

BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 1/2009

Avgjørelse av 21. januar 2009 av klage fra Periscopus AS over Oslo Børs AS' godkjenning 18. desember 2008, jf. formelt godkjennelsesbrev 22. desember 2008, av Erik Must AS' pliktige tilbud på samtlige aksjer i Gyldendal ASA med en tilbudspris på NOK 350 per aksje.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder spørsmål om tilbudspris i forbindelse med pliktig tilbud, jf. verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd. Nærmere bestemt er det spørsmål om tilbudsprisen skal være den høyeste pris tilbyder har betalt eller avtalt de siste seks måneder før tilbudsplikten inntrådte, jf. verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd første punktum, eller om det er klart at markedskursen var høyere da tilbudsplikt inntrådte, slik at bestemmelsens annet punktum får anvendelse.

Oslo Børs (børsen) godkjente ved formelt godkjennelsesbrev 22. desember 2008 pliktig tilbud og tilbudsdokument fremsatt av Erik Must AS om erverv av samtlige aksjer i Gyldendal ASA (Gyldendal). Børsens begrunnelse for den del av godkjenningen som gjelder tilbudsprisen fremgår av brev 18. desember 2008 fra Oslo Børs til Periscopus AS (Periscopus) v/advokat Stephan Jervell (advokat Jervell).

Godkjenningen av tilbudet ble påklaget av Periscopus v/ advokat Jervell 22. desember 2008. I klagen kreves det at tilbudsprisen i det pliktige tilbudet skal fastsettes til NOK 406,53 per aksje. Det er redegjort nærmere for klagen nedenfor under punkt 6.

Erik Must AS v/ advokat Kim Dobrowen (advokat Dobrowen) har i tilsvaret 5. januar 2009 anført at børsens godkjenning av det pliktige tilbudet er korrekt. For en nærmere gjennomgang av tilsvaret vises til punkt 7 nedenfor.

Periscopus v/ advokat Jervell har i brev 9. januar 2009 kommet med kommentarer til tilsvaret.

Oslo Børs har i brev 9. januar 2009 til Børsklagenemnden opprettholdt sin godkjenning av det pliktige tilbudet. Saken ble ved samme brev oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjettede ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Erik Must AS v/advokat Dobrowen har inngitt ytterligere bemerkninger ved brev av 14. januar 2008.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 21. januar 2009. Ved behandlingen og møtet deltok Bjørg Ven, Filip Truyen, Trygve Bergsåker, Jøril Mæland og Bernt Zakariassen.

2. Kort om selskapet

Gyldendal ASA er morselskap i Gyldendal-konsernet. Gyldendals hovedmål er å skape og formidle verdier, noe som gjøres gjennom fem forretningsområder. Forretningsområdene er organisert i egne selskaper og omfatter forlagsvirksomhet, bokhandel, distribusjon og logistikk, bokklubber og ordbøker, samt leksika.

3. Sakens bakgrunn

Erik Must AS inngikk 26. november 2008 avtale med Uldal Invest AS (Uldal Invest) om kjøp av Uldal Invests 357.967 aksjer i Gyldendal. Dette tilsvarte 15,2 prosent av aksjene i Gyldendal. Uldal Invest er et selskap som eies indirekte av Kjell Chr. Ulrichsen med familie.

Den avtalte prisen var i følge tilbudsdokumentet NOK 350 per aksje. Avtalen ble offentliggjort ved børsmelding 26. november 2008. Kjøpet ble gjennomført 1. desember 2008. Etter kjøpet eier Erik Must aksjer tilsvarende 52,5 prosent av det totale antall aksjer i Gyldendal.

I brev 1. desember 2008, det vil si før børsen mottok tilbudsdokument fra Erik Must AS for godkjenning, anmodet Periscopus v/ advokat Jervell børsen om å iverksette undersøkelser vedrørende ervervet som utløste tilbudsplikt, jf. verdipapirhandelloven § 15-4. Periscopus mente at det avtalte vederlaget på NOK 350 per aksje var påfallende lavt i forhold til omsetningskursen for Gyldendal-aksjen det siste året. Videre viste Periscopus til at Uldal Invest skulle ha et stående tilbud om å selge sine aksjer i Gyldendal til Periscopus for NOK 500 (summen er senere korrigert til NOK 600 per aksje). Dessuten heter det i brevet fra Periscopus at det foreligger et langvarig forretningsforhold og partnerskap mellom Erik Must AS og Uldal Invest og disse foretakenes hovedeiere, henholdsvis Erik Must og Kjell Chr. Ulrichsen. Børsen ble anmodet om å iverksette undersøkelser for å avdekke om det forelå sideavtaler eller lignende som innebar at det reelle vederlaget var høyere enn den avtalte pris på NOK 350 per aksje.

I e-post 1. desember 2008 ba børsen Periscopus om nærmere opplysninger om det eventuelle stående tilbudet på NOK 500 (senere korrigert til NOK 600) per Gyldendal-aksje som Periscopus opplyste at det hadde gitt Uldal Invest.

Periscopus v/ advokat Jervell redegjorde i svarbrev 3. desember 2008 nærmere for selskapets tilbud til Uldal Invest om kjøp av sistnevntes aksjer i Gyldendal.

I brever datert 4. desember 2008 ba børsen Erik Must og Kjell Chr. Ulrichsen om nærmere opplysninger for kontroll av tilbudsprisen. Blant annet stilte børsen spørsmål om det forelå avtaler eller forutsetninger om ytelser av noen art som innebar at det reelle vederlaget kunne anses å være høyere enn NOK 350 per aksje. Børsen ba også om en nærmere beskrivelse av eventuelle forretningsforhold og private forhold mellom Erik Must AS, Uldal Invest og disses nærstående. Kjell Chr. Ulrichsen ble dessuten bedt om å kommentere tilbudet fra Periscopus og hvorfor et slikt høyere bud ikke ble foretrukket. Han ble også spurt om aksjeposten var forsøkt solgt tidligere.

Erik Must AS opplyste i svarbrev 9. desember 2008 at kjøpet av aksjeposten på 357 967 var Erik Must AS' (inkludert nærstående) eneste transaksjon i Gyldendal-aksjer i 2008. Det ble også opplyst at ervervet hadde skjedd på armlengdes vilkår og uten at det var betalt eller avtalt noe annet vederlag enn kontantvederlaget på NOK 350 per aksje. Prisen representerte etter Erik Must AS' syn markedskursen.

I svarbrev 15. desember 2008 redegjorde Kjell Chr. Ulrichsen nærmere for sine motiver ved salget av aksjeposten. I brevet fremgår det at prisen på NOK 350 per aksje var fremforhandlet med Erik Must, og at dette var en fornuftig og rimelig pris ut fra situasjonen da avtalen ble inngått. I brevet opplyste Kjell Chr. Ulrichsen også at det ikke forelå noen avtaler eller forutsetninger om ytelser av noen art utover prisen på NOK 350 per aksje. Det fremgår videre av brevet at Kjell Chr. Ulrichsen ikke ønsket å selge aksjeposten til Hegnar/Periscopus, samt begrunnelse for dette.

Børsen ba i e-post 11. desember 2008 Periscopus v/ advokat Jervell om en oversikt over transaksjoner Periscopus hadde foretatt i Gyldendal-aksjen i løpet av 2008.

I e-post 12. desember 2008 opplyste Periscopus at selskapet hadde ervervet 29 435 aksjer i Gyldendal i løpet av 2008 og ga samtidig en nærmere oversikt over de ulike handlene.

Tilbudsdokument med tilbudspris på NOK 350 per aksje ble fremsendt til børsen av Erik Must AS den 18. desember 2008 for godkjenning.

I brev 18. desember 2008 fra Oslo Børs til Periscopus v/ advokat Jervell opplyste børsen at tilbudsprisen på NOK 350 per aksje i det pliktige tilbudet fra Erik Must AS på aksjene i Gyldendal var godkjent som del av den samlede godkjenningen av tilbudet etter verdipapirhandelloven § 6-14. I brevet ble det redegjort nærmere for børsens begrunnelse for godkjenning av tilbudsprisen, og det vises til nærmere redegjørelse for dette nedenfor under punkt 5.

Erik Must AS' pliktige tilbud og tilbudsdokument ble deretter godkjent i formelt godkjenningensbrev fra Oslo Børs 22. desember 2008.

Periscopus v/ advokat Stephan Jervell påklaget i brev 22. desember 2008 børsens godkjenning for så vidt gjelder tilbudsprisen. Øvrige opplysninger om klagesaken fremgår ovenfor under punkt 1, og det vises til fremstillingen der. Innholdet i klagen omtales nærmere nedenfor under punkt 6.

4. Rettslig grunnlag

Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) § 6-10 fjerde ledd lyder:

"Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Dersom det er klart at markedskursen når tilbudsplikten inntrer er høyere enn den pris som følger av første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen."

5. Oslo Børs' vedtak

Oslo Børs godkjente i formelt godkjenningensbrev 22. desember 2008 Erik Musts pliktige tilbud og tilbudsdokument. Børsens begrunnelse for godkjenningen fremgår ikke av godkjenningensbrevet, men børsen har i brev 18. desember 2008 til Periscopus' advokat gitt en nærmere begrunnelse for hvorfor tilbudsprisen på NOK 350 godkjennes.

I ovennevnte brev 18. desember 2008 viser børsen innledningsvis til Periscopus' anmodning om å iverksette undersøkelser etter verdipapirhandelloven § 15-4. Børsen tar så utgangspunkt i verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd. Fra brevet (side 1, fjerde avsnitt følgende) gjengis:

"Basert på de undersøkelser børsen har gjort gjennom spørsmål til Erik Must og Kjell Chr. Ulrichsen, har børsen ikke grunnlag for å anta at tilbudsprisen ikke tilsvare det høyeste vederlag som Erik Must AS eller dets nærstående har betalt eller avtalt for aksjer i Gyldendal i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Børsen har herunder ikke grunnlag for å anta at Erik Must og Kjell Chr. Ulrichsen eller noen av deres nærstående har betalt eller avtalt vederlag for andre eiendeler, har inngått noen andre avtaler eller at det foreligger forutsetninger om ytelse av noen art som involverer noen av de nevnte selskaper eller personer og som innebærer at det reelle vederlaget for kjøpet av posten på 357 697 aksjer er høyere enn den avtalte prisen på

NOK 350 per aksje. Basert på nevnte undersøkelser har børsen heller ikke grunn til å anta at prisen innebærer noen gave, gavesalg eller særskilt gunstig pris. Prisen på NOK 350 per aksje er altså det høyeste tilbyder og dennes nærstående har betalt eller avtalt de siste seks månedene før tilbudsplikten inntrådte.

Børsen har videre vurdert om det er forhold som tilsier at det er klart at markedskursen var høyere da tilbudsplikten inntrådte. Det er antatt i forarbeidene at slik alternativ tilbudspris sjeldent vil være aktuelt og skal være forbeholdt omgåelsestilfeller, jf. Ot. prp. 29 (1996-97) s. 79.

Siste omsetning i Gyldendal-aksjen som ble rapportert til børsen – utover Erik Must AS' kjøp – var 40 aksjer til kurs NOK 400 den 4. november 2008. Snittkursen for året er 406,53, og kursen har ikke vært NOK 350 eller lavere siden 14. januar 2008. Kursbildet for øvrig viser at Gyldendal-aksjen er en svært lite likvid aksje med et fåtall handler på beskjedne volumer gjennom hele 2008, herunder i månedene før tilbudsplikten inntrådte. I hele 2008 ble det omsatt kun 30 196 aksjer til en verdi av NOK 12 275 510. Antall handler i størrelsesordenen over 1000 aksjer fordeler seg på ca. 15 000 aksjer i januar, ca. 1 000 aksjer i februar, ca. 1 000 aksjer i mai og ca. 12 000 aksjer i oktober. Dette gjør prisingen av Gyldendal-aksjen usikker. I forlengelsen av dette nevnes at kun én aksjonær har stått for det alt vesentlige av handlene i Gyldendal-aksjen i 2008, vel 29 435 av totalt 30 196 aksjer. At én enkeltaksjonær dominerer ved kursfastsettelsen gjør prisingen ytterligere usikker. Børsen bemerker at det i dette henseende ikke har noen betydning at den aktuelle aksjonæren er Periscopus AS. Det er heller ikke gitt at omsetningen av større aksjeposter vil kunne skje til samme kurser som for små aksjeposter. Den omhandlede transaksjonen på 357 697 aksjer til NOK 350 per aksje kan illustrere nettopp dette. Når det gjelder det stående "budet" fra Periscopus AS/Trygve Hegnar var ikke dette et markedsrettet bud, men et bud rettet til to aksjonærer. Disse sto frie til å avslå budet, også begrunnet ut fra ønsket om ikke å selge til Periscopus AS/Trygve Hegnar. Av den grunn kan heller ikke budet fra Periscopus AS/Trygve Hegnar få betydning ved vurderingen av markedskursen i aksjen. Børsen er uansett av den oppfatning at en enkeltaksjonær og potensielt konkurrerende tilbyder, ikke på denne måten kan etablere markedskurs som også gir en alternativ og svært gunstig exit. Det kan således ikke identifiseres noen så tydelig markedskurs for Gyldendal-aksjen at den klart kan sies å være høyere enn NOK 350 pr aksje.

Børsen bemerker for øvrig at Gyldendals underliggende verdier ikke er relevant ved børsens vurdering av markedskursen etter vphl. § 6-10 (4) annet punktum.

Børsen har i tråd med dette godkjent tilbudsprisen i Erik Must AS' tilbud på NOK 350 per aksje i Gyldendal. Godkjennelsen skjer som del av den samlede godkjennelsen etter verdipapirhandelloven § 6-14 første ledd." ...

I brev 9. januar 2009 til Børsklagenemnden fastholder Oslo Børs vedtaket om godkjennelse av tilbudsprisen. Brevet punkt 6 inneholder en nærmere redegjørelse for børsens vurdering av saken. Børsen tar igjen utgangspunkt i verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd, og går gjennom forarbeidene til loven, herunder hensyn som ligger til grunn for lovbestemmelsen, samt praksis fra børsen selv og Børsklagenemnden.

Lovens forarbeider tilsier i følge børsen at utgangspunktet skal være den kurs som er betalt i henhold til verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd første punktum, og at markedskurs etter bestemmelsens annet punktum bare skal benyttes der det fremstår klart at denne er høyere, jf. NOU 1996:2 side 123. Vederlagsbestemmelsen i § 6-10 fjerde ledd første punktum er i følge børsen hovedregelen, mens markedskursbestemmelsen i annet punktum er et unntak.

Børsen drøfter videre i hvilke tilfeller unntaksbestemmelsen kommer til anvendelse. Ordet ”klart” tilsier at det må stilles kvalitative krav til de faktiske forhold som skal underbygge at det foreligger en høyere markedskurs.

Børsen går deretter inn på hvordan en eventuell markedspris i henhold til verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd skulle kunne beregnes. Vanligvis vil markedskurs være den pris som er betalt i kjøpet som utløser tilbudsplikten. Ordlyden taler i følge børsen mot at historisk snittkurs langt tilbake i tid kan legges til grunn. Børsen viser til Ot. prp. nr. 29 (1996-97) side 79, der departementet uttaler at markedskursen bør ha vært ”stabilt høyere gjennom en periode” for at markedskurs etter verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd annet punktum skal kunne legges til grunn. Det innebærer etter børsens oppfatning at handlens må ha vært av en viss hyppighet og omfang for at markedskurs i lovens forstand skal kunne fastslås.

Børsen peker også på uttalelser i lovens forarbeider om hensynene bak bestemmelsen, herunder hensynet til at tilbyder på forhånd skal kunne beregne hva tilbudsprisen vil være (Ot. prp. nr. 29 (1996-97) side 79 og NOU 1996:2 side 122 og 123). Dette hensynet tilsier i følge børsen at unntaksbestemmelsen skal forstås snevert.

Børsen korrigerer det børsen selv skrev i brevet 18. desember 2008 til advokat Jervell, om at det i forarbeidene til loven antas at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd skal være forbeholdt omgåelsestilfellene. Børsen skriver videre at denne feilen ikke har vært bestemmende for børsens vedtak. Børsen sier seg også enig med klager i at verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd ikke åpner for et diskresjonært skjønn for børsen.

Børsen finner ikke eksempler på at markedskursalternativet har kommet til anvendelse i børsens egen praksis. Børsen har i sin praksis lagt til grunn at unntaksbestemmelsen i § 6-10 annet ledd annet punktum skal forstås snevert, jf. særlig uttalelse 2. april 2001 (Swan Reefer ASA) og 21. november 2003 (Crystal Production ASA). Børsen finner ikke eksempler på at Børsklagenemnden har behandlet spørsmål om markedsprisalternativet når det utløsende ervervet har funnet sted mellom to uavhengige parter, og kan ikke se at Børsklagenemndens sak 5/2006 (Wilson ASA), som klager viser til, gir noen veiledning for foreliggende tilfelle.

På side 12 i børsens brev 9. januar 2009 til Børsklagenemnden, nest siste avsnitt, oppsummerer børsen sin forståelse av den aktuelle lovbestemmelsen slik:

”Basert på ovennevnte er børsen av den oppfatning at unntaket i vphl. § 6-10 (4) annet ledd skal gis et snevert anvendelsesområde. Unntaket i annet ledd skal være forbeholdt omgåelsestilfeller og tilfeller der særlige grunner tilsier at tilbudsprisen bør sensureres. Hvis ikke vil det ikke være ”klart” at det foreligger en høyere markedskurs enn kursen i den handel som utløste tilbudsplikten.”

Børsen går så over til subsumsjonen, og finner i den forbindelse ikke grunnlag for å anta at tilbudsprisen ikke tilsvarer det vederlag Erik Must eller nærstående har betalt eller avtalt for

aksjer i Gyldendal i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte. Vurderingene er i all hovedsak i samsvar med det som fremkommer i børsens brev til advokat Jervell 18. desember 2008, se ovenfor om disse. Børsen uttaler for øvrig at det er høyst uklart hva som alternativt skulle anses som markedskurs i denne saken, og gjennomgår i den sammenheng transaksjoner i Gyldendal-aksjen i 2008.

Børsen konkluderer slik (side 13, nederst):

"Børsen fastholder sitt vedtak av 18. desember 2008 om godkjenning av Erik Must AS' pliktige tilbud på aksjene i Gyldendal ASA, herunder tilbudsprisen på NOK 350 per aksje."

6. Klagers anførsler

Periscopus v/ advokat Jervell har i hovedsak anført:

Børsens vedtak bygger på feil lovtolkning, rettsanvendelse og subsumsjon. Korrekt tilbudspris skal være NOK 406,53, fastsatt etter verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd annet punktum.

Verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd inneholder ikke noen hovedregel i første punktum og unntaksregel i annet punktum slik som børsen hevder, men to likestilte regler. Børsens grunnleggende premiss for rettsanvendelsen er således galt. Det er feilaktig lovtolkning når børsen legger til grunn at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd annet punktum "sjeldent vil være aktuelt og skal være forbeholdt omgåelsestilfeller, jf. Ot. prp. 29 (1996-97) side 79". Lovens ordlyd er klar. Dersom det er klart at markedskursen, når tilbudsplikten inntreffer, er høyere enn den pris som følger av bestemmelsens første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen. Børsen har ikke noe diskresjonært skjønn etter denne bestemmelsen.

Det er dessuten i beste fall tvilsomt om forarbeidene gir de anvisninger børsen anfører til støtte for sin innskrenkende tolkning i strid med lovens ordlyd. I NOU 1996:2 side 122 høyre spalte er det vist til tilfeller som ikke innebærer noen omgåelsesproblematikk. Heller ikke de øvrige forarbeidene til loven (Ot. prp. nr. 29 (1996-97) side 79), som børsen viser til, gir støtte til det syn at verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd annet punktum er begrenset til omgåelsestilfeller. Forarbeidene sier heller ikke at terskelen for å anvende bestemmelsens annet punktum skal være høy.

Spørsmålet blir så om vilkårene for anvendelse av bestemmelsens annet punktum faktisk er oppfylt, dvs. om det var klart da tilbudsplikten inntrådte at markedskursen var høyere enn vederlaget.

I lovens forarbeider (Ot. prp. nr. 29 (1996-97) side 79) presiserer departementet: "For at markedskursen skal anses klart høyere legger departementet til grunn at denne bør ha vært stabilt høyere gjennom en periode". Klager mener dette er situasjonen i foreliggende sak. Det har vært omsatt aksjer gjennom hele 2008, med snittkurs på NOK 406,53. At markedskursen har vært høyere enn den avtalte prisen, er således på det rene. Kursen har ikke vært lavere enn NOK 350 siden 14. januar 2008. Klager mener det er etablert en markedskurs. Markedskursen har ikke vært svært varierende, slik Erik Must AS anfører i tilsvaret. Klager kan ikke se at lav likviditet i aksjen innebærer at lovens klare regel skal settes til side. Det følger verken av lovens ordlyd eller forarbeider at lovens klare regel skal settes til side der det er lav omsetning

i aksjen. Til støtte for bruk av bestemmelsen annet punktum vises også til Børsklagenemnden sak 5/2006 (vedtaket side 7):

Det legges i denne forbindelse vekt på at markedskurs, dvs. børskurs, i et velfungerende marked skal avspeile verdien av selskapet slik markedet ser det. At det i det konkrete tilfellet dreier seg om en lite likvid aksje, kan ikke gjøre noen endring i dette prinsippet når selskapet først er børsnotert. Det har da også foregått transaksjoner i aksjen, om enn i lite omfang”.

Børsklagenemnden gir uttrykk for et generelt prinsipp. Børsens subsumsjon/rettsanvendelse i vedtaket er i strid med det klare prinsipp uttalt av Børsklagenemnden.

Det har ingen betydning at det hovedsakelig er klager/Periscopus som har stått for brorparten av aksjekjøpene i 2008.

Også reelle hensyn, herunder hensynet til minoritetsaksjonærene, underbygger at børsens lovtolkning og subsumsjon/rettsanvendelse må anses å være feil.

Erik Must AS' anførsler i tilsvaret om at Gyldendal har hatt en dårlig økonomisk utvikling i 2008 sammenlignet med 2006 og 2007, er etter klagers oppfatning ikke relevant for anvendelsen av verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd annet punktum. Uansett mener Periscopus at den reelle, underliggende verdi av Gyldendal-aksjen er betraktelig høyere enn NOK 350 eller NOK 400 per aksje, blant annet fordi Gyldendals nye hovedkontor eies av selskapet, uten at verdien av dette er reflektert i regnskapet eller aksjekursen.

Periscopus understreker avslutningsvis at det er oppsiktsvekkende at ikke Uldal Invest kontaktet Periscopus for å innhente konkurrerende bud dersom det virkelig var armlengdes avstand mellom Erik Must AS og Uldal Invest, all den tid Periscopus hadde gitt Uldal Invest et stående bud på NOK 600 per aksje.

7. Anførsler i tilsvaret

Erik Must AS v/ advokat Kim Dobrowen har i hovedsak anført:

Børsens godkjennelse av tilbudsprisen på NOK 350 er korrekt. Børsens vedtak er verken basert på feil lovtolkning, rettsanvendelse eller subsumsjon. Erik Must AS slutter seg til det som står i vedtaket.

Erik Must AS har ikke betalt høyere vederlag enn NOK 350 i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte. Det er ikke ”klart” at markedskursen var høyere enn NOK 350 da tilbudsplikten inntrådte. Kontrollskiftet som utløser tilbudsplikt har skjedd gjennom kjøp på armlengdes avstand. Det er verken faktisk eller rettslig noe grunnlag for å komme til at Erik Must AS' kjøp ikke representerte markedskurs på det aktuelle tidspunktet.

Når det gjelder lovtolkningen, er hovedregelen bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd første punktum. Et hovedhensyn bak bestemmelsen er hensynet til forutberegnelighet for potensielle tilbydere, jf. Ot. prp. nr. 29 (1996-97) side 79. Dette er viktig, ettersom det kan virke hemmende på fremsettelsen av offentlige tilbud dersom tilbyder ikke kan kalkulere tilbudsprisen før tilbudspliktgrensen brytes.

For å anvende unntaksregelen i verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd annet punktum, er det ikke tilstrekkelig at noen andre enn tilbyder har betalt eller uttrykt vilje til å betale høyere kurs enn tilbudsprisen. Dette er ikke lovens system. Kursen kan derfor ha beveget seg over tilbudsprisen uten at dette skal rokke ved utgangspunktet i § 6-10 fjerde ledd første punktum.

Det understrekes i forarbeidene at terskelen for å anvende § 6-10 fjerde ledd annet punktum skal være høy. Ut fra hensynene bak hovedregelen bør unntaksregelen i annet punktum kun få anvendelse der (i) tilbyder på grunn av omstendighetene rundt transaksjonen ikke kan ha en berettiget forventning om at betalt vederlag utgjør markedskurs og (ii) den høyere markedskursen enkelt lar seg etablere. I denne saken er disse kravene ikke oppfylt.

Børsklagenemndens sak 5/2006, som klager viser til, gjelder et tilfelle hvor det ikke forelå en transaksjon på armlengdes vilkår, og er ikke relevant for foreliggende sak.

I følge forarbeidene må markedskursen ha vært ”stabilt høyere” for at unntaket skal få anvendelse. Unntaksbestemmelsen har også blitt tolket snevert i praksis, se Oslo Børs’ uttalelse 2. april 2001 (Swan Reefer).

Når det gjelder rettsanvendelsen, anføres det at det ikke er noen forhold i saken som tilsier at avtalen mellom Erik Must AS og Uldal Invest AS ikke ble foretatt på armlengdes avstand. Det foreligger ingen gavesalgssituasjon, forsøk på omgåelse av reglene eller lignende. Børsens rettsanvendelse, når man har kommet til at det ikke forelå forhold som tilsier at markedskursen var høyere enn NOK 350 da tilbudsplikten inntrådte, er i samsvar med det som følger av lov og forarbeider.

Erik Must AS er uenig i at Gyldendal-aksjens snittkurs gjennom 2008 på NOK 406,53 skal legges til grunn for fastsettelse av tilbudsprisen. Periscopus’ argumentasjon for dette har ikke støtte verken i lov eller forarbeider. Dersom historisk snittkurs i en viss periode skulle legges til grunn, ville dette fulgt direkte av loven.

Videre er situasjonen i foreliggende sak ikke slik at markedskursen har vært ”stabilt høyere” enn den høyeste pris som tilbyder har betalt, jf. forarbeidene til loven. Snittkurs på en illikvid aksje gjennom 11 måneder representerer på ingen måte markedskurs ved periodens utløp. Enn mindre kan dette gjelde i et aksjemarked som har falt dramatisk i samme periode. Omsetningen av Gyldendal-aksjen i 2008 gir ikke grunnlag for å konkludere med at det var etablert en annen, avvikende markedskurs. Aksjen ble 3. januar 2008 omsatt til kurs NOK 310 per aksje. Erik Must AS’ kjøp til kurs NOK 350 den 26. november 2008, som utløste det pliktige tilbudet, innebærer en kursstigning på 13 prosent fra 1. januar 2008. OSEBX falt i samme periode 57 prosent. En slik rettsanvendelse som klager tar til orde for, ville i stor grad være til hinder for selskapsovertakelser i et fallende marked.

Dessuten vil det være uriktig å se bort fra at den snittkurs som anføres er fastsatt på bakgrunn av et fåtall transaksjoner foretatt hovedsakelig av én kjøper – Periscopus. Sistnevnte har kjøpt 97,5 prosent av de Gyldendal-aksjer som ble omsatt i 2008 forut for transaksjonen som utløste tilbudsplikt, jf. også børsens uttalelse 2. april 2001 (Swan-Reefer ASA).

Klager gir uttrykk for at det forelå et ”stående bud” på NOK 600 på de Gyldendal-aksjer Erik Must AS hadde fra Periscopus. Dette er en udokumentert påstand. Tilbyder ble sist kontaktet av Periscopus 7. april 2008 med forespørsel om kjøp av aksjer til NOK 600. I perioden 7.

april til 26. november 2008 falt hovedindeksen med 51,1 prosent. Erik Must har ikke oppfattet situasjonen slik at det foreligger et ”stående bud” på NOK 600.

Det har heller ikke foreligget et stående tilbud til Uldal Invest. Et slikt tilbud ble fremsatt til Kjell Chr. Ulrichsen 6. desember 2007 og avslått av ham i brev 19. desember 2007. Dermed bortfalt tilbudet, jf. avtaleloven § 5. Noe nytt tilbud er ikke fremsatt.

8. Børsklagenemndens vurdering

Børsens vedtak om godkjenning av tilbudet i henhold til verdipapirhandelloven § 6-14 er gjenstand for klage, jf. børsloven § 40. Børsklagenemnden er klageinstans, jf. børsforskriften § 35. Klagen er rettidig.

Spørsmålet i saken er om tilbudsprisen skal fastsettes til de NOK 350 per aksje som Erik Must AS betalte i den transaksjonen som utløste tilbudsplikten, eller om markedskursen på aksjen klart var høyere slik at en høyere kurs skal legges til grunn etter verdipapirhandelloven § 6-10 (4) annet punktum.

Det Børsklagenemnden må ta stilling til, er om det er klart at det forelå en annen og høyere markedskurs enn NOK 350 den 26. november 2008.

Klageren påpeker at markedskursen på aksjene har ligget høyere enn NOK 350 gjennom hele 2008 fra 15. januar 2008 da 280 aksjer i Gyldendal ASA ble omsatt til kurs NOK 360, og frem til den siste overdragelse før salget av de 357 967 aksjer til Erik Must AS fant sted. Denne siste transaksjonen foregikk 4. november og gjaldt 40 aksjer som ble solgt til kurs NOK 400. Gjennomsnittsprisen for de 30 196 aksjer som ialt var blitt omsatt i 2008 frem til 26. november, utgjorde NOK 406,53. Klager mener at denne gjennomsnittskursen må være riktig tilbudspris.

Det må være åpenbart at man ved anvendelsen av verdipapirhandelloven § 6-10 (4) annet punktum, som gir anvisning på ”markedskursen når tilbudsplikten inntreffer”, ikke kan legge til grunn en gjennomsnittskurs fra en periode som strekker seg over 11 måneder forut for dette tidspunkt. For å kunne benytte regelen må det klart kunne fastslås en markedskurs på det angjeldende tidspunkt som ligger høyere enn NOK 350. I ordet ”klart” ligger krav til en viss styrke på bevisene for en slik høyere markedskurs.

Det dreier seg her om en lite likvid aksje med et fåtall handler på beskjedne volumer. Den siste handelen før den aktuelle transaksjonen gjaldt således bare 40 aksjer og foregikk 3 uker før den 26. november 2008. Før det igjen ble det den 22. oktober 2008 omsatt 4 715 aksjer til kurs NOK 410. Aksjemarkedet generelt var i kraftig fall i november. Fra 4. til 26. november falt OSEBX-indeksen ved Oslo Børs 21,88 %. Det er etter Børsklagenemndens mening ikke mulig å fastslå at det 3 uker senere klart forelå en markedskurs som lå høyere enn de NOK 350 som ble avtalt mellom Uldal Invest AS og Erik Must AS.

Klageren har vist til Børsklagenemndens avgjørelse i sak 5/2006 og anført at den gir støtte for klagers syn. I den saken gjaldt tvisten hvorvidt bestemmelsen i den tidligere verdipapirhandellov § 4-10, som tilsvarte någjeldende lov § 6-10 (4), i det hele tatt kom til anvendelse i et tilfelle der det ikke var betalt noe for aksjeoverdragelsen som utløste tilbudsplikten. Klagers anførsel i saken gikk ut på at aksjenes verdi i et slikt tilfelle måtte fastsettes skjønsmessig og til aksjenes virkelige verdi. Den passus som er trukket frem av klager, må leses på bakgrunn av dette saksforholdet. Avgjørelsen er derfor lite relevant i

forhold til situasjonen i foreliggende sak, hvor vederlaget som skulle betales, faktisk ble avtalt etter forhandlinger mellom partene.

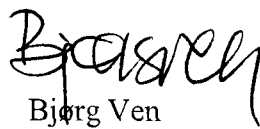
Etter børsens undersøkelser foreligger det ingen omstendigheter rundt transaksjonen den 26. november 2008 som skulle tilsi at avtalt vederlag ikke ga uttrykk for hva som faktisk ble betalt for aksjene. Ut fra den fremlagte dokumentasjon har Børsklagenemnden heller ingen holdepunkter for å fastslå noe annet. Det forhold at Must og Ulrichsen er tidligere mangeårige partnere og sitter i styret sammen, kan etter Børsklagenemndens oppfatning ikke tillegges noen selvstendig betydning i denne sammenheng.

Tilbudet som ble fremsatt av klager og avslått av Kjell Chr. Ulrichsen i desember 2007 og gjentatt overfor Erik Must AS i begynnelsen av april 2008, kan heller ikke få betydning i forhold til kravet i verdipapirhandelloven § 6-10 (4) annet punktum om at en høyere markedspris per 26. november 2008 klart må kunne fastslås. Fra siste tilbud var det gått over et halvt år, og både finansmarkedet og de økonomiske resultater i Gyldendal hadde utviklet seg i negativ retning. Tilbudet er ikke gjentatt. Heller ikke klager har anført at beløpet på NOK 600 skal tas hensyn til ved utregningen av den tilbudspris klager mener er riktig.

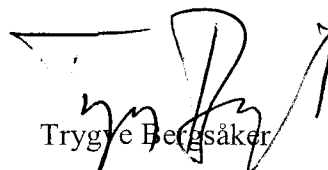
Børsklagenemnden finner etter dette at det ikke kan sies å være klart at det forelå en høyere markedspris på aksjen enn NOK 350 da tilbudsplikten inntrådte den 26. november 2008. Verdipapirhandelloven § 6-10 (4) første punktum vil da gjelde. Børsklagenemnden slutter seg derfor til børsens vedtak. Vedtaket er enstemmig.

Børsklagenemndens vedtak:

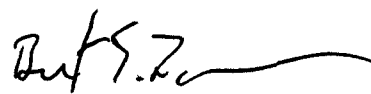
Oslo Børs' vedtak av 18. desember 2008 om godkjenning av pliktig tilbud på samtlige aksjer i Gyldendal ASA fremsatt av Erik Must AS, stadfestes.


Bjørg Ven


Filip Truyen


Trygve Berntsen


Jøril Mæland


Bernt Zakariassen