i et selskap ved reglens ikrafttredelse 1. desember 1997.

På den ene siden er reglene om tilbudsplikt objektivt utformet. De gir ikke spillerom for skjønn. Loven inneholder flere unntak, for eksempel for arv, gave, skifte, fisjon og fusjon, jf § 4-2 første ledd og for visse institusjoner etter § 4-3. § 4-4 åpner dessuten for at børsen kan gjøre unntak etter § 4-4 der selskapets aksjer er notert på flere børser. Det kan hevdes at lovens objektive utformede tilbudspliktregler tilsier at oppregningen av unntak er uttømmende.

Børsstyret er på den annen side enig med partene i at hensynet til sammenheng mellom de ulike tilbudspliktreglene i verdipapirhandelloven taler for en innskrenkende fortolkning av § 4-2 annet ledd i lys av § 4-6 annet ledd nr 1. Konsekvensen av en slik fortolkning vil bli at det innfortolkes en overgangsregel også i de tilfellene som reguleres av § 4-2 annet ledd.

I henhold til § 4-6 annet ledd nr 1 kan en konsolidert gruppe lik den gruppen man her står overfor, kjøpe aksjer fra eksterne uten at tilbudsplikt utløses.

Etter børsstyrets oppfatning har det neppe vært lovgivers intensjon at samme gruppe skal kunne kjøp aksjer fra eksterne uten at tilbudsplikt utløses, mens tilbudsplikt skal utløses ved kjøp av aksjer fra andre i gruppen.

Det faktiske utgangspunkt for de tilfeller som primært reguleres i § 4-2 annet ledd er dessuten et annet enn partenes utgangspunkt i denne saken: Høegh-familien inngikk i en gruppe allerede ved børsintroduksjonen i 1987, og var konsolidert gruppe som hadde mer enn 45 % av de stemmeberettigede aksjene i selskapet ved verdipapirhandelloven av 1997's ikrafttredelse.

Som partene anfører, vil en slik gruppe aldri kunne sies «å søke å erverve mer enn 40 % av aksjene uten å bli pålagt tilbudsplikt» (NOU 1996:2 side 118).

Børsstyret er også enig med partene i «at den legislative begrunnelse for verdipapirhandelloven § 4-2 annet ledd - å unngå at aksjonærer blir eiere av mer enn 40 % uten at dette medfører tilbudsplikt» - taler for at innskrenkende fortolkning av bestemmelsen i det foreliggende tilfellet.

En innskrenkende fortolkning av § 4-2 annet ledd i overgangstilfeller vil heller ikke medføre at børsen kan gjøre unntak fra tilbudsplikten i enkelttilfeller basert på en konkret rimelighetsvurdering. Konsekvensen av børsstyrets vedtak vil være at § 4-2 annet ledd gis begrenset rekkevidde på tilsvarende måte som det er gjort unntak i overgangsbestemmelsen i § 4-6 annet ledd nr 1.

Heller ikke reelle hensyn tilsier at partene pålegges tilbudsplikt. § 4-2 annet ledd er delvis begrunnet i ønsket om å unngå omgåelsen av reglene om tilbudsplikt (NOU 1996:2 side 118. 4. avsnitt).

Børsstyret er enig med partene i at dette hensyn ikke slår til i et tilfelle hvor en gruppe aksjonærer allerede var konsolidert da tilbudspliktregelen ble innført i verdipapirhandelloven 1985 ved en lovendring i 1990.

De øvrige aksjonærene i selskapet har for øvrig ingen berettiget forventning om at tilbudsplikt pålegges. I denne sammenheng vises til børsens høringsuttalelse i Ot prp nr 29 (1996-97) side 69 under avsnittet i «Tilbudsplikt gjennom erverv». Her heter det at der en aksjonær allerede har mer enn 45 % før lovens ikrafttredelse, har de øvrige aksjonærene ingen forventninger om noen endring i situasjonen. Departementet inntok etter dette et nytt annet ledd i § 4-6 i forhold til forslaget i NOU 1996:2 side 220. Tilsvarende betraktning, som børsen ga uttrykk for, kan gjøres gjeldende i forhold til § 4-2 annet ledd. Partene har påberopt seg avgjørelsen i Wilhelmsen-saken (vedtak i børsstyret 11. november 1996) til støtte for at tilbudsplikt ikke kan pålegges. For det første hevdes at lovgiver etter denne saken hadde «konkret oppfordring til å ta avstand fra løsningen i «Wilhelmsen-saken» dersom dette hadde vært ønskelig». Etter partenes oppfatning bør saken være retningsgivende for løsningen av det aktuelle spørsmålet om tilbudsplikt fordi den aktuelle

problemstilling ikke er drøftet i Odelstingsproposisjonen og det heller ikke tas avstand fra avgjørelsen.

Etter børsstyrets oppfatning er det mer nærliggende å tolke forarbeidene dithen at lovgiver ikke har vurdert den aktuelle problemstilling.

Børnstyret er heller ikke enig i at hensynet til likebehandling tilsier at tilbudsplikt ikke skal pålegges i saken. Avgjørelsen i Wilhelmsen-saken ble truffet etter reglene i verdipapirhandelloven 1985 hvor det ikke forelå noen bestemmelse tilsvarende dagens verdipapirhandellov § 4-2 annet ledd. Den tidligere praksis kan derfor vanskelig sees å ha betydning i forhold til den uttrykkelige regel som nå gjelder.

Børnstyret finner etter dette at hensynet til sammenhengen i regelverket tilsier at verdipapirhandelloven § 4-2 annet ledd om overdragelse innenfor konsolidert gruppe, må tolkes innskrenkende i lys av § 4-6 annet ledd nr 1. Det legges ved fortolkningen vekt på at Høegh-familien allerede indirekte kontrollerte majoriteten av aksjene i selskapet ved børsintroduksjonen i 1987 og at familien også hadde kontroll over majoriteten av aksjene ved innføringen av regler om tilbudsplikt i 1990. De hensyn som begrunner tilbudsplikt generelt og spesielt i tilknytning til bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 4-2 annet ledd kan ikke sees å gjøre seg gjeldende i dette tilfellet.

Børnstyret fattet etter dette følgende vedtak:

«Børnstyret vedtok at Leif O. Høeghs og Morten W. Høeghs indirekte erverv av Harald A. Høeghs aksjer i Leif O. Høegh & Co ASA den 23. september 1998 ikke utløser tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven kap 4.

Vedtaket kan påklages til børsklagenemnden innen 2 -to- uker i henhold til reglene i børsforskriften kap 26.»

6.3. Enkelte forhold knyttet til tilbudsplikt

I brev av 12. november 1998 tok Oslo Børs stilling til spørsmålet om å fastsette at det historisk har foreligget tilbudsplikt. Brevet følger opp og utdyper tidligere praksis knyttet til bl.a. Morgan Grenfell-saken. Svaret gjelder kun spørsmålet om tilbudsplikt og innebærer ikke at et slikt forhold ikke undersøkes på annet grunnlag.

.....

Verdipapirhandelloven § 4-8 pålegger den som rammes av tilbudsplikt etter lovens § 4-1 til § 4-6 straks tilbudsplikten inntreffer å gi melding om dette til vedkommende selskap og børsen. I meldingen skal det opplyses om det vil bli fremsatt tilbud eller om det vil bli foretatt et nedsalg i henhold til § 4-9. Børsen er, dersom ikke melding gis eller tilbudsplikten bestrides, iht lovens § 4-8 annet ledd tillagt kompetanse til å treffe «vedtak vedrørende de spørsmål

saken reiser». Etter lovens § 12-6 har aktørene plikt til å gi opplysninger som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt. Opplysningsplikten er sanksjonert ved daglig mulkt etter § 14-1. Børsen er videre tillagt kompetanse til å godkjenne et tilbudsdokument etter § 4-14.

Oslo Børs legger til grunn at børsen har kompetanse til å iverksette nødvendige undersøkelser knyttet til om det foreligger tilbudsplikt. Tilbudspliktrezimet forutsetter i utgangspunktet at den tilbudspliktige gir melding til børsen om at det foreligger tilbudsplikt. Dersom slik melding ikke gis og børsen har foranledning til å undersøke saken nærmere, igangsettes rutinemessig slike undersøkelser for å avklare om tilbudsplikt foreligger.

Tilbudspliktrezimets formål er å gi de øvrige aksjonærer en mulighet til å selge seg ut av sine posisjoner som følge av at en eller flere aksjonærer er kommet i en kontrollerende posisjon i selskapet, jfr NOU 1996:2 pkt 9.3.1 Sanksjonsapparatet er tilpasset dette formålet, jfr ovennevnte pkt 9.3.18.

Børsens kompetanse er etter sin art innrettet på å avklare om tilbudsplikt faktisk på et gitt tidspunkt foreligger. Det vises til ordlyden i § 4-1 hvor det heter; «Den som blir eier av aksjer...plikter å gi tilbud på kjøp av de øvrige aksjene i selskapet».

Det vises i den sammenheng videre til at sanksjonsapparatet er begrenset til tvangssalg etter § 4-20 samt at et brudd på reglene om tilbudsplikt ikke er straffesanksjonert. I tillegg kommer at det kan iverksettes frivillig salg etter § 4-9 og at salget dermed kan bringe vedkommende aksjonær ut av tilbudsplikt-situasjonen.

Oslo Børs har tidligere på prinsipielt grunnlag tatt stilling til om undersøkelser omkring tilbudsplikt skal iverksettes på et tidspunkt hvor det er synes klart at tilbudsplikt ikke lenger foreligger. Ut i fra formålet med tilbudsplikten og det sanksjonsapparat vi er tillagt, har vi ikke funnet grunn til å undersøke slike saker nærmere eller å konkludere i ettertid om tilbudsplikt på et gitt tidspunkt har foreligget.

Dersom noen har vært «uoppdaget» i en tilbudspliktsituasjon og så selger seg ned slik at tilbudsplikten bortfaller, kan dette etter omstendighetene være klanderverdig. Børsens kompetanse er imidlertid ikke innrettet på å konkludere om det kan ha foreligget tilbudsplikt for deretter å dele ut karakteristikk av aktørene.

De avgjørelser børsen må ta i tilbudspliktsituasjoner kan være vanskelige både juridisk og bevismessig, særlig gjelder det i spørsmål om tilbudsplikt ut i fra kontroll gjennom en konsolidert gruppe. En konklusjon som går ut på at det historisk sett har foreligget tilbudsplikt, men som ikke munner ut i et vedtak som kan sanksjoneres, vil kunne være av betydning sivilrettslig og for den påståtte tilbudspliktiges anseelse. Men en slik avgjørelse vil ikke være et vedtak som er gjenstand for klage til børsklagenemnden etter børsloven § 6-4 jfr børsforskriften § 26-1. Etter sikker praksis er det vedtak i forvaltningsrettslig forstand (bestemmende for rettigheter eller plikter), jfr forvaltningsloven § 2 som er gjenstand for

klage. På en slik bakgrunn vil børsen vike tilbake fra å konkludere i saker hvor det ikke er spørsmål om faktisk tilbudsplikt.

.....

Ad tilbud om kjøp av aksjene i X - selskapets uttalelse

I brev av 17. juni 1998 tok Oslo Børs stilling til spørsmål knyttet til selskapets uttalelse etter vphl § 4-16 hvor styremedlem har angitt tilbudet.

.....

På bakgrunn av tilbud fra Y, et selskap som kontrolleres av Z, om kjøp av samtlige aksjer i X, og at Z er styreformann i X, har selskapet og tilbyder bedt børsen avgjøre hvem som skal avgi uttalelse om tilbudet på vegne av selskapet.

Selskapet skal avgi uttalelse om tilbudet etter nærmere regler i verdipapirhandelloven § 4-16. Etter bestemmelsens fjerde ledd skal børsen avgjøre hvem som skal avgi uttalelsen når «noen som er medlem av styret i selskapet» har fremsatt tilbudet.

Selskapet har på vår forespørsel uttalt seg om spørsmålet i gårsdagens telefonsamtaler.

Børsen har med hjemmel i verdipapirhandelloven § 4-16 fjerde ledd besluttet at X's uttalelse om tilbudet skal avgis av styret i selskapet. Det forutsettes at styremedlemmer som er inhabile etter aksjeloven 8-11 ikke deltar i styrebehandlingen av saken. Børsen ber dessuten selskapet vurdere å innhente en uavhengig vurdering som veiledning for aksjonærene.

.....

Nedkviktering av garanti - pliktig tilbud til aksjonærene i X

I brev av 20. juli 1998 ble spørsmål om fremgangsmåten for nedkviktering av garanti avklart:

Det vises til Deres brev av 14. juli 1998 samt vår telefonsamtale 17. juli 1998. Som meddelt har vi ingen vesentlige bemerkninger til det foreliggende utkastet. Vi ber imidlertid om at det eventuelt opplyses om det foreligger aksepter eller forsøk på aksepter, som er avvist eller omtvistet på annen måte.

I "fase 2" kan garantien nedkvikteres ytterligere etterhvert som det foreligger dokumentasjon for endelig betaling av de aksjer som er kjøpt under tilbudet, jfr forskrift om garanti ved fremsettelse av pliktig tilbud § 4.

For erklæringer om nedkviktering, har Oslo Børs lagt til grunn at disse må være utstedt av børsmedlem eller annen institusjon, som børsen har tillit til at kan organisere oppgjøret på en forsvarlig måte. Erklæringen må være signert av en person som må antas å ha tilstrekkelig fullmakt. Dersom det foreligger uklarheter omkring oppgjøret, er tatt forbehold eller vi har grunn til å tro at opplysningene ikke er riktige, vil vi måtte være tilbakeholdne med å godta noen form for reduksjon/nedkviktering av ansvaret under garantien.

.....

Garanti for pliktig tilbud om kjøp av samtlige aksjer i X

I brev av 27. august 1997 ble ovennevnte fulgt opp:

Det vises til Deres telefax av 26. august 1998 med anmodning om Oslo Børs' samtykke til nedkviktering av garanti gjengitt tilbudsdokument datert 7. juli 1998 vedrørende tilbud fremmet av Y., som er stillet av Z, og Æ på vegne av tilbyder. Det er anmodet om at garantien tillates nedkvittert til kr

.....

Oslo Børs har på anmodning samtykket i at garantien kunne nedkvikteres fra kr til i brev av 12. august 1998 basert på tilretteleggers opplysninger om det antall aksjer som var akseptert solgt under tilbudet. Den 24. august 1998 samtykket Børsen videre i at garantien kunne nedkvikteres ytterligere til kr basert på dokumentasjon for oppgjør av aksjer som var akseptert solgt. Det gjenstående beløp består av aksepter som er omtvistet, aksepter hvor det i følge tilrettelegger ikke er levert aksjer i henhold til aksepten, samt et beløp som tilsvarer forsinkelsesrente i 4 uker av det opprinnelige garantibeløpet. Anmodningen om nedkviktering gjelder iht Deres telefax det beløp som tilsvarer forsinkelsesrenten forsåvidt gjelder den del av garantien som er akseptert nedkvittert.

Etter forskrift av 15. desember 1997 om krav til garanti ved fremsettelse av pliktig tilbud § 5 skal garantien være gjeldende i «tilbudsperioden, oppgjørsperioden og for en periode på 4

uker fra oppgjørsfristens utløp». Krav under garantien skal kunne gjøres gjeldende i 4 uker fra oppgjørsfristens utløp. Etter § 4 kan Oslo Børs likevel akseptere en reduksjon av garantibeløpet basert på opplysninger om det antall aksjer som var akseptert overdratt under tilbudet. I tillegg vil garantibeløpet bli akseptert redusert med beløp tilsvarende det som er dokumentert endelig betaling for aksjer kjøpt under tilbudet.

I henhold til praksis, som også bygger på tidligere lov, er nedkvittring som hovedregel akseptert i den utstrekning den gjenstående del av garantien omfatter en viss margin for å dekke eventuelle feil ved de opplysninger som ligger til grunn for samtykke til nedkvittring. Dels er dette praktisert ved at nedkvittring basert på antall aksepter under tilbudet er gjort slik at det omfatter en uttrykkelig margin, eller slik at et beløp tilsvarende renter for det nedkvittrerte beløpet gjenstår i garantien. Praksis er ikke helt entydig, og det finnes eksempler på at full nedkvittring er akseptert før garantiperiodens utløp.

Av den garanti som anmodes nedkvittrert ytterligere gjenstår nå kun en svært begrenset andel av et det opprinnelige garantibeløp. Den gjenstående garantitiden utgjør ca. 10 dager fra i dag. At det er risiko for feil i opplysninger gitt til børsen, underbygges av at tilbyders første anmodning om nedkvittring var basert på unøyaktige opplysninger, som riktignok ble korrigert senere.

Oslo Børs finner på denne bakgrunn ikke tilstrekkelig grunnlag for å fravike den hovedregel som er fulgt vedrørende nedkvittring, og som er begrunnet blant annet i at børsens nedkvittring bygger på opplysninger fra tilbyders tilrettelegger. Oslo Børs vil på denne bakgrunn ikke akseptere ytterligere nedkvittring av ovennevnte garanti.

.....

I et brev av 25. februar 1998 ble spørsmål om betydningen av feil ved tilbudsdokument behandlet:

1. Faktum - oppsummering

X fremsatte i november 1997 pliktig tilbud overfor aksjonærene i Y. I henhold til tilbudsdokumentet skulle tilbudsperioden vare fra 12. november 1997 til og med 10. desember 1997.

I siste del av tilbudsperioden ble alle aksjonærer som eide mellom 1 og 50 aksjer kontaktet og særlig anmodet om å akseptere tilbudet. Disse aksjonærene fikk anledning til å sende akseptblanketten til tilrettelegger til og med 12. desember 1997, det vil si to dager etter utløpet av tilbudsperioden. Henvendelsen til disse aksjonærene hadde sin bakgrunn i at man av erfaring visste at de i stor utstrekning ikke leste tilbudsdokumentet eller kunne ha vanskeligheter med å oppfatte innholdet.

Z, som var en av de større aksjonærene i Y aksepterte ikke tilbudet fra X innen 10. desember 1997. Selskapets representant tok kontakt med tilrettelegger, Æ, den 11. desember 1997, og forespurte om det var anledning til å sende inn akseptblanketten selv om fristen var utløpt.

Det ble gitt slik aksept, og Z sendte sin akseptblankett til tilrettelegger. Under henvisning til at det kun var aksjonærer som eide inntil 50 aksjer som hadde mulighet for å akseptere tilbudet etter utløpet av tilbudsperioden, er imidlertid Z's aksept ikke blitt godtatt. Z har anmodet Oslo Børs om å se nærmere på forholdene.

2. Oslo Børs' vurderinger og konklusjon

Tilbudsdokumentet fra X angir, i samsvar med verdipapirhandelloven § 1-5 syvende ledd, tilbudsperioden. Det fremgår av tilbudsdokumentet at tilbudsperioden varte frem til 10. desember 1997 uten forbehold om en eventuell forlengelse. Tilbudsdokumentet er for øvrig godkjent av Oslo Børs.

Det er i brevet fra advokat Æ anført at tilbudet til aksjonærene som eide inntil 50 aksjer var et nytt tilbud fra X, uavhengig av det pliktige tilbudet. Oslo Børs er ikke enig i dette, ettersom det er en klar og direkte sammenheng mellom henvendelsen til disse aksjonærene og det pliktige tilbudet som ble fremsatt av X. Dette understrekes ytterligere av det forhold at aksjonærer som fikk anledning til å akseptere tilbudet etter utløpet av tilbudsperioden måtte benytte akseptblanketten som var tilsendt i forbindelse med det pliktige tilbudet. På denne bakgrunn må henvendelsen til disse aksjonærene vurderes i lys av verdipapirhandellovens regler om pliktig tilbud.

Videre er det anført fra advokat Ø at det forelå en gyldig muntlig aksept innen tilbudsperiodens utløp fra aksjonærer som aksepterte tilbudet etter 10. desember. En slik eventuell muntlig aksept er imidlertid uten betydning ettersom det fremgår av tilbudsdokumentet at tilbudet aksepteres ved å fylle ut og undertegne akseptblanketten, og at skriftlig aksept må være mottatt innen utløpet av tilbudsperioden.

Tilbudsdokumentet fra X var godkjent i den form som det ble sendt til aksjonærene i Y. Det fremgikk ikke av tilbudsdokumentet at det var mulig å forlenge tilbudsperioden. Tilbudsdokumentet representerer et bindende dokument og som, etter at det er godkjent av Oslo Børs, i prinsippet ikke kan endres. Den forlengelse som her ble foretatt, skulle under enhver omstendighet ha vært klarert og godkjent av Oslo Børs, hvilket ikke ble gjort av X.

X har ikke forholdt seg til de vilkårene som fremkom i tilbudsdokumentet, og har således ikke opptrådt i samsvar med verdipapirhandelloven § 1-5 syvende ledd.

Videre har X ikke behandlet aksjonærene i Y likt, ved at det kun var aksjonærer som eide inntil 50 aksjer som ble gitt anledning til å akseptere tilbudet etter utløpet av den angitte tilbudsperioden. Dette strider mot lovens forutsetning om at pliktig tilbud skal være likt overfor alle aksjonærer.

Det følger imidlertid av de faktiske omstendigheter i denne saken at det ikke vil være mulig å gjenopprette likebehandling ved å pålegge X å akseptere alle tilbudene som ble fremsatt innen den forlengede akseptfristen fordi de andre aksjonærene ikke var kjent med forlengelsen.

Såvidt vi er kjent med, er det kun Z som aksepterte innenfor utløpet av den forlengede fristen, men hvor aksepten ble avvist. Et pålegg om at X skulle akseptere Z 's aksept, ville ført til en ytterligere forskjellsbehandling overfor de aksjonærer som ikke var innforstått med forlengelsen av tilbudsperioden.

Etter Oslo Børs' oppfatning er de feil som er begått ikke av en slik art at X ikke kan anses for å ha fremsatt og gjennomført et pliktig tilbud i henhold til verdipapirhandellovens regler. Vi kan vanskelig se at Oslo Børs under disse forutsetningene har hjemmel til å pålegge X å godta Z's aksept. Investorer som mener seg rammet av forskjellsbehandlingen henvises til å ta dette direkte opp med selskapet.

7. Likebehandling

Garantikonsortium ved kapitalforhøyelse - likebehandling

I brev av 10. juni 1998 ble ovennevnte behandlet:

.....

Oslo Børs legger til grunn at prinsippet om likebehandling i børsforskriften § 23-8 første ledd også gjelder ved etablering av garantikonsortium ved en offentlig emisjon hvor det blant garantistene finnes eksisterende aksjeeiere og hvor disse er gitt fortrinnsrett til tegning og tildeling av en andel av emisjonsbeløpet.

Det understrekes at det er selskapets ansvar å påse at kravet til likebehandling i børsforskriften § 23-8 og de aksjerettslige likebehandlingsprinsipper slik disse kommer til uttrykk i aksjeloven § 8-14 og § 9-16, etterleves.

I en sammenheng som dette er det vanskelig for børsen å overprøve styrets konkrete skjønn. Vi forutsetter at etableringen av konsortiet er skjedd på markedsmessige betingelser. Vurderingen av om det foreligger markedsmessige betingelser legger vi som utgangspunkt til grunn skjer på det tidspunktet konsortiet etableres. Det kan tenkes unntak fra dette utgangspunktet blant annet hvor den omstendighet at et konsortium lar seg etablere, påvirker kursen på selskapets aksjer.

Vi legger i denne sammenheng til grunn de opplysninger som fremkommer om en eventuell forskjellsbehandling mellom aksjeeierne er saklig begrunnet ut fra selskapets eller aksjeeiernes felles interesse.

8. Medlemskap og medlemmers opptreden

8.1. Generelt

8.2. Vilkår for børsmedlemsskap

Søknad om fritak fra kravet om regelmessig deltagelse i kursnoteringene

Børsstyret behandlet den 17. mars 1998 en sak om ovennevnte.

.....

1. Sakens bakgrunn

I henhold til børsforskriften § 12-2 første ledd skal børsmedlemmer regelmessig delta i kursnoteringene ved godkjent børsrepresentant. Etter bestemmelsens annet ledd kan børsstyret gjøre unntak fra kravet om regelmessig deltagelse i kursnoteringene.

X har siden primo november 1996 vært børsmedlem ved Oslo Børs som såkalt inter-dealer broker i det norske obligasjonsmarkedet. I konsesjonsvilkårene fra Kredittilsynet heter det blant annet at «(d)et forutsettes at all formidling blir gjort i henhold til «Avtale om Inter Dealer Broking i Norske Statsobligasjoner» inngått med Oslo Børs.»

Ved brev av 18. desember 1997 sa X opp sin inter-dealer avtale med Oslo Børs, og selskapet har ikke drevet inter-dealer broking, til tross for at det ikke har vært gitt noe fritak fra plikten til å delta i kursnoteringen.

X har i brev av 29. desember 1997 søkt om fritak fra plikten i børsforskriften § 12-2 annet ledd for et børsmedlem til regelmessig å delta i kursnoteringene.

Selskapet har i sin søknad understreket at man ønsker å beholde børsmedlemskapet. Det fremgår videre at selskapet har antatt at børsmedlemskap ved Oslo Børs er et vilkår for å beholde konsesjon til å drive virksomhet som verdipapirforetak. Oslo Børs har imidlertid avklart med Kredittilsynet at det ikke har vært meningen å sette noe vilkår om børsmedlemskap for konsesjon. Dette har vært meddelt selskapet, som likevel har fastholdt sitt ønske om å beholde børsmedlemskapet, samt å få innvilget fritak fra plikten til regelmessig deltakelse i kursnoteringene.

X har også anført som begrunnelse for sin søknad at selskapet står foran en omorganisering hvor man ser på mulighetene for et bedre fungerende obligasjons-/sertifikatmarked i 1998.

2. Børsdirektørens merknader

Børsdirektøren antar at et fritak fra kravet til regelmessig deltagelse i kursnoteringene bør innvilges, men at fritaket må gjøres tidsbegrenset. Børsdirektøren er kommet til at det

passende kan gis fritak fra plikten til å delta i kursnoteringene i 6 måneder regnet fra dato for innvilgelse av fritaket.

Børsdirektøren antar for øvrig at det bør presiseres i vedtaket at et slikt fritak ikke innebærer at selskapets øvrige plikter som børsmedlem opphører i fritaksperioden. Blant annet medfører dette at plikten til å betale årsavgift vil bestå i den perioden hvor medlemmet ikke behøver å delta regelmessig i kursnoteringen.

Dersom børsmedlemmet i stedet, alternativt etter utløpet av 6 måneders perioden, velger ikke lenger å være medlem ved Oslo Børs, vil det påløpe ny tilkoblingsavgift (for tiden kr 200.000,-) dersom det senere på ny søkes om børsmedlemskap.

3. Forslag til vedtak

«Børsstyret vedtok at X gis fritak fra plikten i børsforskriften § 12-2 annet ledd til å delta regelmessig i kursnoteringene i 6 - seks - måneder, frem til 17. september 1998. Selskapets øvrige plikter som børsmedlem består i perioden.»

8.3. Medlemmers opptreden

Brudd på plikt til å registrere en avtale om kjøp og salg av børsnoterte verdipapirer innen fem minutter

Det var i 1998 en rekke saker knyttet til ovennevnte. Oslo Børs har innskjerpet praksisen knyttet til rapportering av handler etter børsforskriften § 13-3. Nedenfor er det gjengitt et brev fra børsdirektøren av den 25. august 1998 til et børsmedlem som meddeles kritikk. Kritikken ble gjort offentlig kjent (flere børsmedlemmer ble meddelt tilsvarende kritikk og dette ene eksempelet er derfor i denne sammenheng anonymisert).

.....

I brev av 20. juli ble X varslet om en mulig overtredelsessak som ville bli vurdert fremlagt til børsstyret som følge av et brudd på «fem minutters - regelen», jfr. børsforskriften § 13-3 femte ledd. Det ble redegjort for sakens faktum og bedt om en tilbakemelding. I brev av 10. august har X ved Y fremkommet med bemerkninger til Oslo Børs' utkast til innstilling til børsstyret.

Av brevet fra X er hendelsen beklaget, og det opplyses at rapporteringsplikten til Oslo Børs er presisert internt. Videre er det fremhevet at en slik enkelt hendelse vanskelig kan gi grunnlag for å hevde at selskapets rutiner er dårlige.

Konkret gjelder saken spørsmålet om X ved sin børsrepresentant den 5. mars 1998 har overtrådt børsforskriften § 13-3 femte ledd ved å registrere en handel med aksjer hos Oslo

Børs en børsdag etter avtaleinngåelsen. Handelen er opplyst sluttet den 4. mars 1998, og registrert i Oslo Børs handelssystem den 5. mars 1998.

1. Bakgrunn

Den 4. mars 1998 kl. 14.30 ble det kjøpt og solgt 9840 aksjer i Z som var meglet av X. Omsetningen representerte ca. 10, 5 % av aksjene i selskapet, og det ble sendt flaggingsmelding kl. 15.39 initiert av X. Ved en feil ble ikke omsetningen registrert i Oslo Børs handelssystem. Dagen etter, den 5. mars, oppdager megleren som hadde utført oppdraget at transaksjonen ikke var registrert. X's børsrepresentant tok kontakt med Oslo Børs, og omsetningen ble deretter meldt kl. 13.14.

Oslo Børs mottok samme dag en skriftlig redegjørelse for forsinkelsen hvor det fremgår at vedkommende som skulle meldt handelen ikke var innforstått med at det var hans ansvar.

2. Rettslig utgangspunkt

Børslovens § 4-6 annet ledd annet punktum lyder som følger:

” De nærmere regler for gjennomføring og offentliggjøring av kursnoteringene og for oppbevaring av registrene fastsettes i børsforskriftene. ”

Ettersom handelen ikke var sluttet mellom to børsrepresentanter, skulle den kun registreres av X som hadde meglet mellom kjøper og selger. De nærmere reglene følger av børsforskriften kapittel 13, og i § 13-3 femte ledd er det presisert følgende:

”Kjøper eller selger et børsmedlem børsnoterte verdipapirer i børsstiden med annen motpart enn et annet børsmedlem, skal børsmedlemmet registrere avtaleinngåelsen på børsen innen 5 minutter etter at avtalen ble inngått.”

3. Rettslig vurdering

Det følger av de ovennevnte bestemmelser at avtaler om kjøp og salg av verdipapirer skal registreres i Oslo Børs' handelssystem innen fem minutter. Hensikten bak denne bestemmelsen er å sørge for at handelssystemet gir et mest mulig riktig bilde av kurser, omsetninger mv. i realtid. Det er viktig at informasjon i handelssystemet er oppdatert, gjennomskiktig og nøytral, slik at aktørene kan ha tillit til at de grunnleggende prinsipper som gjelder for verdipapirhandelen etterlevs. Videre er bestemmelsen en forutsetning for at alle deltagerne i kursnoteringen får mest mulig lik informasjon om tilbud, etterspørsel og hvilket nivå de enkelte verdipapirer handles på.

X forutsettes å ha prosedyrer som sikrer at omsetninger løpende registreres i samsvar med lovens krav. Videre er det påkrevet å ha kontrollrutiner som eventuelt vil fange opp manglende registreringer. I særdeleshet er dette viktig av hensyn til registrering i Verdipapirsentralen og oppgjør mellom kjøper og selger.

Omsetningen av 9840 aksjer i Z ble ikke meldt den 4. mars da avtalen ble inngått, men påfølgende handelsdag som var den 5. mars 1998. Dette representerer et brudd på «fem minutters - regelen» i børsforskriften § 13- 3 femte ledd.

X er selv ansvarlig for å påse at rutiner er gode nok til at lovbestemmelser overholdes. Under enhver omstendighet må det kunne kreves at en eventuell manglende registrering fanges opp på slutten av handelsdagen når oppgjøret finner sted. Det forhold at det går over en børsdag før en transaksjon av en slik størrelse meldes, medfører at vi står overfor et grovt brudd på børsforskriften § 13-3 femte ledd.

I denne saken må det i formildende retning legges vekt på at X selv oppdaget og rapporterte om den forsinkede registreringen etter eget initiativ.

Oslo Børs har registrert at respekten for og overholdelse av «fem minutters - regelen» ikke er tilfredsstillende. Normalt er overtredelsene av vesentlig kortere varighet enn angjeldende sak. Oslo Børs ser imidlertid alvorlig på alle brudd på «fem minutters - regelen». For å sørge for at børsmedlemmene opprettholder respekten for og faktisk etterlever bestemmelsen, brukes det ressurser på slike overtredelser.

Oslo Børs er i utgangspunktet av den oppfatning at brudd på «fem minutters - regelen» som i denne saken, bør sanksjoneres med en reaksjon fra børsstyret, jfr. børsforskriften §§ 25-6 og 25-8. Praksisen ved Oslo Børs ved slike overtredelser har imidlertid ikke vært tilstrekkelig klargjort, og valg av reaksjonsform bør reflektere dette.

Børsdirektøren har etter en samlet vurdering av ovenstående, under tvil valgt å ikke oversende saken til Børsstyret, men begrenser reaksjonen til en offentlig kritikk av X for brudd på børsforskriften § 13-3 femte ledd. Et kort sammendrag av denne saken vil bli offentliggjort kl. 10.00 den 27. august d.å. I fremtiden kan det forventes at lignende saker vil bli oversendt Børsstyret for vurdering av sanksjoner.

Børsdirektørens avgjørelse i saken kan ikke påklages.

.....

Unibank - Bruk av handelssystemet uten tilsyn av godkjent børsrepresentant

Børsstyret behandlet 17. august 1998 ovennevnte sak.

1. Innledning

Saken gjelder spørsmålet om Unibank Markets AS (Unibank) ved å ikke ha en godkjent børsrepresentant tilstede ved registrering av omsetninger, har overtrådt børsforskriften § 11-4, jfr. § 12-1 femte ledd.

2. Sakens bakgrunn

Den 30. mars 1998 kl. 14. 18 meldte Unibank en omsetning i statslånet 100468 (S468) med utsatt offentliggjøring. Da meldingen skulle offentliggjøres en time senere, kl. 15.18,

oppdaget avdeling for markedsovervåking flere feil med hensyn til hvordan omsetningen ble meldt. Det angitte volum på omsetningen var ikke av en størrelse som tillot utsatt offentliggjøring og omsetningen var merket feil.

Avdeling for markedsovervåking tok kontakt med banken, og snakket med X som ikke er godkjent børsrepresentant. Omsetningen var merket med megler identiteten til Y, som er godkjent børsrepresentant, men han var ikke til stede. Det ble for øvrig spurt om det var mulig å få snakke med en av de andre der, men X opplyste at det kun var hun som var tilstede. X ble av Oslo Børs gjort oppmerksom på at hun ikke hadde anledning til å handle selvstendig før hun ble godkjent som børsrepresentant. Unibank har gjort opptak av telefonsamtalen som er nedskrevet.

Klokken 15.35 ble det på nytt oppdaget feil med hensyn til Unibanks registreringer av omsetninger i to statslån. Henvendelsen til banken ble igjen besvart av X som hadde problemer med å forstå hva som var galt med registreringene. Disse omsetningene var også registrert med Y's megleridentitet. Hun opplyste igjen at Y ikke var tilstede.

X sa for øvrig at det kun var en mann tilstede i øyeblikket som hadde tillatelse til å handle, men hun fikk ikke tak i vedkommende. Det ble fra Oslo Børs' side nok en gang presisert at hun ikke hadde anledning til å handle med obligasjoner i handelssystemet.

Klokken 15.50 kontaktet avdeling for markedsovervåking Unibank på nytt. X ble spurt om Y var til stede, noe det ble opplyst at han ikke var. Det ble deretter spurt om det var noen andre tilstede som pleier å sitte foran børsterminalene. X gikk deretter for å hente Z som er godkjent børsrepresentant. Han var imidlertid ikke tilgjengelig. Avdeling for markedsovervåking ga dermed beskjed om at prisene til Unibank i handelssystemet ville bli suspendert ettersom det ikke var noen godkjente børsrepresentanter tilstede. Prisene ble deretter suspendert kl. 15.57.

Klokken 16.15 kontaktet Z Oslo Børs og opplyste at han hadde sittet sammen med X i den perioden hvor Y var fraværende. Oslo Børs ba om en skriftlig redegjørelse for bemanningssituasjonen den aktuelle dagen.

I svaret fra Unibank, som mottas dagen etter, går det frem at feilregistreringen av S468 var ført av X med Ys megleridentitet. Videre opplyses at:

«Z, password z, var dog tilstede»

Det ble for øvrig opplyst at X sto på venteliste for å komme med på autorisasjonskurs ved Oslo Børs.

I telefonsamtale den 31. mars 1998 med Y, opplyste han at han dro til Oslo kl. 14.00 den angjeldende dagen. Av utskrift for transaksjoner som er utført av Unibank fra kl. 14.00 den 30. mars og ut dagen, fremgår det at det totalt er registrert 12 handler, samtlige med Ys megleridentitet.

Markedsovervåkingsavdelingen ved Oslo Børs utarbeidet en skriftlig redegjørelse for hendelsesforløpet.

.....

6. Børsstyrets merknader

En av Oslo Børs' hovedoppgaver er å organisere markedsplassen for omsetning av verdipapirer. Dette innebærer blant annet at personer som deltar i kursnoteringen formelt må ha et visst minimum av kunnskap om hvordan handelen fungerer og hvilke regler som gjelder. På denne bakgrunn arrangeres det kurs for opplæring av børsrepresentanter som vil gi den nødvendige kunnskap.

Det fremgår uttrykkelig av børsforskriften § 12-1 femte ledd at assistenter kun kan benytte handelssystemet etter instruks og forutsatt at godkjent børsrepresentant er tilstede. Denne regelen innebærer at en assistent ikke kan ta avgjørelser eller handle selvstendig. Registreringene i handelssystemet er børsrepresentantens ansvar og vedkommende skal påse at de foretas i henhold til regelverk, praksis og god børs-skikk. I kursene som avholdes for børsrepresentanter, blir denne regelen presisert uttrykkelig.

Hensikten bak regelen er å sikre at kursnoteringen finner sted i samsvar med lov, forskrifter og regelverk. Videre er det en sikkerhet for at den enkelte børsrepresentant registrerer omsetninger og ordre korrekt og forhindrer forstyrrelser av markedet .

I perioden fra Y forlot Unibanks lokaler, ca. kl. 14.00, var det en del feilregistreringer som forstyrret obligasjonshandelen ved Oslo Børs. Samtlige feilregistreringer ble foretatt av X. Hun var, etter opplysninger fra Unibank, under instruksjon og tilsyn av børsrepresentant Z. Ved de tre anledningene Oslo Børs kontaktet Unibank, var imidlertid ikke X i stand til å få kontakt med en børsrepresentant. Selv om X handlet under Zs tilsyn og instruks var hun selv ikke informert tilstrekkelig om dette forholdet.

Unibank har anført at X ikke var i stand til å få tak i en børsrepresentant da hun ikke forstod innholdet av dette begrepet. Det fremgår imidlertid av avskriften fra telefonsamtalene mellom Oslo Børs og Unibank at betegnelsen børsrepresentant ikke ble benyttet. I den første samtalen ble det spurt etter Y eller «en av de andre der». I den andre telefonsamtalen var det X som selv tok initiativet til å forsøke å finne en som hadde adgang til å handle obligasjoner på Oslo Børs. Det kan derfor vanskelig hevdes å være språkforvirringen som medførte at hun ikke var i stand til å få tak i en børsrepresentant.

Ved begge henvendelsene var ikke X klar over hvem hun stod under tilsyn av. Dette til tross for at hun ble gjort oppmerksom på at hun ikke hadde anledning til å handle selvstendig. Unibank har i sin fortegnelse av det faktiske hendelsesforløp opplyst at Z var opptatt med handelen i finske obligasjoner i den perioden han hadde overoppsynet med X. I den angjeldende perioden forekom det flere feilregistreringer i obligasjonshandelen fra Unibanks side. Disse forholdene viser at Unibank ikke i tilstrekkelig grad har sørget for at obligasjonshandelen har funnet sted med den nødvendige kompetanse og under det tilsyn som er påkrevet i henhold til børsforskriften § 12-1 femte ledd. Kravet om at assistenten skal bruke handelssystemet etter instruks og kun når børsrepresentanten er til stede, innebærer at tilsynet må være umiddelbart og direkte slik at feil unngås og kan korrigeres med en gang. I tillegg må børsrepresentanten være tilgjengelig for henvendelser fra Oslo Børs under

utøvelsen av obligasjonshandelen. Videre har man ikke i nødvendig grad gjort det klart overfor X at hun handlet på vegne og under tilsyn av Z.

Dette er et brudd på den tillit som særlig er nødvendig mellom Oslo Børs og børsmedlem som ikke er fysisk tilstede ved Oslo Børs. For børsmedlemmer som handler fra sine hjemmekontorer, er det særlig viktig at respekten for regler og kompetansekrav overholdes ettersom dette er vanskelig for Oslo Børs å kontrollere. Oslo Børs har kun en megleridentitet å forholde seg til, og innehaveren av denne megleridentiteten vil overfor Oslo børs fremstå som den ansvarlige.

På bakgrunn av de faktiske forholdene er det utvilsomt at Unibank ikke har oppfylt kravet i børsforskriften § 11-4, jfr. § 12-1 femte ledd om at en assistent skal handle under tilsyn og etter instruks fra en børsrepresentant.

7. Sanksjonsspørsmålet

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

Oslo Børs har ikke tidligere hatt tilsvarende saker. Ettersom obligasjonshandelen foregår fra det enkelte børsmedlems hjemmekontor, er det vanskelig for Oslo Børs å kontrollere om bestemmelsen i børsforskriften etterleves. Det er påkrevet at Oslo Børs har tiltro til og er forsikret om at regelen overholdes, og det bør derfor reageres overfor Unibank.

Ved vurderingen av om Unibank bør ilegges et overtredelsesgebyr eller gis en advarsel, må det legges vekt på at Unibank har opplyst å ha innskjerpet sine rutiner og presisert overfor sine ansatte hvilke regler som gjelder for obligasjonshandelen ved Oslo Børs. På den andre side er det en viktig bestemmelse som er overtrådt. Handel uten tilsyn og instruks fra en børsrepresentant medførte i dette tilfellet at obligasjonshandler ble meldt feil. Handel i samsvar med børsforskriften og eventuelt annet regelverk, er påkrevet fra alle børsrepresentanter for å sikre en tilfredsstillende gjennomføring av handelsdagen. Overtredelsen er et klart brudd på den tilliten som er påkrevet ved børsmedlemskap og tilsier en klar reaksjon.

Det har ikke tidligere vært tilsvarende overtredelser som kan være retningsgivende i denne saken. Oslo Børs er av den oppfatning at overtredelsen er svært alvorlig og at det derfor bør reageres med et overtredelsesgebyr på kr. 100.000.

8. Vedtak

Børsstyret fattet i møtet 17. august 1998 vedtak med slik konklusjon :

«Børsstyret vedtok å ilegge Unibank AS Unibank Markets et overtredelsesgebyr på kr. 100.000,- , jfr. børsloven § 6-3, jfr. børsforskriften § 25-8, som følge av bankens brudd på børsforskriften § 12-1 femte ledd.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnda. Klagefristen er 2 - to - uker.»

8.4. Net Fonds ASA

BØRSKLAGENEMNDEN - SAK 2/98

Avgjørelse 27 oktober 1998 av klage fra Net Fonds ASA (Net Fonds) over børsens avgjørelse om avstengning av MAINS-feed.

1. Klagesaken, børsklagenemndens sammensetning

28 september 1998 stanset Oslo Børs distribusjonen av MAINS-feed til Net Fonds. MAINS-feed er en forkortelse for Oslo Børs Markeds InformasjonsSystem.

I brev av 30 september fra Net Fonds til Børsklagenemnden påklaget Net Fonds Oslo Børs' stansning av distribusjon av MAINS-feed til Net Fonds hjemmekontor.

Etter at selskapet i brev av 1 oktober 1998 ved advokat Langseth meddelte Oslo Børs om at en inntil spørsmålene saken reiser er avgjort ved avtale, rettslig avgjørelse i form av vedtak, midlertidig forføyning eller endelig dom, vil avstå fra å viderebringe informasjon i realtid til sine kunder uten samtykke av børsen, har selskapet igjen fått tilgang til MAINS-feed fra sitt hjemmekontor.

Klagen ble behandlet i børsstyrets møte 20 oktober 1998. Styret fant å ville avvise klagen. Vedtaket fra møtet lyder som følger:

«Net Fonds klage over avstengning av MAINS-feeden avvises.

Avvisningsvedtaket kan påklages til børsklagenemnden innen 2 – to – uker etter regelen i børsforskriften kap. 26.»

.....

2. Nærmere om sakens bakgrunn

Net Fonds ble børsmedlem i 1997 og forestår hovedsakelig handel i verdipapirer via internett. Som børsmedlem får verdipapirforetaket tilgang til realtids informasjon elektronisk, herunder gjennom børsens informasjonssystem MAINS. Tjenesten betales gjennom medlemsavgiften.

Informasjonssystemet ved Oslo Børs er i protokollen fra børsstyrets møte 20 oktober beskrevet som følger:

«TSS er i dag børsens handelsstøttesystem for aksjer/ obligasjoner/ rentefutures. I tillegg til TSS, finnes feedsystemet MAINS. Dette systemet er primært beregnet på de samme aktører som finnes i TSS, dvs. børsmedlemmer. Andre aktører (telegrambyråer, privatpersoner, investeringsselskaper m.fl.) gis tilgang til kursinformasjon gjennom feedsystemet Z00 som leveres av AS Oslo Børs Informasjon (OBI).

Informasjonen som gis i MAINS er i basis den samme som finnes i TSS:

Stamdata: Verdipapirer, grupper og megleridentiteter.

Kursbildet: Beste kjøperkurs, beste selgerkurs, høyeste omsatte kurs, laveste omsatte kurs og sist omsatte kurs.

Enkeltomsetninger.

Indeksverdier (hvert minutt).

Nyheter/ børsmeldinger.

Dybde, dvs. akkumulert volum på de 5 beste kjøps og salgskurser.

Det er likevel noen viktige forskjeller mellom MAINS og TSS:

Ordre: Enkeltordre distribueres ikke i MAINS. Man ser kun endringer i beste kjøper og selgerkurs + akkumulert volum på de 5 beste kjøps- og salgskurser.

Omsetninger: Kunder i MAINS ser kun motpart i sine egne omsetninger. Alle andre omsetninger mottas uten at kjøper/ selger er synlig.

MAINS distribuerer omsetninger foretatt i OMs derivatsystem. Disse vises ikke i TSS.

Z00 viser i hovedsak de samme opplysninger som i MAINS, men målgruppen er som nevnt ikke børsmedlemmer/ børsmedlemmer.

TSS er å betrakte som et «lukket» system. Dvs at data kun er tilgjengelig visuelt via handelsterminaler installert på børsmedlemmenes kontor på Oslo Børs (aksjer) (såkalt bokskontor) og på meglerkontorene (obligasjoner). Meglerne kan således ikke «plukke» data direkte fra TSS og inn i sine interne systemer. Dette kan de imidlertid gjøre både gjennom MAINS og Z00. Primært bruksområde for MAINS er derfor intern oppdatering av interne oppgjørs- og rapporteringssystemer (såkalte backoffice-systemer) hos det enkelte meglerfirma. Slik informasjon kan i prinsippet hentes ut av Z00, og dette gjøres da også av flere børsmedlemmer. I tillegg benytter noen meglerfirma MAINS til visuell fremstilling av kursbildet basert på MAINS. Noen få benytter MAINS også som kilde til egenutviklede interne meglersystemer, såkalte frontoffice-systemer (Eks. Alfred Berg). MAINS leveres både til meglernes hjemmekontor og bokskontor på børsen.

Kostnadmessig er MAINS å betrakte som et tilleggsprodukt til TSS. Det er derfor ikke kostnader forbundet med MAINS utover initielle kostnader og kostnader forbundet med bruk av offentlige linjer.

For Net Fonds var det kun MAINS-feeden til hjemmekontoret som ble berørt av børsens stengning. TSS til Net Fonds' bokskontor på børsen ble ikke avstengt. Handelen til Net Fonds fortsatte da også etter stengning av MAINS-feeden til hjemmekontoret. Ved stengningen av feeden bortfalt imidlertid Net Fonds adgang til ved hjelp av denne å utføre automatiserte oppgjørsfunksjoner

Hvordan dette er innrettet kan illustreres med hvordan slik informasjon behandles i forhold til medlemmer som er en del av en juridisk struktur. I forhold til den MAINS-feeden bankenes markedsavdeling mottar, kreves det ikke inngått særlig avtale med OBI. Men for de terminaler ellers i bankene som gir tilgang til slik kursinformasjon på samme måte, betales det gjennom «vendors» (slik som Reuters med flere) terminaler knyttet til hver enkelt brukerstasjon/ terminal.

Dersom kursinformasjon – enten den er i realtid eller med 15 min. forsinkelse - skal videreformidles, har børsen krevet at børsens kunder, enten de er børsmedlemmer eller ikke, må inngå standard bruksrettsavtale med (OBI) om slik videreformidling av kursinformasjon. Avtalen regulerer blant annet hvilken rett børsens kunder har til å videreformidle informasjon. I henhold til en slik avtale må børsmedlemmene, som andre videreformidlere, betale nærmere fastsatte avgifter for videreformidlingen.

For oversiktens skyld nevnes at OBI i tillegg til en ordinær terminaltilknytning til Z00 der det betales pr. terminal, også tilbyr en tjeneste som innebærer at det gis mulighet for å formidle «øyeblikksbilder» av kursinformasjon i realtid hos sluttkunder. Betalingsstrukturen for denne siste tjenesten er innrettet slik at videreformidleren bare blir belastet for de «oppslag» som gjøres. Det er pr. i dag ikke åpnet for å belaste sluttbrukeren direkte fra OBI.» Tradisjonelt har den informasjon som meglernes får fra MAINS-feeden blitt gitt videre til deres kunder via telefon, telefax, elektronisk e-post eller annen kommunikasjon som ledd i den løpende kundehåndteringen. Det kreves ikke fra børsens side betaling fra meglernes for denne adgangen til å gi informasjonen videre til kundene.

Net Fonds benytter seg i svært liten grad av telefon i kundebehandling. Ordre fra kunder, informasjon til kunder om aksjekurser og børsmeldinger, samt informasjon til kundene om gjennomførte omsetninger i henhold til megleroppdrag formidles via Internett. Net Fonds har utviklet et system for å informere egne kunder løpende om de aktuelle kurser for aksjeomsetning på Oslo Børs. I tillegg har Net Fonds ut fra MAINS-feeden programmert et system der dybdeinformasjon med endringssignaler kan gis til kundene. Selskapet ønsker å gi denne informasjonen til sine kunder som en passord-beskyttet tjeneste som bare vil være tilgjengelig i forbindelse med kjøp eller salg av verdipapirer gjennom Net Fonds. Disse tjenestene avskjæres dersom distribusjonen av MAINS-feed til selskapets hjemmekontor stanses.

Net fonds etablering av det nevnte system er ikke ny. Frem til nylig har imidlertid kursinformasjonen vært 15 minutter forsinket. I brev av 8 august 1998 informerte Net Fonds Oslo Børs om at en hadde utarbeidet et system som gjør det mulig å formidle kursinformasjon i realtid til kundene via Internett.

Selskapet mottok etter dette et brev fra Oslo Børs av 1 september 1998 hvor børsen påpekte et «allerede uavklart forhold» vedrørende Net Fonds formidling av MAINS-feed til kundene via Internett. Børsen viste til at det gamle systemet med videreformidling av opplysninger med 15 minutters forsinkelse ikke var regulert i en avtale med dens distribusjonsselskap OBI. Før

børsen ville ta stilling til forespørselen vedrørende distribusjon av realtidsinformasjon ville en at det nevnte forholdet skulle avklares. Det ble varslet om at dersom ikke Net Fonds innen 4. september hadde inngått en avtale med OBI om videredistribusjon av 15 minutters informasjon eller innen samme frist har opphørt med denne distribusjonen ville børsen stanse selskapets tilgang til MAINS-feeden f o m 7 september 1998.

Avtalen som børsen ønsket at Net Fonds skulle inngå var en bruksrettsavtale. Alle mottakere av kursinformasjon har måttet inngå bruksrettsavtale med OBI. Avtalen regulerer blant annet videreformidling av kursinformasjon via Internett. Prisene for videreformidling er:

Videreformidling med 15 minutters forsinkelse av elektronisk kursinformasjon koster kr. 115.000,- pr. år for børsmedlemmet som videreformidler opplysningene.

Videreformidling av kursinformasjon i realtid koster kr. 287.750,- pr. år. I tillegg skal det betales kr. 4.140,- pr. kunde som mottar opplysningene pr. år.

Net Fonds fikk som følge av sitt børsmedlemsskap oversendt bruksrettsavtale datert 23. september 1997, men denne er ikke returnert i utfylt stand.

Etter at det var avholdt et møte mellom partene 4 september 1998 og utvekslet en del ytterligere korrespondanse, uten at Net Fonds etterkom børsens krav om ikke å videredistribuerer kursinformasjon (hverken i realtid eller med 15 minutters forsinkelse) eller å inngå den omtalte bruksrettsavtalen og som følge av det betale for videreformidling av opplysningene, ble selskapets tilgang til MAINS avbrutt fra og med 9 september 1998. I brev av 1 oktober 1998 fra advokat Jan Magne Langseth på vegne av Net Fonds ble det opplyst at selskapet, inntil de problemstillinger klagen reiser er avklart ved avtale, rettslig avgjørelse i form av vedtak, midlertidig forføyning eller endelig dom i saken, vil avstå fra å viderebringe informasjon i realtid til sine kunder uten samtykke fra Oslo Børs. På denne bakgrunn ble det bedt om at MAINS-informasjon umiddelbart ble gjort tilgjengelig for Net Fonds på selskapets hjemmekontor. I brev av 2 oktober 1998 opplyste Oslo Børs at en tok anmodningen til følge og at kursinformasjon gjennom MAINS ville bli gjort tilgjengelig på Net Fonds hjemmekontor fra og med 2 oktober.

.....

4. Klagers anførsler

Det vil i det nedenstående kun bli redegjort for de av Net Fonds anførsler som gjelder vurderingen av om det var riktig av børsstyret å avvise Net Fonds klage.

Net Fonds redegjør i sin klage for sitt forretningskonsept og sammenligner sin virksomhet med den som drives av andre børsmedlemmer. Det pekes på at andre børsmedlemmer har fri adgang til og faktisk viderebringer kursinformasjon pr. telefon, telefaks eller andre tradisjonelle mediebearere. Net Fonds benytter seg ikke av slike metoder, men formidler i stedet informasjon via Internett.

Bakgrunn for at Net Fonds har nektet å underskrive bruksrettsavtalen er at den etter sin ordlyd kan tolkes slik at selskapet nektes retten til å videreformidle opplysningene uten å betale ekstra for det. I og med at selskapets virksomhet er lagt opp slik at informasjonen skal skje via Internett, ikke pr. telefon eller telefaks eller lignende som er vanlig blant andre børsmedlemmer er bruksrettsavtalen etter Net Fonds oppfatning til hinder for at de kan drive sin virksomhet.

Selskapet viser til at børsen i brev av 24 september 1998 har gitt uttrykk for at det bør vurderes om ikke bruksrettsavtalen og prisstrukturen der kan bedre tilpasses børsmedlemmer som driver virksomhet tilsvarende Net Fonds. Etter det Net Fonds kan se synes det som om børsen vil vente med å oppdatere avtalen til det kommer flere internett-meglere og dette finner selskapet uakseptabelt.

Net Fonds mener at avtalen og prisstrukturen i denne ikke er tilpasset børsmedlemmer som dem selv og at selskapet derfor diskrimineres i forhold til andre børsmedlemmer. Selskapet stiller også spørsmål ved børsens rett til å kreve at selskapet inngår en slik avtale. På bakgrunn av de nevnte forhold påklager selskapet børsens avgjørelse om å stenge MAINS-feeden til Net Fonds hjemmekontor fordi selskapet ikke har villet undertegne bruksrettsavtalen eller innrette seg i henhold til det system denne er den del av.

Etter å ha mottatt børsstyrets vedtak om avvisning har Net Fonds i brev til Børsklagenemnden av 22 oktober gitt uttrykk for at en forutsetter at Børsklagenemnden vil behandle alle de forhold som er anført av selskapet i klagen av 30 september. I brev av 24 oktober 1998 har selskapet videre kommet med enkelte merknader vedrørende betydningen av salg av kursinformasjon for Oslo Børs.

5. Børsklagenemnden bemerker:

Nemnden tar først stilling til om det her foreligger et vedtak som er gjenstand for klage. Situasjonen da Net Fonds innga sin klage til Børsklagenemnden var at Børsen hadde avstengt MAINS-feed til Net Fonds kontor. Spørsmålet for Børsklagenemnden dersom denne avstengningen var blitt opprettholdt, ville vært om avstengningen innebar et vedtak som kunne påklages.

Forholdet er endret i dag. Net Fonds har igjen fått tilgang til MAINS på sitt kontor. Tilgangen er gitt etter at Net Fonds ved sin advokat har gitt tilsagn overfor Oslo Børs om at inntil de spørsmål saken reiser «er avklart ved avtale, rettslig avgjørelse i form av vedtak, midlertidig forføyning eller endelig dom i saken, vil Net Fonds midlertidig avstå fra å viderebringe informasjon i realtid til sine kunder uten samtykke fra Oslo Børs». At tilgang til MAINS til Net Fonds kontor igjen er gitt, kunne reise spørsmålet om det lenger foreligger aktuell interesse i å få en avgjørelse av nemnden. Børsklagenemnden ser det imidlertid slik at dersom en avstengning av MAINS er et vedtak som kan påklages, kan ikke en etterfølgende tilgang som her, i seg selv utelukke klageadgangen. Konflikten om retten til avstengning av

MAINS-feed er like uløst, og børsmedlemmet er faktisk tvungent til å innrette seg etter Børsens standpunkt. En annen sak er at opphøret av avstengningen, knyttet opp til Net Fonds tilsagn, illustrerer sakens realitet, noe som er av betydning ved vurderingen av om det foreligger et forvaltningsvedtak.

Etter børsloven § 6-4 har børsklagenemnden kompetanse til «å avgjøre klager på vedtak fattet av børsens styre eller børsråd.» Det fremgår av forarbeidene til børsloven, både til loven slik den lød etter vedtakelsen i 1988 og til endringen i § 6-4 ved lov 9 juni 1989 nr 29, at børsklagenemnden skal behandle klager over forvaltningsvedtak, jf her forvaltningsloven § 2 a) og b). Avgjørelser ved børsen som ikke er å regne som forvaltningsvedtak, er ikke gjenstand for klage. Det følger videre klart av børslovens forarbeider, og er forutsetningsvis også kommet til uttrykk i lovteksten i børsloven § 6 - 4 (1), at børsklagenemnden generelt sett ikke er å betrakte som et alminnelig overordnet organ for børsen, på den måten at nemnden vil kunne gripe inn i driften m v av børsen og overstyre de retningslinjer, direktiver, forretningsmessige beslutninger m v som er truffet av børsens administrasjon og styre. Børsklagenemndens oppgave og kompetanse er avgrenset til å være et overordnet organ for de forvaltningsvedtak som treffes og som påklages til nemnden. Børsklagenemnden viser her til Ot prp nr 54 (1988-89) s 23 - 24. Et grunnvilkår for at nemnden skal kunne behandle klagen og fatte en realitetsavgjørelse, er derfor - som påpekt - at avstengning av MAINS-feed til Net Fonds kontor er et forvaltningsvedtak.

Den virksomhet Oslo Børs driver, har en blanding av offentligrettslig og privatrettslig preg. I slike blandede virksomheter vil det kunne oppstå tvilsomme avgrensningsspørsmål for når de beslutninger som treffes i virksomheten, er å regne som forvaltningsvedtak, og for når de faller utenfor dette området. For børsens virksomhet foreligger det imidlertid ganske klare holdepunkter for denne avgrensningen gjennom forarbeidene til endringen av den tidligere børslov av 19 juni 1931 nr 19 § 13 ved lov 19 juni 1969 nr 54, jf Ot prp nr 27 (1968-69) s 71, og forarbeidene til nåværende børslov. For børsmedlemmer er forvaltningsvedtak, iallfall først og fremst, vedtak om avslag på søknad om børsmedlemsskap og vedtak om opphør av medlemsskapet, suspensjon og visse advarsler, jf bl a Ot prp nr 83 (1986-87) s 44 - med henvisninger til innstillingen fra børslovkomitéen, s 47, s 58, s 98, s 99 og Innst O nr 90 (1987-88) s 18. Selv om suspensjon og advarsler er forutsatt å være vedtak, er det gjort innskrenkninger i klageretten for disse vedtakene. I børsloven er forusetningen om hva som er vedtak og gjenstand for klage, kommet til uttrykk i § 3-2 (3) siste punktum, jf børsforskriften § 11-1 siste ledd og § 25 - 6 sjette ledd. I tillegg til avgjørelser om medlemsskap og opphør av medlemsskap vil forvaltningsvedtak for børsmedlemmer kunne være mulkt eller overtredelsesgebyr etter børsloven §§ 6-2 og 6-3, jf børsforskriften §§ 25-7 og 25-8. Om klageadgangen her, se Innst O nr 90 (1987-88) s 20-21.

Børsloven og de supplerende regler i børsforskriften, sammenholdt med børslovens forarbeider, angir altså detaljert hva som er forvaltningsvedtak og derved - negativt - hvilke beslutninger som ikke er det. Denne avgrensninger må i utgangspunktet være avgjørende. Skal børsens avgjørelse i en sak som denne, likevel regnes som et forvaltningsvedtak, må det være fordi avgjørelsen har karakter og virkninger som reelt sett ligger nær opp til et det børsloven og børsforskriften regner som forvaltningsvedtak. Her må det i tilfellet være

begrunnet i at avstengningen av MAINS-feed innebærer en faktisk utelukkelse for Net Fonds fra å drive virksomheten som børsmedlem, eller at avstengningen for selskapet har et sanksjonspreg som må sidestilles med vedtak om overtredelsesgebyr etter børslov og børsforskrift.

Børsklagenemnden kan ikke se at avstengningen av MAINS-feed til Nets Fonds kontor har slike faktiske virkninger at det kan sidestilles med en utelukkelse eller et opphør av børsmedlemsskap. Net Fonds vil etter en avstengning ha reell adgang og mulighet til å utnytte sitt børsmedlemsskap, selv om det vil være upraktisk for selskapet å ha MAINS-feed til kontoret avstengt. Dertil kommer - og det er vesentlig i denne sammenheng – at Net Fonds bare vil være utelukket fra MAINS dersom selskapet videreformidler opplysninger herfra på en måte som strider mot børsens bestemmelser. Situasjonen for Net Fonds er altså en utelukkelse av å videreformidle opplysninger etter det system selskapet har utviklet, ikke en utelukkelse fra å utøve sitt børsmedlemsskap.

Den realitet som ligger i avstengning, alternativt at selskapet avstår fra videreformidling i strid med børsens bestemmelser, kan heller ikke ses på linje med - eller som en omgåelse av - de sanksjoner børsen kan ilegge ved brudd på børsforskriften, jf børsforskriften § 6-3 om overtredelsesgebyr. Overtredelsesgebyr er en straffelignende sanksjon - dog uten å skulle være straff i den forstand Grunnloven § 96 bruker dette begrepet - som reaksjon på et brudd på børslov eller børsforskrift man ønsker eller har behov for å uttrykke misbilligelse med og reagere med økonomisk «straff» mot. Noen slik sanksjon foreligger ikke i dette tilfellet. Det man her fra børsens side har søkt, er utelukkende praktisk sett å hindre Net Fonds i å spre informasjon fra MAINS i strid med børsens bestemmelser. Oslo Børs ønsker med det standpunkt som er inntatt, å beskytte sine egne kommersielle interesser, ikke å «straffe» Net Fonds.

De krav børsen har stilt overfor Net Fonds, må ses som en del av børsens bestemmelser om hvilke vilkår som gjelder for børsmedlemmenes virksomhet. Som påpekt kan nemnden ikke se at børsens standpunkt innebærer eller kan likestilles med et forvaltningsvedtak. Det følger av dette at klagen fra Net Fonds må avvises

Nå har Net Fonds i sitt brev til nemnden av 22 oktober 1998 gjort gjeldende at selskapet forsetter at alle de forhold det har anført i sin klage av 30 september 1998, blir behandlet av nemnden. Børsklagenemnden forstår dette slik at Net Fonds mener at børsklagenemnden skal gå inn på alle underliggende rettslige og faktiske spørsmål vedrørende sakens realitet, selv om nemnden mener at klagen må avvises. Børsklagenemnden kan ikke se at det ville være riktig av den å gå inn i sakens realitetsspørsmål. Dette kunne vært naturlig dersom børsklagenemnden hadde vært et børsorgan med generell kompetanse og generelt overordnet børsstyret og børsens administrasjon. Men det er som påpekt ikke tilfellet.

Børsklagenemndens kompetanse er etter børsloven avgrenset til å være et klageorgan for forvaltningsklager. En overprøving av lovligheten av børsens avgjørelse overfor Net Fonds, og også prøving av de underliggende rettsspørsmål saken reiser, må skje på annen måte enn gjennom forvaltningsklage.

Børsklagenemndens konklusjon er altså at klagen fra Net Fonds ikke kan realitetsprøves av børsklagenemnden og at klagen derfor må avvises.

Net Fonds har i brev til Børsklagenemnden av 26 oktober 1998 kommet med ytterligere merknader i saken. Børsklagenemnden kan imidlertid ikke se at disse har betydning for det spørsmål som er omhandlet ovenfor.

Avgjørelsen er enstemmig.

6. Vedtak

Klagen fra Net Fonds ASA avvises.

9. Diverse

9.1. Handleforbud

Det har i 1998 vært behandlet flere saker knyttet til dispensasjon fra det periodiske handleforbudet i vphl § 2-3.

Fortrinnsrettsemisjon

I telefax av 17. september 1998 søkte et selskap på vegne av samtlige av sine primærinnsidere om dispensasjon i medhold av vphl § 2-3 siste ledd i forbindelse med gjennomføring av en fortrinnsrettet emisjon hvor tegningsperioden for emisjonen var sammenfallende med forbudsperioden etter vphl § 2-3.

Oslo Børs fattet på bakgrunn av søknaden følgende vedtak:

«Det legges til grunn at X vil fremlegge tertialregnskapet den 30. september 1998, og at perioden for tegning i den pågående fortrinnsrettsemisjonen vil være sammenfallende med forbudsperioden etter verdipapirhandelloven § 2-3. Fortrinnsrettsemisjonen er et ledd i en omgjøring av selskapets B-aksjer til A-aksjer. For å kompensere innehavere av A-aksjer for antatt tap ved å likestille de to aksjeklassene, besluttet generalforsamlingen at det skulle gjennomføres en emisjon rettet mot A-aksjonærene.

Oslo Børs gir i medhold av verdipapirhandelloven § 2-3 siste ledd, dispensasjon for primærinnsidere i X i den utstrekning de som aksjonærer har fortrinnsrett til tegning i emisjonen, jfr. aksjeloven § 4-2 første ledd.»

Pliktig tilbud

I brev av 2. juli 1998 søkte et selskap på vegne av samtlige primærinnsidere i selskapet om dispensasjon i medhold av vphl § 2-3 for at primærinnsiderene i selskapet kunne akseptere et pliktig

tilbud om kjøp av samtlige aksjer i selskapet hvor nesten hele tilbudsperioden var sammenfallende med forbudsperioden i vphl § 2-3.

Oslo Børs fant at tilfellet nettopp var en slik situasjon som lovgiver hadde tenkt på ved utforming av dispensasjonsadgangen i vphl § 2-3 siste ledd. Oslo Børs fattet på dette grunnlag følgende vedtak:

«Det legges til grunn at halvårsrapport for første halvår i X planlegges offentliggjort til slik tid at nesten hele akseptperioden for tilbud fremsatt av Y faller sammen med forbudsperioden etter verdipapirhandelloven § 2-3.

Oslo Børs gir i medhold av verdipapirhandelloven § 2-3 tredje ledd dispensasjon for primærinnsidere i X, jf vedlagte liste, forsåvidt gjelder primærinnsidernes aksept av Y sitt pliktige tilbud om kjøp av samtlige aksjer i X der siste akseptfrist forventes å være 7. august 1998.

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

Overføring mellom primærinnsidere

I telefaks av 3. april 1998 søkte en primærinnsider om dispensasjon fra handleforbudet i vphl § 2-3 for gjennom sitt 100%-eide selskap å kunne erverve en ikke-standardisert opsjon til å erverve aksjer i selskapet fra et selskap 100% eid av en annen primærinnsider i selskapet.

Oslo Børs fant på bakgrunn av forarbeider og en uttalelse fra Kredittilsynet at de 100%-eide selskaper måtte bli å identifisere med primærinnsidene. Dersom slik identifikasjon ikke skal kunne foretas, vil det periodiske handleforbudet kunne fremstå som helt illusorisk. På denne bakgrunn fant Oslo Børs at de transaksjonene søknaden gjaldt var omfattet av det periodiske handleforbudet i verdipapirhandelloven § 2-3.

Oslo Børs fant deretter at partene i transaksjonen i egenskap av primærinnsidere måtte antas å ha tilnærmet samme tilgang på opplysninger om ikke fremlagte regnskaper og at det således ikke forelå fare for misbruk av opplysningene. Når det ikke forelå slik misbruksfare, fant Oslo Børs liten grunn til å nekte dispensasjon i et tilfelle som dette.

Dispensasjon ble innvilget i brev fra Oslo Børs av 14. april 1998.

Overføring til indirekte eiet selskap

I telefaks av 8. oktober 1998 til Oslo Børs søkte en primærinnsider i medhold av vphl § 2-3 siste ledd om dispensasjon fra handleforbudet for å kunne erverve aksjer i selskapet han var primærinnsider i. Selger av aksjene var et selskap primærinnsideren indirekte eide med 75%.

Det første spørsmål Oslo Børs i denne saken måtte ta stilling til var om det her skulle foretas en identifikasjon mellom primærinnsideren og selgeren. Etter samtaler med Kredittilsynet kom Oslo Børs til at et selskap som eies med 75% av en primærinnsider ikke kan identifiseres med primærinnsideren selv.

Oslo Børs tok deretter stilling til om det forelå et særlig tilfelle for dispensasjon etter vphl § 2-3 siste ledd. Primærinnsideren hadde anført skattemessige fordeler som årsak til transaksjonen. Også i denne saken kom Oslo Børs til at dispensasjon burde innvilges, ut fra det synspunkt at primærinnsideren og selger måtte antas å ha samme informasjon om de ikke fremlagte regnskapene i det børsnoterte selskapet, og at det således ikke forelå noen fare for misbruk av opplysningene. Det ble videre lagt vekt på at primærinnsideren faktisk kontrollerte selger av aksjene og disposisjoner foretatt av selger måtte derfor likestilles med primærinnsiderens egne disposisjoner selv om de to partene ikke kunne identifiseres.

Overdragelse av aksjer fra primærinnsider og heleiet selskap til annet heleiet selskap

I telefax av 28. og 30. desember 1998 søkte en primærinnsider om dispensasjon fra handleforbudet i vphl § 2-3 for å kunne selge sine personlige aksjer i det selskap han var primærinnsider i til et selskap han selv eide med 100%. Videre ville et utenlandsk selskap som primærinnsideren også eide med 100% selge sine aksjer i det samme selskapet til det andre selskapet primærinnsideren eide med 100%. Primærinnsideren ønsket ved transaksjonene å samle alle aksjene i det aktuelle selskapet på en hånd, samt realisere økonomisk tap i forbindelse med salget med påfølgende skattemessig fradrag på tapet i inntektsåret 1998.

Ved behandling av søknaden la Oslo Børs på bakgrunn av uttalelser fra Kredittilsynet til grunn at både det selgende og det kjøpende selskap ble å identifisere med primærinnsideren. Oslo Børs la videre til grunn at disposisjoner foretatt av disse selskapene var omfattet av handleforbudet i vphl § 2-3.

Oslo Børs fant, i likhet med tidligere saker, at det måtte antas at partene i denne transaksjonen hadde like opplysninger om de ikke fremlagte regnskapene og at det således ikke forelå noen fare for misbruk av opplysninger. Dispensasjon ble på dette grunnlag innvilget i brev av 30. desember 1998.

Ansatteopsjon

Oslo Børs mottok den 4. februar 1998 en henvendelse fra et selskap med spørsmål om primærinnsidere i foretak med børsnoterte aksjer kan motta rettigheter til å tegne aksjer i selskapet (såkalte «ansatteopsjoner») i handleforbudsperioden forut for offentliggjøring av regnskapstall.

Oslo Børs besvarte henvendelsen i telefax av 5. februar 1998:

«Forbudet gjelder «tegning, kjøp, salg eller bytte» (jf § 2-3 første ledd) av «opsjon- eller terminkontrakt eller tilsvarende rettigheter knyttet til» «finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk børs» (jf § 2-3 annet ledd første punktum, jf § 2-1 første ledd annet jf første punktum). Gaver eller annen vederlagsfri tildeling omfattes etter ordlyden ikke av forbudet, jf også Ot prp nr 29 (1996-97) side 29 annen spalte. Til sammenligning omfattes heller ikke mottak av tegningsretter som tildeles fortrinnsberettigede aksjonærer i forbindelse med kapitalforhøyelse.

Så lenge «ansatteopsjoner» mottas uten at det er betalt noen form for vederlag, antas dette ikke å være omfattet av det objektive handleforbudet i § 2-3. Ytes det vederlag, må det imidlertid antas å være omfattet uansett vederlagets størrelse. Dette gjelder for eksempel dersom den ansatte kan velge mellom lønn eller «ansatteopsjoner», eller dersom den ansatte påtar seg forpliktelser i bytte mot slike rettigheter.

Forsåvidt gjelder meldeplikt etter § 3-1 annet ledd er dette i Oslo Børs' sirkulære 12/97 side 6 antatt å omfatte mottak av rettigheter som er omhandlet her.»

Oslo Børs mottok ikke på bakgrunn av henvendelsen noen søknad om dispensasjon fra handleforbudet i vphl § 2-3. Oslo Børs har dermed ikke tatt stilling til om tildeling av ansatteopsjoner i handleforbudsperioden kan anses som et «særlig tilfelle» som gir grunnlag for dispensasjon

Tilbakebetaling i forbindelse med nedsettelse av aksjekapital

På bakgrunn av en konkret henvendelse fra adv.fa. Wiersholm Mellbye & Bech med spørsmål om et selskaps nedsettelse av aksjekapitalen med tilbakebetaling til aksjonærene i medhold av aksjel. § 6-1 omfattes av vphl § 2-3, uttalte Kredittilsynet i et brev av 27. februar 1998 følgende om forholdet:

«De reiser spørsmål om en kapitalnedsettelse med tilbakebetaling til aksjonærene iht. aksjel. § 6-1 som foretas mindre enn 1 måned forut for offentliggjøring av selskapets delårsrapport, kan gjennomføres uten at dette kommer i strid med verdipapirhandelloven (vphl.) § 2-3. Det periodiske handleforbudet i vphl. § 2-3 retter seg mot handel foretatt av såkalte primærinnsidere, dvs. styremedlem, medlem av kontrollkomite, revisor, varamedlem og observatør til styret samt ledende ansatte i utstederforetaket eller foretak i samme konsern. Dersom en kapitalnedsettelse med tilhørende tilbakebetaling til aksjonærene gjennomføres overfor aksjonærer som er primærinnsidere, vil dette etter Kredittilsynets oppfatning ikke rammes av det periodiske handleforbudet selv om tilbakebetalingen skjer mindre enn 1 måned før selskapets offentliggjøring av delårsrapport. Bakgrunnen er at forbudet etter sin ordlyd retter seg mot «tegning, kjøp, salg eller bytte». Tilbakebetaling av aksjekapital til aksjonærene ifm. med kapitalnedsettelse iht. aksjel. § 6-1 innebærer at selskapet foretas innløsning av aksjene. Selskapets innløsning av aksjer ifm. kapitalnedsettelse vil etter Kredittilsynets oppfatning falle utenfor lovens ordlyd, og det er heller ikke grunnlag for å hevde at bestemmelsen kan anvendes analogisk i slike tilfeller.

Personkretsen som rammes av det periodiske handleforbudet omfatter for øvrig ikke utstederforetaket selv, i den grad foretaket foretar tegning, kjøp, salg eller bytte av egne aksjer (noe det foreløpig i utgangspunktet ikke er adgang til, jfr. aksjel. §§ 7-1 og 7-2). Slik handel vil imidlertid kunne rammes av det alminnelige forbudet mot misbruk av presise og fortrolige opplysninger, jfr. vphl. § 2-1.

Kredittilsynet presiserer at øvrige sider ved Deres klients eventuelle tilbud om kontantinnløsning av aksjer ikke er vurdert»