



Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2011

FORORD

Børssirkulærer, vedtak og uttalelser består av utdrag fra de vedtak, brev og andre uttalelser som antas å ha interesse fordi de illustrerer fortolkninger eller praksis. I tillegg er alle børssirkulærer fra 2011 inntatt.

Gjengivelsen her er i noen grad tilpasset offentliggjøring blant annet ved anonymisering og tilpasning av overskrifter. Gjengivelsen vil derfor kunne avvike noe fra den nøyaktige teksten, vedtak eller uttalelser. En del uttalelser er gitt pr. e-post, eller som referat av andre samtaler og har en mer uformell form. Vi har likevel tatt dem med når de kan ha interesse utover den aktuelle sak.

Oslo Børs gjør oppmerksom på at det kan være enkelte feil og mangler i gjengivelsen. Børsklagenemndens vedtak, enkelte av børsstyrets vedtak og børssirkulærer publiseres løpende. Gratis abonnement kan bestilles på børsens nettside.
(<http://www.oslobors.no/user/register>)

Fotnoter er ikke inntatt i materialsamlingen.

Utarbeidelse av Børssirkulærer, vedtak og uttalelser er hvert år et betydelig arbeid. Det rettes en stor takk til alle bidragsyterne, og særlig advokat Ida Weyer-Larsen, advokat Kjell Vidjeland og advokatassistent Lise Karlsen som har gjort en kjempejobb i forbindelse med utarbeidelsen av dokumentet og vært til stor hjelp for undertegnede.

Oslo Børs 23.1.2012

Øivind Amundsen
Juridisk direktør
Oslo Børs ASA

1. Børssirkulærer 2011	7
1.1 Børssirkulære 1/2011: Endringer i priser på Oslo Børs, Oslo Axess og Oslo ABM.....	8
1.2 Børssirkulære 2/2011: Endring i børsforskriften – krav om at alle utstedere med noterte omsettelige verdipapirer etablerer revisjonsutvalg.....	9
1.3 Børssirkulære 3/2011: Endringer i børsens krav om styrets uavhengighet og mindre endringer i ETF reglene	15
1.4 Børssirkulære 4/2011: Oppheving av børssirkulære nr 4/2004	18
1.5 Børssirkulære 5/2011: Endringer i børsens regler for utstedere av aksjer og egenkapitalbevis	19
1.6 Børssirkulære 6/2011: Endringer i Obligasjonsreglene og ABM-reglene	30
1.7 Børssirkulære 7/2011: Anbefaling om rapportering av IR-informasjon.....	34
1.8 Børssirkulære 8/2011: Endringer i anbefaling for eierstyring og selskapsledelse høsten 2011	36
1.9 Børssirkulære 9/2011: Endring i derivatreglene.....	40
1.10 Børssirkulære 10/2011: Endringer i priser på Oslo Børs, Oslo Axess og Oslo ABM.....	41
1.11 Børssirkulære 11/2011: Praksisendring - dekning av utgifter til Børsklagenemnden	45
1.12 Børssirkulære 12/2011: Informasjon om foreslåtte endringer i prospekt- og rapporteringsdirektivet.....	46
2. Opptak til børsnotering	50
2.1 Nye selskaper i 2011	50
2.2 Opptakspraksis	50
2.2.1 Nye rutiner for opptak av retter til aksjer	50
2.2.2 Omsetningsbegrensninger i vedtekter.....	52
2.2.3 Noteringer - Norge og Canada (e-post av 11.1.2011).....	54
2.2.4 Unoterte aksjer på eget ISIN (e-post av 5.9.2011)	55
2.2.5 Søknad om reklassifisering av børsnotering fra primær- til sekundærnotering (brev av 29.11.2011).....	55
3. Strykning/suspensjon.....	57
3.1 Selskaper som er strøket fra notering	57
3.2 Strykningsaker	57

3.2.1	Oversikt over praksis i strykningssaker (e-post til Ocean Rig av 28.10.2011).....	57
3.2.2	London Mining PLC – innstilling vedrørende søknad om strykning (notat av 20.6.2011).....	60
3.2.3	Axis-Shield PLC - innstilling vedrørende søknad om strykning – unntak fra løpende forpliktelser pkt 15.1 (4) (notat av 18.11.2011).....	61
4.	Løpende utstederregler	64
4.1	Løpende informasjonsplikt mv.....	64
4.1.1	Vedtak om overtredelsesgebyr	64
4.1.1.1	Sevan Marine ASA – overtredelse av løpende informasjonsplikt (Børsstyrevedtak 16.2.2011).....	64
4.1.1.2	Bionor Pharma ASA - overtredelse av løpende informasjonsplikt (Børsstyrevedtak 24.8.2011).....	73
4.1.1.3	Sevan Marine ASA – overtredelse av løpende informasjonsplikt og forsinket offentliggjøring av informasjonsdokument (børsstyrevedtak av 14.12.2011).....	90
4.1.2	Kritikkbrev/Generell veiledning	102
4.1.2.1	Dolphin – informasjonsplikt i forbindelse med reparasjonsemisjon (e-post av 11.1.2011)	102
4.1.2.2	Fairstair Heavy Transport – Private Placement (brev av 14.1.2011).....	103
4.1.2.3	Emisjon i Eitzen Maritime Services ASA (brev av 2.2.2011)	104
4.1.2.4	Informasjonsplikt utenom børsens åpningstid – kontakt med media (brev av 21.2.2011)	105
4.1.2.5	Prospector Offshore Drilling – Private Placement (brev av 14.4.2011)....	106
4.1.2.6	Statoil – oljefunn på Skrugard (brev av 1.6.2011).....	107
4.1.2.7	RXT – varslingsplikt ved offentliggjøring av særlig kurssensitive begivenheter (brev av 2.9.2011).....	108
4.1.2.8	Flex LNG – Announcement of April 11 regarding agreement with InterOil, Pacific LNG, LNGL and Samsung (brev av 15.9.2011).....	109
4.1.2.9	Repant ASA – Kritikk av informasjonshåndtering ifm inngåelse av rammeavtale med Kesko Food Ltd (brev av 28.9.2011)	110
4.1.2.10	Birdstep Technology ASA – Announcement of September 14 regarding replacement of CFO (brev av 18.10.2011)	112
4.1.2.11	Orkla – Investor Day-presentasjon 14. September (brev av 8.11.2011).....	112
4.1.3	INFORMASJONSDOKUMENT	114
4.1.3.1	Oversikt over informasjonsdokument.....	114

4.1.3.2	Vurdering av fristens utgangspunkt (e-post av 8.4.2011).....	114
4.1.3.3	Spørsmål om beregning av prosentterskler i løpende forpliktelser pkt 3.4. og 3.5 (e-post av 22.8.2011)	115
4.1.3.4	Løpende forpliktelser punkt 3.4 og 3.5 og byggekontrakter for skip/rigg (e-post av 7.9.2011)	116
4.2	Regnskapsrapportering	116
4.2.1	Søknad om dispensasjon fra kravet om utarbeidelse av halvårsrapport for låntager med obligasjoner notert på ABM (brev av 3.1.2011)	116
4.2.2	T.O: Obligasjonsutstedere notert på Oslo Børs og Oslo ABM: Krav til rapportering for garantister (e-post av 16.3.2011).....	117
4.2.3	Exemption from the requirement to include management report and responsibility statement in annual report and semi annual report cf. Bond Rules 3.7.2 (brev av 30.5.2011).....	118
4.2.4	AB Stena Metall Finans - exemption from the requirement to issue annual and semi annual company accounts (brev av 7.12.2011)	119
4.3	Fremgangsmåte for offentliggjøring - språk	120
4.3.1	Norske Skogindustrier ASA – Avslag på søknad om dispensasjon fra verdipapirhandelloven § 5-13 vedrørende krav til språk ved informasjonspliktige opplysninger (brev av 7.1.2011).....	120
4.3.2	Nordea Bank Norge ASA – Innvilgelse av søknad om dispensasjon fra verdipapirhandelloven § 5-13 vedrørende krav til språk ved informasjonspliktige opplysninger (brev av 8.4.2011).....	122
4.3.3	Njord Gas Infrastructure AS – Approval of application for exemption from Section 5-13 of the Securities Trading Act in respect of the language requirement for disclosure of notifiable information (brev av 1.7.2011)	123
4.4	Redegjørelse for eierstyring og selskapsledelse	125
4.4.1	Rapportering om foretaksstyring – krav til tredjelandsutstedere (e-post av 13. mai 2011).....	125
4.4.2	Redegjørelse for foretaksstyring – Dispensasjon fra plikt til å rapportere iht regnskapsloven § 3-3 b for utsteder utenfor EØS med Norge som hjemstat (e-post av 30.11.2011)	125
4.5	Annet.....	126
4.5.1	Vedrørende notering av aksjer etter rettet emisjon (brev av 18.5.2011) ...	126
4.5.2	Krav om notering av tegningsretter for Petrolia ASA (utdrag fra e-poster i perioden 27.6 til 1.7.2011).....	127
4.5.3	NEXUS - Omsetningskurs på selskapets aksjer (e-post av 1.9.2011)	128
4.5.4	Egenkapitalbevis med ulike rettigheter (e-poster 14. og 15.9.2011).....	129

4.5.5	Discovery Offshore S.A: - Brudd på plikt til å sende kopi av flaggemelding – løpende forpliktelser pkt 13.2.2 (10) (brev av 14.10.2011)	130
4.5.6	NetConnect – suspensjon av aksjen pga usikkerhet i prisingen (Børsens vurdering av 07.12.2011)	131
5.	Tilbudsplikt/frivillig tilbud	133
5.1	Kontrollerte tilbud	133
5.2	Pliktig tilbud	133
5.2.1	Børsklagenemndens sak 1/2011: Wilh. Wilhelmsen	133
5.2.2	Spørsmål om tilbudsplikt - utlån og tilbakelevering av aksjer (e-post av 31.1.2011).....	149
5.2.3	Re. Request for confirmation in connection with contemplated merger (brev av 14.4.2011)	150
5.2.4	Styrets uttalelse (e-post av 6.7.2011)	151
5.2.5	Vedr. godkjenning av tilbudsdokument og garanti for pliktig tilbud – fristberegning (e-post av 12.7.2011).....	151
5.2.6	Guidance on matter relating to mandatory offer obligation on consolidated basis (brev av 23.8.2011)	151
5.2.7	Kværner ASA – tilbudsplikt eierbeholdning over 40 % ved notering på konsolidert basis (e-post av 19.9.2011).....	153
5.2.8	Sevan Marine – omfang av tilbudsplikt, nyutstedelse av aksjer (brev av 13.11.2011).....	154
5.2.9	TECO Maritime ASA - melding om at tilbudsplikt er utløst (e-post av 19.12.2011).....	159
5.3	Nedskrivning av garanti	160
5.3.1	Mandatory offer – Grenland Group ASA – Reduction of guarantee (brev av 17.1.2011).....	160
5.3.2	Transocean – Søknad om nedskrivning av garanti (brev av 11.10.2011)	161
5.4	Dispensasjon fra tilbudsplikt	162
5.4.1	Dispensasjon fra tilbudsplikt ved erverv fra nærstående (brev av 15.9.2010, offentliggjort i 2011).....	162
5.4.2	Panoro Energy ASA – Sector fond – unntak fra tilbudsplikt (brev av 13.4.2011).....	163
5.4.3	Panoro Energy ASA – Sector fond – unntak fra tilbudsplikt (brev av 20.5.2011).....	164
5.4.4	Aker Solutions ASA – unntak fra tilbudsplikt i konsolidert gruppe - overgangsforskriften § 3 (2) og vphl. § 18-2 (2) (brev av 14.10.2011).....	165

5.4.5	Aker Floating Production – dispensasjon fra tilbudsplikt (brev av 4.11.2011).....	169
5.4.6	Aker Floating Production – videreføring av unntak fra etterfølgende tilbudsplikt ved tidligere dispensasjon fra tilbudsplikt (notat av 2.12.2011).....	176
5.5	Frivillig tilbud.....	179
5.5.1	Tilbakemelding til utkast tilbudsdokument for frivillig tilbud – likebehandling (e-post av 9. 5.2011).....	179
5.5.2	Frivillig tilbud på GC Rieber Shipping ASA (RISH) - rettslige rammer og børsens kompetanse (e-post av 30.8.2011)	179
5.5.3	AKD – anvendelse av verdipapirhandelloven 6-22 (3) på frivillig tilbud fremsatt som pliktig tilbud (e-post fra Oslo Børs av 4.10.2011)	181
6.	Medlemskap, medlemmers opptreden, handelsregler.....	182
6.1	Nye medlemmer 2011.....	182
6.2	Medlemsregler/Handelsregler.....	182
6.2.1	Vedrørende ordreinnleggelser og handler i FAR (brev av 28.1.2011)	182
6.2.2	Vedrørende ordreinnleggelser (brev av 17.2.2011)	182
6.2.3	Vedrørende handel i Ekornes (brev av 18.3.2011)	183
6.2.4	Vedrørende feilkvotering i warrants (brev av 14.4.2011)	183
6.2.5	Vedrørende ordreinnleggelse i Subsea 7 S.A. og handler i Prosafe SE (brev av 6.5.2011).....	184
6.2.6	Vedrørende handel i Stolt Nielsen Limited obligasjon – SNI01 (brev av 17.11.2011).....	185
6.2.7	Påminnelse/service fra Oslo Børs til medlemmer om bestemmelsen om forbudet mot udekket short-salg ved en betydelig økning av selskapets aksjekapital (e-post av 11.10.2011).....	185

1. BØRSSIRKULÆRER 2011

1/2011	Endringer i priser på Oslo Børs, Oslo Axess og Oslo ABM
2/2011	Endring i børsforskriften – krav om at alle utstedere med noterte omsettelige verdipapirer etablerer revisjonsutvalg
3/2011	Endringer i børsens krav om styrets uavhengighet
4/2011	Oppheving av børssirkulære nr 4-2004
5/2011	Endringer i børsens regler for utstedere av aksjer og egenkapitalbevis
6/2011	Endringer i Obligasjonsreglene og ABM-reglene
7/2011	Informasjon om regelverk som er relevant for investorer på selskapets hjemmeside
8/2011	Endringer i anbefaling for eierstyring og selskapsledelse høsten 2011
9/2011	Endring i derivatreglene
10/2011	Endringer i priser på Oslo Børs, Oslo Axess og Oslo ABM
11/2011	Praksisendring - dekning av utgifter til Børsklagenemnden
12/2011	Informasjon om foreslåtte endringer i prospekt- og rapporteringsdirektivet

Børssirkulære 1/2011: Endringer i priser på Oslo Børs, Oslo Axess og Oslo ABM

Det vil fra 1. februar 2011 bli foretatt enkelte endringer i prisene på Oslo Børs, Oslo Axess og Oslo ABM. Kursnoteringsavgiften og introduksjonsavgiften endres ikke.

Kontrollavgifter

Avgift for kontroll av informasjonsdokument endres fra NOK 40.000 til NOK 50.000.

Avgift for kontroll av tilbudsdokument endres fra NOK 100.000 til NOK 125.000.

Avgift for kontroll av nedkvittring av garanti (i forbindelse med tilbud) endres fra NOK 10.000 til NOK 15.000.

For aksjer og egenkapitalbevis notert på Oslo Børs og Oslo Axess

Ved notering av aksjer knyttet til tildelingsretter før utstedelse, såkalte if issued noteringer, jf opptaksreglene punkt 2.5.2, påløper en avgift på NOK 150.000, i tillegg til ordinær introduksjonsavgift.

Ved redegjørelse i forbindelse med vesentlige endringer i selskapet, jf løpende forpliktelser kapittel 12, påløper en avgift på henholdsvis NOK 10.000 eller NOK 100.000, avhengig av type transaksjon.

Ved strykning vil kursnoteringsavgift belastes for det året strykning finner sted.

For obligasjonslån notert på Oslo Børs og Oslo ABM

Ved søknad om dispensasjon fra kravet til finansiell rapportering for morselskap i konsern påløper en avgift på NOK 10.000.

Ved søknad om dispensasjon fra kravet til halvårsrapport påløper en avgift på NOK 10.000.

Ved søknad om overflytting mellom Oslo Børs og Oslo ABM påløper en avgift på NOK 10.000.

En oppdatert prislister vil bli offentliggjort før 1. februar 2011.

1.1 Børssirkulære 2/2011: Endring i børsforskriften – krav om at alle utstedere med noterte omsettelige verdipapirer etablerer revisjonsutvalg

1 Innledning og sammendrag

Som et ledd i implementeringen av EUs revisjonsdirektiv i norsk lovgivning ble børsforskriften § 1 (2) endret 1. juli 2010, slik at bestemmelsen nå krever at alle utstedere med omsettelige verdipapirer notert på regulert marked skal ha et revisjonsutvalg eller et tilsvarende organ .

Endringen i børsforskriften relatert til krav om revisjonsutvalg innebærer i hovedsak følgende:

- Børsforskriften § 1 (2) krever at alle utstedere av omsettelige verdipapirer notert på regulert marked skal etablere revisjonsutvalg. Det vil si at alle norske og utenlandske utstedere av aksjer, egenkapitalbevis, sertifikater, obligasjoner, warrants, exchange traded commodities og exchange traded notes må etablere revisjonsutvalg eller lignende organ, jf. pkt 3 ("Hvilke foretak har plikt til å etablere revisjonsutvalg").
- Utstedere som er offentlig myndighet er ikke underlagt krav om å etablere revisjonsutvalg, jf. pkt. 3 ("Hvilke foretak har plikt til å etablere revisjonsutvalg").
- Revisjonsutvalget skal ha oppgaver og sammensetning som angitt i revisjonsdirektivet artikkel 41, jf. pkt 4 ("Revisjonsutvalgets sammensetning") og 5 ("Revisjonsutvalgets oppgaver").
- Det er unntak fra plikten til å etablere revisjonsutvalg for mindre foretak, jf. pkt 6.2 ("Unntak for mindre foretak").
- Det er tilstrekkelig at utstedere registrert i et annet land innenfor EU/EØS har etablert revisjonsutvalg eller lignende organ i henhold til hjemlandets rett. Utstedere etablert utenfor EU/EØS må oppfylle kravene i børsforskriften § 1 (2). Se pkt. 8 ("Særlig om utenlandske utstedere").
- Berørte utstedere har frist til etter neste ordinære styrevalg med å innrette seg etter kravet, dog likevel ikke senere enn 30. juni 2011, jf. pkt 9 ("Frist for å etablere revisjonsutvalg og dokumentasjonskrav").

Børsen arbeider for tiden med å foreta de nødvendige justeringer i børsens utstederregler. Endringene vil tre i kraft senest 1. juli 2011.

2 Bakgrunn

EUs revisjonsdirektiv ble i hovedsak implementert i norsk rett allerede i løpet av sommeren 2009, herunder ble krav om revisjonsutvalg pålagt en rekke norske utstedere gjennom endringer i allmennaksjeloven og særlovgivningen for forretningsbanker, sparebanker, forsikringsselskaper og finansieringsforetak. Disse endringene er beskrevet i børssirkulære 4/2009 .

Dette sirkulæret er en oppfølging av sirkulære 4/2009 og har som mål å gjøre rede for betydningen av endringen i børsforskriften § 1 (2) for utstedere med omsettelige verdipapirer notert på Oslo Børs og Oslo Axess. For oversiktens skyld er også det som er skrevet om allmennaksjeloven regler om revisjonsutvalg i sirkulære 4/2009, som gjelder

kun for selskaper organisert under den loven, gjentatt i dette sirkulæret hvor det er relevant.

3 Hvilke foretak har plikt til å etablere revisjonsutvalg

Plikten til å etablere revisjonsutvalg gjelder i henhold til børsforskriften § 1 (2) utstedere med omsettelige verdipapirer notert på regulert marked. Det betyr at alle utstedere med omsettelige verdipapirer notert på Oslo Børs eller Oslo Axess er underlagt krav om å etablere revisjonsutvalg, herunder utstedere av aksjer, egenkapitalbevis, sertifikater, obligasjoner, warrants, exchange traded commodities og exchange traded notes.

Såkalte exchange traded funds og derivater som noteres og handles på Oslo Børs er finansielle instrumenter som faller utenfor virkeområdet til børsforskriften § 1 (2).

Børsen antar at de fleste norske utstederne av omsettelige verdipapirer notert på Oslo Børs og Oslo Axess allerede har etablert revisjonsutvalg som følge av implementeringen av revisjonsdirektivet i allmennaksjeloven og særlovgivningen for finansinstitusjoner i 2009. Imidlertid har endringen i børsforskriften betydning for aksjeselskap med noterte omsettelige verdipapirer, som børsforskriften nå som et utgangspunkt pålegger en plikt til å etablere revisjonsutvalg, for eksempel aksjeselskap med noterte obligasjoner eller andre renteinstrumenter.

Endringen i børsforskriften får også betydning for utenlandske foretak med omsettelige verdipapirer notert ved Oslo Børs eller Oslo Axess, som gjennom den nye regelen i børsforskriften pålegges å etablere revisjonsutvalg på lik linje med norske utstedere. Fordi forskriftsendringen innebærer en implementering av EUs revisjonsdirektiv, vil imidlertid selskaper registrert i annen EU/EØS-stat med omsettelige verdipapirer notert på Oslo Børs eller Oslo Axess allerede være underlagt tilsvarende regulering i sin hjemstat. Som det redegjøres for under pkt. 8 nedenfor, legges det til grunn at det for slike selskaper vil være tilstrekkelig å etablere revisjonsutvalg eller lignende organ etter hjemlandets regler. Endringen i børsforskriften synes følgelig å ha størst betydning for utstedere registrert utenfor EU/EØS med omsettelige verdipapirer notert på Oslo Børs eller Oslo Axess, som gjennom endringen i børsforskriften får en plikt til å etablere revisjonsutvalg i henhold til børsforskriften krav.

Det påpekes at offentlige myndigheter (stat, kommune, fylkeskommune m.m.) med omsettelige verdipapirer notert på regulert marked er uttrykkelig unntatt fra plikten til å etablere revisjonsutvalg i børsforskriften § 1 (2) annet punktum.

Børsen nevner for ordens skyld at det kun er utstedere med omsettelige verdipapirer notert på regulert marked plikten til å etablere revisjonsutvalg i børsforskriften er relevant for. Endringen er altså ikke relevant for utstedere med renteprodukter notert på den uregulerte markedsplassen Oslo ABM.

4 Revisjonsutvalgets sammensetning

4.1 Generelt

Det følger av børsforskriften § 1 (2) annet punktum at revisjonsutvalget eller tilsvarende organ skal ha sammensetning som nevnt i artikkel 41 i revisjonsdirektivet.

Artikkel 41 åpner for ulike alternativer for hvordan revisjonsutvalg skal etableres. I følge bestemmelsen kan revisjonsutvalget bestå av medlemmer av styret og/eller medlemmer av et tilsynsorgan og/eller medlemmer valgt direkte av generalforsamlingen. Ledende ansatte i selskapet kan ikke velges som medlemmer av revisjonsutvalget. Bakgrunnen for at det gis alternativer må antas å være de ulike styringsorganene som finnes i de

europiske landene.

Norge har implementert revisjonsdirektivet i allmennaksjeloven slik at revisjonsutvalget skal velges av og blant styrets medlemmer, jf allmennaksjeloven § 6-42 (1), se også pkt 4.2 i børssirkulære 4/2009. Revisjonsutvalget er etter norsk rett et forberedende og rådgivende arbeidsutvalg for styret, og det har i utgangspunktet ikke selvstendig beslutningskompetanse. Det følger videre uttrykkelig av bestemmelsen i allmennaksjeloven at dersom styremedlemmer er ledende ansatte i selskapet, kan ikke disse velges til medlemmer av revisjonsutvalget.

Verken revisjonsdirektivet eller revisjonsutvalgsbestemmelsene i allmennaksjeloven eller særlovgivningen for finansinstitusjoner sier noe om hvor mange medlemmer revisjonsutvalget skal ha. Det er i forarbeidene till allmennaksjelovens bestemmelser om revisjonsutvalg uttalt at på generelt grunnlag bør antall medlemmer reflektere de oppgaver revisjonsutvalget er satt til å utføre, og at det således bør tas hensyn til mulige medlemmers kvalifikasjoner og til at møter mv lar seg gjennomføre på en effektiv måte.

4.2 Krav om uavhengighet og kvalifikasjoner innen regnskap og/eller revisjon

Artikkel 41 stiller krav om at minst ett av medlemmene i utvalget skal være uavhengig av virksomheten og ha kvalifikasjoner innen regnskap eller revisjon. Uavhengighetskravet er implementert i allmennaksjeloven § 6-42 (2), som i tillegg bestemmer at revisjonsutvalget samlet skal ha den kompetanse som ut fra selskapets organisasjon og virksomhet er nødvendig for å ivareta dets oppgaver.

Som beskrevet i pkt 4.4 i børssirkulære 4/2009 uttales det i forarbeidene til allmennaksjeloven § 6-42 (2) at det ved vurderingen av uavhengighetskravet vil være naturlig å ta utgangspunkt i kommisjonsanbefaling 2005/162/EF om uavhengige styremedlemmer. Revisjonsdirektivet viser også i fortalen til kommisjonsanbefalingen. Det vises videre til det som er sagt om uavhengighetskravet i punkt 8 i Norsk anbefaling om eierstyring og selskapsledelse. I kommentaren til punkt 8 listes det en rekke forhold som bør vektlegges ved vurderingen av om et styremedlem er uavhengig av selskapets ledelse eller vesentlige forretningsforbindelser. Listen er hentet fra kommisjonsanbefalingen 2005/12/EF.

Mer generelt uttaler departementet i forarbeidene til allmennaksjelovene at utgangspunktet må være at uavhengighet kan sies å foreligge dersom det ikke foreligger noe ervervsmessige, familiære eller andre bånd til selskapet eller dets kontrollerende aksjeeiere som kan gi anledning til en interessekonflikt som kan påvirke vedkommendes dømmekraft. Det samme følger av kommisjonsanbefalingen artikkel 13.1.

Forarbeidene til allmennaksjeloven knytter videre en kommentar til revisjonsutvalgets samlede kompetanse og den særskilte regnskapskompetansen. Det legges til grunn at selv om minstekravet er at én person har kompetanse innen regnskap eller revisjon, kan det tenkes at det i noen selskaper er behov for at flere har slik kompetanse, eller for andre former for kompetanse. Kravet om kvalifikasjon betyr i følge forarbeidene at det ikke nødvendigvis er krav til formell utdanning.

Siden revisjonsutvalget i henhold til allmennaksjeloven skal bestå av styremedlemmer vil det være generalforsamlingens plikt å påse at et eller flere av de som velges til styret oppfyller kravene for å være medlem i revisjonsutvalget. Det vil si at generalforsamlingen må ta stilling til om en konkret kandidats realkompetanse kan anses tilstrekkelig. Som eksempler nevner forarbeidene at i enkelte tilfeller kan realkompetanse tilegnet i en lavere stilling enn godkjent revisor, som finansdirektør eller som leder av internrevisjonsenheten i et børsnotert foretak etter en konkret vurdering være tilstrekkelig, avhengig av virksomhetens art og omfang.

5 Revisjonsutvalgets oppgaver

Det følger av børsforskriften § 1 (2) annet punktum at revisjonsutvalget eller tilsvarende organ skal ha oppgaver som nevnt i artikkel 41 nr 3 i revisjonsdirektivet.

Revisjonsutvalgets overordnede funksjon er å føre en uavhengig kontroll med selskapets finansielle rapportering og kontrollsystemer. Artikkel 41 nr 3 er mer eller mindre direkte implementert i allmennaksjeloven § 6-43 som bestemmer mer konkret at revisjonsutvalgets oppgaver er å:

- a) forberede styrets oppfølging av regnskapsrapporteringsprosessen,
- b) overvåke systemene for intern kontroll og risikostyring samt selskapets internrevisjon om slik funksjon er etablert,
- c) ha løpende kontakt med selskapets valgte revisor om revisjonen av årsregnskapet,
- d) vurdere og overvåke revisors uavhengighet, herunder særlig i hvilken grad andre tjenester enn revisjon som er levert av revisor eller revisjonsselskapet utgjør en trussel mot revisors uavhengighet.

Revisjonsutvalget skal også gi en uttalelse om det innstillende organs forslag til revisor, som skal forelegges generalforsamlingen før valget, jf. allmennaksjeloven § 7-1 (1). Dette fremgår også direkte av artikkel 41 nr 3.

Som beskrevet i pkt 4.5 i børssirkulære 4/2009 stilles det ikke krav i revisjonsdirektivet eller allmennaksjeloven til at revisjonsutvalget fører egen protokoll for utvalgets møter. I forarbeidene til bestemmelsen i allmennaksjeloven påpekes det imidlertid at det forutsettes at det alminnelige kravet til styreprotokoll i allmennaksjeloven gjelder, dersom det samlede styret fungerer som revisjonsutvalg i henhold til særskilt vedtektsbestemmelse, eller utfører revisjonsutvalgets oppgaver i henhold til unntaket for mindre foretak. Styreprotokollen må i slike tilfeller i samsvar med allmennaksjeloven § 6-29 (1), klart angi at styret har fungert som revisjonsutvalg, hvilke overvåknings- og kontrolltiltak som er gjort, resultatet av dem, og de vurderinger og konklusjoner styret som revisjonsutvalg har kommet til på bakgrunn av arbeidet som er gjort.

6 Unntak fra plikten til å etablere revisjonsutvalg

6.1 Generelt

I følge børsforskriften § 1 (2) gjelder unntakene i allmennaksjeloven § 6-41 (2) og (3) tilsvarende så langt de passer. Unntakene kommer altså til anvendelse for både norske og utenlandske utstedere. Disse unntakene er også kort beskrevet i pkt 4.2 i børssirkulære 4/2009.

6.2 Unntak for mindre foretak

Det mest relevante unntaket fra plikten til å etablere revisjonsutvalg følger av § 6-41 (2) og gjelder for selskaper som siste regnskapsår oppfylte minst to av følgende tre kriterier: (i) Gjennomsnittlig ansatte på under 200 (ii) Balansesum på mindre enn 300 millioner kroner ved utgangen av regnskapsåret (iii) Nettoomsetning på mindre enn 350 millioner kroner.

Bestemmelsen implementerer revisjonsdirektivet artikkel 41 nr 2.

Børsen antar at det, hvis relevant, er selskapets konsernregnskap som skal legges til grunn ved vurderingen av ovennevnte terskler.

Videre antar børsen at begrepet nettoomsetningen må forstås som netto driftsinntekter,

etter fradrag for merverdiavgift o.l.

Dersom et selskap faller inn under unntaket er det i allmennaksjeloven lagt til grunn at styret i stedet skal utføre oppgavene som er tillagt revisjonsutvalget. For det tilfelle at styreleder også er ledende ansatt i selskapet, skal vedkommende ikke delta i møtet, jf. allmennaksjeselskap § 6-41 (2). Dette følger også uttrykkelig av revisjonsdirektivet. For ordens skyld understrekes det at unntaksadgangen for mindre foretak innebærer at det ikke er et krav at det må fastsettes i vedtektene at styret skal fungere som foretakets revisjonsutvalg, og styret vil heller ikke betegnes som et revisjonsutvalg, selv om det skal utføre oppgavene som ellers ville ha tilligget revisjonsutvalget.

Børsen viser til at kommentaren til pkt. 9 i Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse anbefaler at også mindre foretak bør vurdere å etablere revisjonsutvalg.

6.3 Unntak for heleide datterselskap

Det er unntak fra kravet om revisjonsutvalg for heleide datterselskap dersom det i morselskapet er etablert et revisjonsutvalg som oppfyller de kravene som stilles til revisjonsutvalg i datterselskapet, jf. allmennaksjeloven § 6-41 (3).

7 Vedtektene kan regulere at samlet styre fungerer som revisjonsutvalg

Det følger av børsforskriften § 1 (2) at også allmennaksjeloven § 6-42 (3) gjelder tilsvarende. Bestemmelsen åpner for at selskaper som er forpliktet til å etablere revisjonsutvalg kan beslutte i vedtektene at det samlede styret skal fungere som revisjonsutvalg, dersom styret til enhver tid oppfyller de øvrige kravene som følger av allmennaksjeloven § 6-42. Det følger av revisjonsdirektivets fortale pkt. (24) at medlemslandene kan åpne for denne muligheten.

Allmennaksjeloven § 6-42 (3) krever at i så fall må styret samlet ha den kompetanse som ut fra selskapets organisasjon og virksomhet er nødvendig for å ivareta revisjonsutvalgets oppgaver og minst ett av medlemmene i revisjonsutvalget skal være uavhengig av virksomheten og ha kvalifikasjoner innen regnskap eller revisjon. Oslo Børs viser i denne forbindelse til at pkt 9 i norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse anbefaler at selskaper ikke bør benytte den adgangen loven gir til å bestemme at det samlede styret skal fungere som selskapets revisjonsutvalg.

8 Særlig om utenlandske utstedere

8.1 Utstedere fra land innenfor EU/EØS området

Som nevnt ovenfor følger det av børsforskriften at også utenlandske foretak som er utsteder av omsettelige verdipapirer notert på Oslo Børs og/eller Oslo Axess er pålagt å ha et revisjonsutvalg eller tilsvarende organ med oppgaver og sammensetning som nevnt i artikkel 41 i revisjonsdirektivet.

Revisjonsdirektivet åpner i artikkel 41 nr 5 for at medlemsstatene kan unnta utenlandske foretak registrert i annen EU/EØS stat fra kravet om revisjonsutvalg under forutsetning av at foretaket har etablert et revisjonsutvalg eller tilsvarende organ i henhold til registreringsstatens regler tilsvarende direktivets krav. Dette unntaket er ikke uttrykkelig implementert i børsforskriften § 1 (2), men det er som nevnt ovenfor henvist til at det kan etableres et "tilsvarende organ". Det følger videre uttrykkelig av forarbeidene til gjennomføringen av revisjonsdirektivet at unntaket i artikkel 41 nr. 5 skal gjelde også i norsk rett. Følgelig vil Oslo Børs legge til grunn at børsforskriften § 1 (2) er oppfylt dersom en utsteder fra annet EU/EØS-land fremlegger dokumentasjon som viser at utsteder har etablert et revisjonsutvalg eller et organ tilsvarende et revisjonsutvalg i

henhold til hjemlandets rett, jf børsforskriften § 1 (2) fjerde punktum. Dokumentasjonen må inneholde opplysninger om hvilket organ som fungerer som revisjonsutvalg samt gjøre rede for hvordan revisjonsutvalget er sammensatt.

8.2 Utstedere fra land utenfor EU/EØS området

Utstedere registrert utenfor EU/EØS med omsettelige verdipapirer notert på Oslo Børs eller Oslo Axess er underlagt plikt til å etablere revisjonsutvalg på lik linje med norske utstedere og utstedere etablert innenfor EU/EØS området, jf. børsforskriften § 1 (2).

For det tilfelle at en utsteder registrert utenfor EU er notert på et annet regulert marked innenfor EU/EØS-området og på den bakgrunn har etablert et revisjonsutvalg i henhold til de regler som gjelder i den EØS-staten, antar børsen at utstederen vil ha oppfylt kravet børsforskriften § 1 (2) under forutsetning av at revisjonsutvalg eller lignende organ er etablert i henhold til regler som tilsvarende direktivets krav.

9 Frist for å etablere revisjonsutvalg og dokumentasjonskrav

Som nevnt innledningsvis trådte endringene i børsforskriften i kraft 1. juli 2010, men det er fastsatt en overgangsregel i børsforskriften kapittel 9 (Ikrafttredelse og overgangsregler), slik at berørte utstedere får frist til etter neste ordinære styrevalg med å innrette seg etter kravet, dog likevel ikke senere enn 30. juni 2011. Børsen vil med utgangspunkt i børsforskriften § 1 (2) innarbeide bestemmelser om revisjonsutvalg i børsens regler for utstedere. Disse reglene vil tre i kraft senest 1. juli 2011.

Alle utstedere med omsettelige verdipapirer notert på Oslo Børs eller Oslo Axess må dokumentere ovenfor børsen at de har etablert et revisjonsutvalg i tråd med kravet i børsforskriften § 1 (2). Børsen vil sende ut et brev til utstederne med nærmere informasjon om hva slags dokumentasjon børsen vil kreve og frist for å sende inn slik dokumentasjon.

1.2 Børssirkulære 3/2011: Endringer i børsens krav om styrets uavhengighet og mindre endringer i ETF reglene

1 Sammendrag

Kravene til styrets sammensetning ved opptak til notering på Oslo Børs og Oslo Axess endres. Minst to av de aksjeeiervalgte styremedlemmene skal være uavhengig av selskapets daglige ledelse, vesentlige forretningsforbindelser og selskapets større aksjeeiere. Bestemmelsen i løpende forpliktelser om at opptaksreglenes krav til styresammensetning gjelder som løpende forpliktelse videreføres ikke.

ETF regelverket endres slik at det gis mulighet for dispensasjon fra prospektkrav ved opptak til notering, se punkt 7.

2 Bakgrunn

Oslo Børs erfarer at mange regulerte markedsplasser ikke har krav vedrørende styrets sammensetning som opptaksregel eller løpende forpliktelse. Dette synes heller å være løst ved anbefalinger tilsvarende Norsk Anbefaling for Eierstyring og Selskapsledelse. Det er da opp til selskapene og deres aksjonærer å fastsette sammensetningen av styret, men det må redegjøres for eventuelle avvik i forhold til gjeldende anbefaling. På denne bakgrunn har Oslo Børs endret kravene til styresammensetning. Det vises også til høringen fra Oslo Børs datert 29.04.2010 vedrørende mulige endringer i børsens krav om styrets uavhengighet.

3 Dagens krav til styresammensetning ved opptak og som løpende forpliktelse

Oslo Børs og Oslo Axess har likelydende krav til styresammensetning. Opptakskravet fremgår av pkt. 2.3.6 i Opptaksregler for Oslo Børs og pkt. 2.3.2 i Opptaksregler for Oslo Axess. Flertallet av de aksjeeiervalgte styremedlemmene skal være uavhengig av selskapets daglige ledelse og vesentlige forretningsforbindelser og minst to av de aksjeeiervalgte medlemmene skal være uavhengig av selskapets større aksjeeiere. Representanter fra den daglige ledelse skal ikke være medlem av styret, men dersom særlige grunner foreligger, kan representanter fra den daglige ledelse utgjøre inntil en tredjedel av styrets aksjeeiervalgte medlemmer. Styrets medlemmer skal ikke ha opptrådt på en slik måte at det gjør dem uskikket til å delta i ledelsen av et børsnotert selskap.

I følge Løpende forpliktelser pkt. 2.3 skal Opptaksreglenes krav til styresammensetning være oppfylt til enhver tid, men for selskaper notert pr. 1. januar 2008 gjelder det en overgangsperiode frem til 1. juli 2012.

4 Innføring av minimumskrav til styreuavhengighet ved opptak til notering

Børsens vurdering er at de nåværende kravene til styresammensetning ikke er hensiktsmessige. Flere av de sammenlignbare europeiske børsene har ikke styreuavhengighet som et opptakskrav og heller ikke som løpende forpliktelse. Oslo Børs finner det imidlertid ønskelig å sikre et visst nivå av styre-uavhengighet i de noterte selskapene i form av minimumskrav til styrets uavhengighet.

Dagens regler erstattes med nærmere definerte minimumskrav til styreuavhengighet. Med denne modellen må selskapene tilfredsstillende minimumskravene, men står selvsagt fritt til å overoppfylle børsens krav – for eksempel ved fullt ut å følge Norsk Anbefaling for Eierstyring og Selskapsledelse. Selskapene får større fleksibilitet vedrørende styresammensetning enn det dagens regelverk tillater, mens innføring av minimumskrav sikrer en viss representasjon av uavhengige styremedlemmer.

Dagens krav om styreuavhengighet innebærer at flertallet av styremedlemmene skal være uavhengig av daglig ledelse og vesentlige forretningsforbindelser. Dessuten skal minst to av medlemmene være uavhengig av selskapets større aksjeeiere. Det innføres nå minimumskrav til styreuavhengighet som innebærer at minst to av styremedlemmene skal være helt uavhengig, dvs. av daglig ledelse/vesentlige forretningsforbindelser og større aksjeeiere. Ved innføring av et minimumskrav anses det hensiktsmessig at de uavhengige styremedlemmene er uavhengig av alle de nevnte interessegruppene.

Enkelte selskaper som ville tilfredsstilt dagens krav til styreuavhengighet vil ikke tilfredsstille det nye kravet. Dette vil være situasjonen hvis de ikke har to styremedlemmer som er uavhengig både av daglig ledelse/vesentlige forretningsforbindelser og større aksjeeiere. At uavhengige styremedlemmer skal være uavhengig både av daglig ledelse/vesentlige forretningsforbindelser og større aksjeeiere synes å være gjennomgående i kravene ved andre regulerte markeds plasser og i corporate governance anbefalinger i andre markeder.

Dagens begrensning på at representanter fra den daglige ledelse ikke kan være medlem av styret og kravene til at styremedlemmer ikke skal være uskikket til å sitte i styret i et notert selskap videreføres som et krav ved opptak til notering.

Det anses hensiktsmessig å stille minimumskrav til selskapenes styresammensetning ved opptak til notering på Oslo Børs og Oslo Axess. Etter notering vil det imidlertid ikke foreligge de samme grunner til at børsen løpende skal regulere styresammensetningen. Dagens regel om at kravene til styrets sammensetning gjelder som løpende forpliktelse blir derfor opphevet.

5 Forholdet til Norsk Anbefaling for Eierstyring og Selskapsledelse

Børsens krav vedrørende styresammensetning sammenfaller i dag med Norsk Anbefaling for Eierstyring og Selskapsledelse. Oslo Børs innfører nå justerte krav ved opptak til notering og krav til styresammensetning som løpende forpliktelse videreføres ikke. I henhold til Løpende forpliktelser punkt 7 skal selskapene gi en samlet redegjørelse for selskapets eierstyring og selskapsledelse i årsrapporten. Redegjørelsen skal omfatte hvert enkelt punkt i anbefalingen og eventuelle avvik fra anbefalingen skal forklares. Utenlandske og sekundærnoterte selskaper kan gi redegjørelsen i forhold til en tilsvarende anbefaling som gjelder i den stat selskapet er registrert eller på selskapets primærmarked. Oslo Børs oppfordrer selskapene til å følge de gjeldende anbefalinger for eierstyring og selskapsledelse.

6 Ny opptaksregel vedrørende styrets sammensetning

Punkt 2.3.6 i Opptaksregler for Oslo Børs (tilsvarende også for pkt. 2.3.2 i Opptaksregler for Oslo Axess) gis følgende formulering:

Styre

1. Minst to av de aksjeeiervalgte styremedlemmene skal være uavhengig av selskapets daglige ledelse, vesentlige forretningsforbindelser og selskapets større aksjeeiere.
2. Representanter fra den daglige ledelse skal ikke være medlem av styret. Dersom særlige grunner foreligger, kan representanter fra den daglige ledelse utgjøre inntil en tredjedel av styrets aksjeeiervalgte medlemmer.
3. Selskapets styre skal bestå av personer som ikke har opptrådt på en slik

måte at det gjør dem uskikket til å sitte i styret i et børsnotert selskap.

4. Børsen kan i særskilte tilfelle gjøre unntak fra første og annet ledd.

De endrede Opptaksreglene for Oslo Børs og Oslo Axess gjelder for søknader om notering på Oslo Børs og Oslo Axess mottatt etter dette sirkulærets dato. Endringen av Løpende forpliktelser punkt 2.3 slik at opptakskravene vedrørende styresammensetning ikke lenger gjelder som løpende forpliktelse og opphevelse av overgangsregelen i Løpende forpliktelser punkt 20, 2. ledd trer også i kraft fra dette sirkulærets dato.

- 7 Endring av ETF-reglene – mulighet for dispensasjon fra prospektkrav ved opptak til notering

Etter opptaksreglene skal det utarbeides prospekt før opptak til notering av ETF. Prospektet skal kontrolleres av Oslo Børs og utarbeides etter de innholdskrav som følger av verdipapirfondloven med tilhørende prospektforskrift, samt enkelte tilleggskrav som følger direkte av opptaksreglene. Innholdskravene etter verdipapirfondloven og prospektforskriften er de som gjelder generelt for norske fond, uavhengig av om andelene søkes notert. Etter norsk fondslovgivning er ikke prospektet underlagt godkjenning av relevante myndigheter. Kvalifiserte EØS-fond kan tilbys i Norge gjennom passporting prosedyrene under UCITS-direktivet. Prospekt for slike fond må utarbeides etter prospektreglene i det landet fondet er etablert.

ETF-reglene pkt 2.3 endres slik at Oslo Børs i særlige tilfelle kan gi dispensasjon i forhold til prospektkravene ved opptak til notering av ETF. Dispensasjon vil normalt være forbeholdt tilfeller der det foreligger prospekt utarbeidet etter annet lands prospektregler og prospektet har vært gjenstand for kontroll av tilsynsorganer. Det understrekes at selv om dispensasjon gis vil Oslo Børs kunne kreve at ytterligere opplysninger inntas i prospektet dersom det anses nødvendig. Endringen trer i kraft fra dette sirkulærets dato.

1.3 Børssirkulære 4/2011: Oppheving av børssirkulære nr 4/2004

Børssirkulære nr 4/2004 om offentliggjøring av annonser mv i forbindelse med prospektpliktige tilbud vedrørende omsettelige verdipapir er opphevet. Bakgrunnen for dette er at den operative prospektkontrollen fra 1. mai 2010 ble overført fra Oslo Børs til Finanstilsynet.

1.4 Børssirkulære 5/2011: Endringer i børsens regler for utstedere av aksjer og egenkapitalbevis

1 Innledning

Vedlagt oversendes endringer i følgende regelsett vedtatt av Oslo Børs 15.juni 2011:

- (i) Løpende forpliktelser for selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess
- (ii) Opptaksregler for Oslo Børs og Oslo Axess

I punkt 2 nedenfor gis en kort oversikt over vesentlige endringer i de nevnte regelverkene. I punkt 3 følger en nærmere beskrivelse av endringene i løpende forpliktelser. I punkt 4 følger en nærmere beskrivelse av endringene i opptaksreglene for Oslo Børs og Oslo Axess.

De vedtatte regelverkene samsvarer på de vesentlige punkter med de forslag som ble sendt på høring 31. mars 2011. Det er imidlertid gjort enkelte justeringer i de foreslåtte endringene, blant annet på bakgrunn av tilbakemeldinger i høringsrunden. Oslo Børs foreslo for eksempel i høringen å innføre et krav i løpende forpliktelser om at selskapene skal holde nærmere definert informasjon tilgjengelig på hjemmesiden, herunder informasjon knyttet til regler om tilbudsplikt, hjemstat for periodisk informasjonsplikt, flaggeregler, om selskapet er omfattet av fritaksmodellen m.m. Børsen har besluttet ikke å innføre dette som et krav i løpende forpliktelser, men i stedet innføre det som en anbefaling. Videre har Oslo Børs på det nåværende tidspunkt besluttet ikke å heve minste kursverdi på børsnoteringstidspunktet for selskaper som søker notering på Oslo Axess.

Oslo Børs har også gjort enkelte andre endringer i regelverkene på bakgrunn av lov- og forskriftsendringer som ikke ble ansett for nødvendig å omtale i nevnte høring. Disse endringene er beskrevet nærmere nedenfor.

De reviderte utstederreglene trer i kraft 14. juli 2011.

2 Oversikt over endringer

2.1 Vesentlige endringer i løpende forpliktelser

- Ordningen med informasjonsmerket og engelskmerket avvikles (løpende forpliktelser pkt 1.3 tredje ledd oppheves).
- Krav til revisjonsutvalg som regulert i børsforskriften § 1 annet ledd tas inn som en løpende forpliktelse i pkt 2.3.
- Bestemmelsen om krav til minste kursverdi i løpende forpliktelser pkt 2.4 endres: Krav om at kursverdien må ha ligget under minimumskravet sammenhengende i en seks måneders periode for å være i brudd med bestemmelsen tas bort og det innføres en frist på fire måneder for å iverksette tiltak for å bedre kursverdien.
- Det innføres et krav om at selskapene straks skal offentliggjøre forslag og beslutning i styret, generalforsamling eller annet selskapsorgan om endringer i selskapets styre samt endring av daglig leder og finansdirektør (løpende forpliktelser pkt 3.2).
- Den lovbestemte plikten i regnskapsloven § 3-3b for selskaper med Norge som hjemstat i henhold til verdipapirhandelloven § 5-4 til å redegjøre for sine

prinsipper for foretaksstyring i årsberetning eller i et dokument det henvises til i årsberetningen er tatt inn løpende forpliktelser pkt 7 (redegjørelse for eierstyring og selskapsledelse).

- Det er i kommentaren til løpende forpliktelser pkt 9 (oppkjøpstilbud) tatt inn en beskrivelse av børsens praksis i kraft av å være tilbudsmyndighet relatert til når det kreves at det skal avgis en uavhengig uttalelse. Kommentaren er kun ment å beskrive børsens gjeldende praksis.
- Løpende forpliktelser pkt 13.4 (gjennomføring av selskapshandlinger) som gjelder for utenlandske selskaper endres slik at alle endringer i aksjekapitalen løpende må offentliggjøres, dvs. at terskelen på 1 % fjernes. Det er også gjort en rekke redaksjonelle endringer i pkt 13.4.

2.2 Endringer i opptaksreglene for Oslo Børs og Oslo Axess

- Det innføres et krav i opptaksreglene pkt 2.3.7 om at selskapene skal ha revisjonsutvalg.
- Det innføres krav til å gjennomføre due diligence som en del av opptaksprosessen (opptaksreglene pkt 3.2). Endringen er i all hovedsak en formalisering av børsens gjeldende praksis.
- Det gjøres en rekke endringer i reglene om opptak av retter, herunder innføres krav om at Oslo Børs skal motta en redegjørelse i forbindelse med notering av fortrinnsretter, at det skal offentliggjøres en melding til markedet i forbindelse med notering av retter samt at det åpnes opp for at omsetningsperioden for rettene er kortere enn tegningsperioden (opptaksreglene pkt 8).

3 Beskrivelse av endringene i løpende forpliktelser

3.1 Avvikling av ordningen med informasjonsmerket og engelskmerket

Oslo Børs har besluttet å avvikle ordningen med Informasjonsmerket ("I") og Engelskmerket ("E"). Følgelig oppheves løpende forpliktelser punkt 1.3 tredje ledd. Oslo Børs er i samarbeid med Norsk Investor Relations Forening (NIRF) i ferd med å etablere en anbefaling for god investorinformasjon som etter planen skal offentliggjøres i løpet av andre halvår i 2011. På denne måten opprettholder børsen intensjonen med merkene ved å gi anbefalinger om hvilken informasjon investorene som et minimum bør få tilgang til, samtidig som Oslo Børs fjerner den formelle søknads- og revisjonsprosessen som gjaldt for Informasjonsmerket og Engelskmerket.

Fra og med 14. juli d.å. vil Informasjonsmerket og Engelskmerket slettes som rubrikkopplysing for de aktuelle selskapene.

3.2 Revisjonsutvalg

Fra og med 1. juli 2011 skal som hovedregel alle utstedere med omsettelige verdipapirer notert på Oslo Børs eller Oslo Axess ha et revisjonsutvalg eller et tilsvarende organ, jf. børsforskriften § 1 annet ledd. På denne bakgrunn er løpende forpliktelser pkt 2.3 endret slik at den nå stiller krav til at utstedere av aksjer og egenkapitalbevis som er forpliktet til å etablere revisjonsutvalg til en hver tid oppfyller opptaksreglenes pkt 2.3.7. Pkt 2.3.7 i opptaksreglene regulerer krav til revisjonsutvalg, se pkt 4.1 nedenfor. Mer informasjon om krav til å etablere revisjonsutvalg og endringen i børsforskriften § 1 (2) finnes i børs sirkulære 2/2011.

3.3 Krav til minste kursverdi

Løpende forpliktelser pkt 2.4 stiller krav til at kursverdien på selskapets aksjer ikke skal være lavere enn NOK 1. Bestemmelsens ordlyd endres slik at vilkåret om at kursverdien for selskapets aksjer må ha ligget under minstekravet på NOK 1 sammenhengende i en periode på seks måneder for at styret skal ha plikt til å iverksette tiltak, tas bort. Bakgrunnen for endringen er å forhindre situasjonen hvor seks måneders perioden begynner å løpe på nytt for et selskap som i all hovedsak har brutt kravet til minste kursverdi i en periode på seks måneder, men som i en dag eller kun enkelte dager tilfredsstillers minimumskravet.

Oslo Børs ønsker at aksjekursen til selskapene skal ligge over minimumskurskravet. En aksjekurs under NOK 1 gir en del uheldige konsekvenser. Børsen har blant annet fått tilbakemeldinger fra handelsmedlemmer som opptrer som likviditetsgarantister at det er vanskelig å forholde seg til lave aksjekurser når de skal stille priser. Et annet moment er at kursendringene i aksjer som ligger under NOK 1 gir relativt sett store prosentvise kursutslag. Dette oppleves som lite tilfredsstillende for både selskapene og investorene. I henhold til den nye ordlyden i pkt 2.4 vil ikke seks måneders perioden begynne å løpe på nytt dersom kursverdien tilfredsstillers minimumskravet en kort periode i løpet av en seks måneders periode, det vil for eksempel si en enkelt dag eller noen enkelte dager spredt utover en 6 måneders periode. Det er Oslo Børs som fastsetter seks måneders perioden.

Videre innføres det en plikt i pkt. 2.4 for selskap som ikke har tilfredsstilt kravet om minste kursverdi i en periode på 6 måneder, til å iverksette tiltak for å styrke kursen innen fire måneder etter utløpet av seks måneders perioden. Fristen begynner å løpe fra det tidspunktet børsen har varslet selskapet skriftlig om at kursen har ligget under minstekravet i en periode på seks måneder. Dersom det ikke er mulig å heve kursen ved hjelp av andre tiltak, stiller revidert pkt 2.4 krav om at styret innen utløpet av fire måneders fristen kaller inn til en generalforsamling med forslag om en omvendt splitt (spleis) av aksjene, som skal sikre at kursen tilfredsstillers kravet til minste kursverdi på NOK 1.

Beregningen av seks måneders fristen etter den reviderte ordlyden i pkt 2.4 gjelder som de øvrige endringene i utstederreglene fra 14. juli 2011. Bestemmelsen om fire måneders fristen vil tilsvarende gjelde fra 14. juli 2011, herunder også for de selskaper som har ligget under minstekravet til kursverdi i henhold til ordlyden i gjeldende bestemmelse før 14. juli 2011 (det vil si under minstekravet på NOK 1 sammenhengende). For at fire måneders fristen skal begynne å løpe må børsen først varsle selskapet om dette.

3.4 Opplysninger til børsen

Oslo Børs har skrevet om pkt 2.6 (opplysninger til børsen), men ikke gjort noen vesentlige materielle endringer. Bakgrunnen for at bestemmelsen er omarbeidet er at Oslo Børs i 2010 utviklet funksjonaliteten "Selskapsopplysninger" i NewsPoint. I NewsPoint skal selskapene selv oppdatere og kontrollere en rekke opplysninger, herunder blant annet de opplysningene som følger av pkt 2.6 fjerde ledd. Nytt er at opplysninger om selskapets revisjonsutvalg også skal registreres i NewsPoint.

3.5 Offentliggjøre av særskilte selskapsbeslutninger m.v.

Punkt 3.2 regulerer offentliggjøring av særskilte selskapsbeslutninger m.v., herunder blant annet relatert til endringer i rettigheter til selskapets aksjer, utstedelse av nye lån, forslag og beslutning i styret, generalforsamling eller annet selskapsorgan om utbytte, fusjon, fisjon osv. Selskapsbeslutningene som er listet opp i pkt 3.2 første ledd skal

straks offentliggjøres av selskapet. Bestemmelsen er til dels en gjengivelse av verdipapirhandelloven § 5-8.

Oslo Børs har i pkt 3.2 første ledd nr 3a lagt til et krav om at selskapet straks skal offentliggjøre forslag og beslutning om endringer i selskapets styre samt endringer i daglig leder (CEO) eller finansdirektør (CFO). Bakgrunnen er at dette er informasjon børsen mener markedet finner nyttig å få tilgang til. Det understrekes for ordens skyld at dersom opplysningene må anses som innsideinformasjon etter løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, gjelder pkt. 3.1.2 tilsvarende, jf pkt 3.2 tredje ledd.

3.6 Plikt til å innta visse opplysninger i årsberetningen

Fra 1. juli 2010 ble det innført krav i verdipapirhandelloven § 5-8 a om at det i årsberetningen skal gis opplysninger om visse aksjeeierforhold, herunder om omsetningsbegrensninger i vedtekter og eventuelle aksjonæravtaler, samt vesentlige avtaler selskapet har inngått som inneholder såkalte "change-of-control"-klausuler knyttet til oppkjøpstilbud. Fra det siste er det som utgangspunkt unntak dersom slik offentliggjøring vil medføre urimelig forretningsmessig ulempe. Kravene gjelder norske selskaper notert på Oslo Børs eller Oslo Axess, samt utenlandske selskaper med Norge som hjemstat med mindre tilsvarende krav må oppfylles i registreringsstaten, jf. verdipapirforskriften § 5-7 annet ledd. Det nevnes for ordens skyld at det er Finanstilsynet som kan bestemme at den enkelte tredjelandsutsteder kan utarbeide årsberetningen etter annet regelverk.

Bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 5-8 a gjelder for regnskapsår påbegynt 1. august 2010 eller senere og er tatt inn i løpende forpliktelser gjennom pkt 4.2 nytt annet ledd.

3.7 Redegjørelse for eierstyring og selskapsledelse

3.7.1 Innledning

Gjeldende løpende forpliktelser pkt 7 oppstiller et krav om at selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess skal gi en samlet redegjørelse for selskapets eierstyring og selskapsledelse i årsrapporten. Redegjørelsen skal omfatte hvert enkelt punkt i anbefalingen. Som hovedregel skal selskapene følge Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse, men børsen aksepterer at utenlandske selskaper og norske selskaper primærnotert på annet marked følger tilsvarende anbefalinger i sitt hjemland/primærmarked.

Den 1. juli 2010 ble det fastsatt en lovbestemt plikt i regnskapsloven § 3-3b for utstedere av noterte verdipapirer til å redegjøre for sine prinsipper for foretaksstyring i årsberetning eller i eget dokument det henvises til i årsberetningen. Bestemmelsen gjelder for norske selskaper samt utenlandske selskaper med Norge som hjemstat etter verdipapirhandelloven § 5-4. Regnskapslovens bestemmelse angir nærmere hvilke punkter som skal fremkomme av den lovpålagte redegjørelsen. Regnskapsloven oppstiller minimumskrav og selskapene kan velge å gi opplysninger utover de krav som er opplistet i bestemmelsen dersom det er ønskelig, eller det for eksempel følger av andre regler selskapet er underlagt. Plikten gjelder for regnskapsår påbegynt 1. august 2010 eller senere.

Oslo Børs har valgt å implementere regnskapsloven § 3-3b mer eller mindre direkte inn i et nytt pkt 7 annet ledd, se nedenfor. Formålet med endringen er å samkjøre krav til redegjørelse i gjeldende pkt 7 med de nye kravene i regnskapsloven § 3-3b samt å gjøre bestemmelsen i regnskapsloven lettere tilgjengelig for børsens utenlandske utstedere med Norge som hjemstat. Børsen anser det også naturlig å ta bestemmelsen inn i

løpende forpliktelser fordi det er Oslo Børs som har hjemmel til å gi formell dispensasjon fra kravet om den lovpålagte redegjørelsen for tredjelandsutstedere med Norge som hjemstat. Som beskrevet nærmere nedenfor er det også gjort enkelte andre mindre endringer i pkt 7 i lys av regnskapsloven § 3-3b.

3.7.2 Endringer i løpende forpliktelser pkt 7

Som nevnt ovenfor krever pkt. 7 i dag at redegjørelsen i sin helhet skal tas inn i årsrapporten. I tråd med ordlyden i regnskapsloven § 3-3b har børsen besluttet å endre ordlyden i pkt 7 slik at det nå kreves at redegjørelsen tas inn i årsberetningen eller i dokument det er henvist til i årsberetningen. Dokumentbegrepet omfatter her redegjørelse som er gitt i elektronisk format på selskapets hjemmeside.

Videre har Oslo Børs som nevnt ovenfor inkludert et nytt pkt 7 annet ledd hvor innholdskravene til redegjørelsen etter regnskapsloven § 3-3b er gjengitt. På et punkt går imidlertid børsens regler lenger enn det som følger av lovens minimumskrav: Mens regnskapsloven § 3-3b nr 3 kun oppstiller et krav om at det må angis hvilke eventuelle deler av regelverk eller anbefaling foretaket ikke følger, viderefører børsen kravet i gjeldende løpende forpliktelser pkt 7 om at hvert enkelt punkt i anbefalingen skal omfattes av redegjørelsen. Tilsvarende rapporteringskrav oppstilles i Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse.

Det nevnes for ordens skyld at revisorloven § 5-1 krever at revisor vurderer om opplysningene i redegjørelsen er konsistent med årsregnskapet. Videre er det for norske allmennaksjeselskaper et krav om at redegjørelsen som gis etter regnskapsloven § 3-3 b behandles av ordinær generalforsamling.

3.7.3 Søknad om unntak for tredjelandsutstedere

Som nevnt gjelder regnskapsloven § 3-3b samt pkt 7 annet ledd også for utenlandske utstedere notert på Oslo Børs eller Oslo Axess dersom disse har Norge som hjemstat. Dette omfatter i praksis selskaper registrert utenfor EU/EØS og gjelder selv om det aktuelle selskap ikke følger Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse. Oslo Børs kan imidlertid gi formell dispensasjon dersom børsen finner at utsteder er underlagt likeverdige krav til redegjørelse i sin registreringsstat eller gjennom notering på annen børs. Det bemerkes at utenlandsk krav til redegjørelse ikke i noe tilfelle vil anses for likeverdig med løpende forpliktelser pkt 7 annet ledd/ regnskapsloven § 3-3b dersom det ikke omfatter en konsistenssjekk tilsvarende revisorloven § 5-1 første ledd. Verdipapirforskriften § 5-7 tredje ledd og hjemmel til å gi dispensasjon er tatt inn i løpende forpliktelser pkt 13.2.1.3 annet ledd og pkt 13.3.2.3 annet ledd. Søknad om unntak sendes Oslo Børs pr e-post (notering@oslobors.no).

3.8 Kontroll av EØS-prospekter i forbindelse med utstedelse av retter

Våren 2010 innførte Oslo Børs en plikt for selskaper med aksjer notert på Oslo Børs eller Oslo Axess til å underrette Oslo Børs senest samtidig med innsendelse av første utkast til prospekt til Finanstilsynet eller annen prospektmyndighet dersom selskapet planlegger å (i) utstede fortrinnsretter (ii) notere andre typer tegningsretter eller (iii) å notere aksjer med andre rettigheter enn de allerede noterte aksjer. Underretningsplikten opprettholdes for (iii), dvs. dersom selskapet planlegger å notere aksjer med andre rettigheter enn de allerede noterte aksjer. Underretningen skal da skje ved at prospektutkastets transaksjonskapittel sendes til prospekter@oslobors.no. Dersom transaksjonskapittelet ikke er utarbeidet på det aktuelle tidspunkt, skal selskapet sende inn en helt kort redegjørelse for den planlagte transaksjon.

Underretningsplikten ved (i) og (ii), dvs. ved utstedelse av fortrinnsretter eller notering

av andre typer tegningsretter erstattes med en plikt til henholdsvis å sende en redegjørelse for notering av fortrinnsretter eller en søknad ved notering andre typer retter. Søknad og redegjørelse skal sendes til Oslo Børs (prospekter@oslobors.no) sammen med prospektutkastets transaksjonskapittel senest samtidig med innsendelse av første utkast til prospekt til Finanstilsynet eller annen prospektmyndighet. For en nærmere beskrivelse av krav til redegjørelse og søknad ved notering av retter, se pkt 4.3 nedenfor.

3.9 Punkt 9 - Oppkjøpstilbud

De plikter som hviler på målselskapets styre i en oppkjøpssituasjon er tatt inn løpende forpliktelser pkt 9, jf verdipapirhandelloven § 6-8 annet ledd, § 6-14 tredje ledd, § 6-17 første ledd og § 6-16. Punkt 9 tredje ledd sier at når det fremsettes tilbud etter reglene om tilbudsplikt, skal styret utarbeide og offentliggjøre et dokument i samsvar med verdipapirhandelloven § 6-16. I kommentaren til punkt 9 har børsen tatt inn en beskrivelse av børsens praksis relatert til når det kreves at det avgis en uavhengig uttalelse. Kommentaren er kun ment å beskrive børsens gjeldende praksis.

3.10 Gjennomføring av selskapshandlinger for utenlandske selskap

Løpende forpliktelser gjelder for alle selskaper som har aksjer eller egenkapitalbevis opptatt til notering på Oslo Børs og Oslo Axess. For utenlandske selskaper og norske sekundærnoterte selskaper gjelder reglene imidlertid med de unntak og presiseringer som følger av pkt 13.

Løpende forpliktelser pkt 11 regulerer generelt gjennomføring av selskapshandlinger for noterte selskaper på Oslo Børs og Oslo Axess. Gjeldende pkt 11 gjelder i dag også så langt den passer for de selskaper som er omfattet av kapittel 13 som beskrevet ovenfor, men dog slik at pkt 13.4 oppstiller enkelte spesialbestemmelser som gjelder for alle utenlandske selskap notert på Oslo Børs og Oslo Axess. I den hensikt å gjøre bestemmelsene i pkt 11 og pkt 13.4 lettere tilgjengelig for utenlandske selskaper, har Oslo Børs besluttet å innarbeide relevante deler av pkt 11 i pkt 13.4. Det betyr at utenlandske selskap etter endringen i pkt 13.4 har trådt i kraft, kun kan forholde seg til pkt 13.4 og ikke må se til pkt 11. Nevnte endring innebærer ikke en materiell endring, men er kun av redaksjonell art.

I tillegg har Oslo Børs besluttet å gjøre følgende materielle endringer i pkt 13.4:

- Dagens pkt 13.4 tredje ledd annet punktum bestemmer at selskap som er etablert i en jurisdiksjon der firmaattest ikke utstedes og som utsteder mer enn 1 % av samlet aksjekapital ved en eller flere kapitalforhøyelser i løpet av en rullerende 12 måneders periode, skal før aksjene i den emisjonen som medfører at 1 % grensen nås tas opp til notering, offentliggjøre at aksjene er gyldig og lovlig utstedt, fullt innbetalt og korrekt registrert. Nevnte 1 % grense kom inn i løpende forpliktelser på bakgrunn av at enkelte selskap foretok hyppige endringer i kapitalen, blant annet på grunn av selskapenes opsjonsprogrammer. Oslo Børs har besluttet å slette 1 % grensen. Det vil si at utenlandske selskap får en plikt ved alle endringer i aksjekapitalen eller antall aksjer utstedet, til straks å offentliggjøre at endringen er gjennomført, samt størrelsen på ny aksjekapital og totalt antall aksjer utstedet. Før nye aksjer tas opp til notering, skal selskapet videre offentliggjøre at aksjene er gyldig og lovlig utstedt og fullt innbetalt, jf. nytt pkt 13.4.4. Dette kravet vil gjelde for alle utenlandske selskap, også for selskap etablert i en jurisdiksjon der det utstedes bekreftelse tilsvarende firmaattest.
- Oslo Børs har videre besluttet at erklæringen som skal gis av uavhengig ekstern advokat eller kompetent selskapsorgan i forbindelse med gjennomføringen av

fusjon, fisjon og kapitalnedsettelse ved utdeling m.v. i et utenlandsk selskap, jf. gjeldende pkt 13.4 annet ledd, også skal bekrefte at relevant selskapshandling er gyldig og endelig gjennomført, jf. nytt pkt 13.4.2 tredje ledd.

4 Endringer i opptaksreglene for aksjer på Oslo Børs og Oslo Axess

4.1 Revisjonsutvalg

Det vises til omtale av revisjonsutvalg ovenfor under pkt 3.2. Det er innført et krav i opptaksreglene pkt 2.3.7 om at selskapene skal ha et revisjonsutvalg eller tilsvarende organ med sammensetning og oppgaver som nevnt i artikkel 41 i revisjonsdirektivet 2006/43/EF. Det er i samme bestemmelse regulert at allmennaksjeselskap skal ha et revisjonsutvalg med oppgaver og sammensetning som nevnt i allmennaksjeloven § 6-41 til og med § 6-43. Pkt 2.3.7 annet ledd regulerer vilkårene for det samlede styret kan fungere som selskapets revisjonsutvalg. Bestemmelsens tredje ledd oppstiller unntakene fra kravet om å etablere revisjonsutvalg.

I henhold til revidert pkt 3.1 annet ledd nr 3 skal det i innledende møte redegjøres for selskapets revisjonsutvalg. Videre følger det av pkt 3.4 tredje ledd nr 24 at det i søknaden om notering skal inntas en bekreftelse på at revisjonsutvalget tilfredsstiller pkt 2.3.7.

4.2 Krav til due diligence som en del av opptaksprosessen

4.2.1 Innledning

Oslo Børs har besluttet å innføre et krav i opptaksreglene pkt 3.2 om at det skal gjennomføres due diligence i forbindelse med opptaksprosessen. Endringen anses i all hovedsak å være en formalisering av gjeldende praksis. Gjeldende pkt 3.2 krever kun at Oslo Børs på forespørsel skal få tilgang til de rapporter som utarbeides i forbindelse med en opptaksprosess, herunder due diligence rapporter. Bestemmelsen gir videre hjemmel for børsen til å kreve at selskapet gjennomfører slike undersøkelser. Gjennomføring av due diligence i forbindelse med notering har allikevel utviklet seg som en praksis i markedet hvor resultatet presenteres i et møte mellom selskapets rådgivere og Oslo Børs.

4.2.2 Krav til omfanget av due diligence

De kravene Oslo Børs vil stille til due diligence undersøkelser fremgår av revidert pkt 3.2 første ledd. Undersøkelsene skal avdekke om det foreligger forhold av betydning for vurderingen av om selskapets aksjer er egnet for notering. Det vil som hovedregel relatere seg til forhold som kan reise tvil om selskapet tilfredsstiller noen av vilkårene for notering samt andre omstendigheter vedrørende selskapet og dets virksomhet som kan gjøre det uegnet for notering.

Oslo Børs erfarer at det er etablert en forholdsvis fast praksis for hvilke due diligence undersøkelser som gjennomføres i forbindelse med en opptaksprosess samt omfanget av disse. Børsen vil derfor ikke på det nåværende tidspunkt legge detaljerte føringer på dette. Oslo Børs krever allikevel at det alltid som et minimum skal gjøres finansiell og juridisk due diligence. Selskapet må imidlertid i samråd med sine rådgivere vurdere om det er behov for ytterligere undersøkelser, for eksempel undersøkelser av teknisk, kommersiell eller skattemessig art, jf nytt pkt 3.2 første ledd siste setning. Utover dette er det selskapet og dets rådgivere som må ta stilling til omfanget av undersøkelsene. Med hensyn til de enkelte opptaksvilkår legger børsen til grunn at juridisk due diligence alltid vil omfatte forhold av betydning for om selskapet tilfredsstiller opptaksreglene pkt. 2.1.2, 2.4.4, 2.4.5, 2.4.7 og 2.6 og at finansiell due diligence alltid

vil omfatte forhold av betydning for om selskapet tilfredsstillende oppfyller opptaksreglene pkt 2.2.1 - 2.2.5 samt pkt. 2.3.5 fjerde ledd, uten at dette på noen måte skal utgjøre noen begrensning for hvilke undersøkelser som må gjennomføres for å avdekke om det er forhold av betydning for vurderingen av om selskapets aksjer er egnet for notering

4.2.3 Krav til uavhengighet for de som gjennomfører due diligence

Oslo Børs' praksis har vært å anbefale at due diligence gjennomføres av uavhengige parter. Denne praksisen formaliseres nå i nytt pkt 3.2 annet ledd som krever at due diligence skal gjennomføres av parter med nødvendig kompetanse og som er tilstrekkelig uavhengig av selskapet som søker notering.

Børsens overordnede syn etter gjeldende praksis har vært at den som gjennomfører due diligence undersøkelser ikke skal kontrollere eget arbeid. Børsen har følgelig gjennom dialog med rådgiverne blant annet frarådet at selskapets valgte revisor gjennomfører finansiell due diligence eller at selskapets faste juridiske rådgiver gjennomfører juridisk due diligence. Oslo Børs erkjenner at det kan være problematisk å stille for strenge krav til rådgivernes uavhengighet. Det kan potensielt blant annet være problematisk fordi det er et begrenset antall revisjons- og advokatfirmaer med relevant spisskompetanse til å påta seg den type oppdrag. Børsen er videre kjent med at det foreligger regelverk og bransjestandarder som stiller krav til uavhengighet og at rådgiverne vurderer sin egen uavhengighet før et due diligence oppdrag aksepteres. Børsen ønsker allikevel å videreføre gjeldende praksis med hensyn til vurderingene av uavhengighet. Dette blant annet fordi børsen anser at selskapets revisor eller juridiske rådgiver i visse tilfeller vil kunne komme i en interessekonflikt, i den grad due diligence avdekker forhold ved tidligere utførte bekreftelser og oppdrag for selskapet.

Det understrekes at børsens syn om at selskapets faste revisor ikke kan gjennomføre finansiell due diligence ikke er begrenset til den enkelte ansvarlige revisor, men omfatter hele det revisjonsforetaket den ansvarlige revisor er tilknyttet, inkludert eventuelle separate avdelinger eller selskaper som utfører due diligence, som for eksempel transaction service enheter, enheter i andre land innen samme revisjons og rådgivningskonsern o.l. Tilsvarende vil ulike enheter og avdelinger innen det advokatfirma som i praksis må anses for å være selskapets faste juridiske rådgiver ikke kunne gjennomføre juridisk due diligence. Børsen vil allikevel kunne akseptere at juridisk rådgiver utpekt i forbindelse med selve noteringsprosessen utfører due diligence, men det forutsetter at det er en rådgiver selskapet ikke tidligere har benyttet som vesentlig advokatforbindelse samt at den juridiske rådgiver ikke gjør due diligence på eget arbeid.

Når det gjelder det overordnede syn om at de som gjennomfører due diligence ikke skal kontrollere eget arbeid, understrekes det at det også kan legge begrensninger på hvem som kan gjennomføre due diligence ut over den valgte revisor og den faste advokatforbindelse. Eksempel på dette kan være due diligence gjennomgang av kontrakter et advokatkontor har bistått med utformingen av eller gjennomgang av regnskap hvor revisjonsselskapet har bistått med gjennomføring av regnskapsavleggelsen.

I denne forbindelse påpekes videre at børsen ikke vil anse et revisjonsselskap eller juridisk rådgiver for å være uavhengig dersom en representant fra det rådgivende selskap sitter i styret til selskapet, har store eierposter i selskapet eller lignende.

Børsen har vurdert om kravene til uavhengighet skulle omfatte enhver økonomisk interesse og ethvert oppdrag et revisjonsselskap eller advokatfirma har utført de senere år for et selskap som søker notering. Det antas at antall kvalifiserte tilbydere av due diligence tjenester i forbindelse med notering er begrenset, og at et slikt krav til uavhengighet vil kunne gjøre det praktisk vanskelig å finne kvalifiserte parter til å gjennomføre undersøkelsene. Det legges også til grunn at regler og bransjestandarder for de som er aktuelle som due diligence rådgivere vil avskjære noen som har vesentlige

økonomiske interesser eller andre former for mulige interessekonflikter fra å gjennomføre due diligence.

4.2.4 Informasjon om due diligence i redegjørelsen

Børsen innfører krav om at det i redegjørelsen skal gis en kort beskrivelse av hvilke due diligence undersøkelser som skal gjennomføres, hvem som skal gjennomføre undersøkelsene, eventuelle forhold som er egnet til å skape tvil om uavhengigheten til rådgiverne som skal gjennomføre due diligence, samt andre særlige forhold som kan være av betydning for om det gjøres tilstrekkelig due diligence, jf. opptaksreglene pkt 3.1 tredje ledd.

Dersom det fremgår av redegjørelsen at vilkårene som stilles til due diligence undersøkelsene ikke er oppfylt, kan Oslo Børs etter nytt pkt 3.2 fjerde ledd kreve at det gjennomføres ytterligere undersøkelser eller alternativt legge føringer på hvem som gjennomfører due diligence. Slike forhold vil børsen avklare i dialog med selskapet og/eller dets rådgivere så snart som mulig etter redegjørelsen er mottatt. Det påpekes videre at børsens hjemmel til å kreve at det utføres ytterligere undersøkelser etter due diligence møtet videreføres, men at den som etter gjeldende praksis kun vil benyttes i særlige tilfeller.

4.2.5 Due diligence møte

I opptaksreglene nytt pkt 3.2 tredje ledd er krav om at resultatet av due diligence undersøkelsene skal presenteres for børsen i et møte videreført. Rådgiverne som er ansvarlige for undersøkelsene skal delta i dette møtet. Presentasjonen for børsen skal som etter gjeldende praksis holdes senest tre børsdager før søknad om børsnotering fremsettes. Oslo Børs understreker at due diligence da i all hovedsak må være ferdigstilt. Det skal i møtet presenteres om det foreligger forhold av betydning for om selskapets aksjer er egnet for notering, herunder forhold av betydning for om selskapet tilfredsstillende enkelte punkter i opptaksreglene. Børsen skal på forespørsel få tilgang til de rapporter som utarbeides.

4.2.6 Unntak fra kravet om due diligence

Børsen kan i særskilte tilfeller gjøre unntak fra kravet om due diligence, jf nytt pkt 3.2 femte ledd. I den grad det planlegges å søke om unntak må slik søknad oversendes børsen i tilstrekkelig tid til at due diligence kan gjennomføres på forsvarlig måte, dersom søknaden skulle bli avslått, det vil si senest i redegjørelsen, jf revidert pkt 3.1 tredje ledd. Børsen anser at det normalt vil være behov for minimum finansiell og juridisk due diligence og vil praktisere dispensasjonsadgangen i samsvar med dette. Eksempler på situasjoner hvor det kan være aktuelt for børsen å vurdere å gi dispensasjon fra kravet om due diligence eller alternativt tillate at det gjennomføres kun begrenset due diligence kan for eksempel være i forbindelse med sekundærnoteringer.

4.3 Opptak til notering av retter til aksjer.

4.3.1 Innledning

Oslo Børs har besluttet å gjøre endringer i bestemmelsene om notering av retter til aksjer i opptaksreglene pkt 8.1 og 8.2. I korte trekk innebærer endringene at det innføres krav i opptaksreglene om at Oslo Børs skal motta en redegjørelse i forbindelse med notering av fortrinnsretter. Oslo Børs vil utforme et standard skjema som skal benyttes ved utarbeidelse av redegjørelsen samt ved søknad om notering av andre typer retter, se pkt 4.3.2 nedenfor. Videre innføres det et krav om at det skal offentliggjøres en melding til markedet i forbindelse med notering av rettene. Til slutt åpnes det opp for at

omsetningsperioden for rettene er kortere enn tegningsperioden. Endringene er beskrevet i mer detalj i pkt 4.3.2 – 4.3.6 nedenfor.

Bakgrunnen for endringene er et ønske om å forenkle og standardisere opptaksprosessen for retter. Videre har endringene som formål å sikre at markedet og investorer får tilgang til tilfredsstillende informasjon om de detaljerte vilkår som gjelder for den enkelte tegningsrett, herunder informasjon om forbehold i garantier og andre betingelser for gjennomføring av den underliggende emisjon.

4.3.2 Noteringsprosessen

Som nevnt innledningsvis innføres det i nytt pkt 8.2 krav om at det skal sendes inn en redegjørelse for notering av fortrinnsretter etter i allmennaksjeloven § 10-4. Hensikten er å sikre at børsen mottar samlet og fullstendig informasjon om de fortrinnsrettene som ønskes notert. Redegjørelsen vil ha form som et standardisert skjema utarbeidet av børsen, som blant annet skal inneholde informasjon om tegningsperiode, omsetningsperiode, tegningspris, garantiavtaler, forbehold for gjennomføring osv. Redegjørelsen skal som hovedregel sendes til Oslo Børs sammen med første utkast til prospekt senest samtidig som prospektet sendes til Finanstilsynet, jf. løpende forpliktelser pkt 8.3 fjerde ledd. All informasjon børsen trenger for å beslutte å ta opp fortrinnsrettene til notering skal følge av redegjørelsen. Bakgrunnen for at det kun kreves en redegjørelse for notering av fortrinnsretter, er at det er en presumpsjon for at slike retter er egnet til notering og følgelig vil bli tatt opp til notering.

Det vil også utarbeides et standard søknadsskjema som skal benyttes for notering av øvrige retter til aksjer som regulert i pkt 8.3, jf pkt 8.1 nr. 2-4. Dette søknadsskjema vil kreve tilsvarende informasjon om rettene som det som kreves i ovennevnte redegjørelse. I tillegg skal det vedlegges en kort formell søknad hvor det gjøres rede for at rettene er omsettelige verdipapirer, samt for at rettene er egnet for notering. Bakgrunnen for at børsen krever en søknad ved opptak av retter som definert i nytt pkt 8.1 nr 2-4, er at børsen i hvert enkelt tilfelle vil vurdere om instrumentet er egnet for notering. Dette er i tråd med gjeldende pkt 8.2 i opptaksreglene.

4.3.3 Informasjon om tegningsrettene

Fortrinnsrettsemisjoner er normal garantert. Enkelte av disse garantiene er utformet slik at garantistene kan trekke seg fra forpliktelsen til å tegne helt frem til gjennomføring av emisjonen, dvs. etter at omsetningsperioden er over. Dersom garantistene avstår fra å tegne vil normalt konsekvensen være at emisjonen ikke blir gjennomført og tegningsrettene som har vært omsatt har ingen verdi. Vilkårene for når garantistene kan trekke seg varierer noe. Videre gjennomføres fra tid til annen betingede fortrinnsrettsemisjoner, for eksempel ved at gjennomføring er betinget av myndighetsgodkjennelser. Henvendelser fra investorer og børsmedlemmer viser at det er et ønske om at slike forhold tydeliggjøres gjennom lett tilgjengelig informasjon i forbindelse med notering av retter. Nytt pkt 8.4 tredje ledd stiller følgelig krav om at det informeres om disse forholdene i en melding som skal offentliggjøres innen kl 08.15 første noteringsdag.

Det er blitt relativt vanlig at utsteder, kort tid før tegnings- og omsetningsperioden for rettene starter, offentliggjør en melding med detaljer om emisjonen og tegningsrettene. Informasjon om forbehold under garantier og eller betingelser for gjennomføring kan inntas i slike meldinger.

4.3.4 Omsetningsperiode

Det åpnes opp for at omsetningsperioden for retter kan avsluttes inntil tre børsdager før

tegningsperiodens utløp dersom børsen informeres om dette i henholdsvis redegjørelse eller søknad, jf ovenfor. Slik kortere omsetningsperiode er i tråd med praksis på andre europeiske markeder.

4.3.5 Ikrafttredelse av reglene

De nye reglene vil sammen med øvrige endringer tre i kraft 14. juli d.å. Børsen vil praktisere overgangen til nye regler slik at de nye reglene vil gjelde for utstederne som sender redegjørelse om notering av fortrinnsretter og søknad om notering av andre retter sammen med første prospektutkast til Oslo Børs etter 14.juli 2011, jf løpende forpliktelser pkt 8.2 fjerde ledd. For notering av retter hvor prospektutkastet er sendt til Finanstilsynet med kopi til Oslo Børs før 14. juli, men hvor rettene noteres etter 14. juli d.å., vil dagens regler for opptak av retter til notering gjelde.

4.3.6 Informasjon om notering av retter på Oslo Børs' hjemmeside

Nærmere innholdskrav og fremgangsmåte for redegjørelsen som kreves for opptak av fortrinnsretter etter opptaksreglene pkt 8.1 og søknaden for opptak av øvrige retter til aksjer etter opptaksreglene 8.2 vil utarbeides av Oslo Børs og legges ut på hjemmesiden til Oslo Børs (<http://www.oslobors.no>) i god tid før 14. juli. Denne informasjon om notering av retter vil finnes under fanen "Notering" og deretter "Retter til aksjer". Merk som nevnt ovenfor at børsen vil utarbeide et standard skjema for redegjørelsen og et standard skjema for søknaden hvor det tydelig fremgår hvilken informasjon som skal oppgis og som vil offentliggjøres på hjemmesiden.

4.4 Erklæring fra ekstern advokat i forbindelse med notering av utenlandsk selskap

Ved primær- og sekundærnotering av utenlandsk selskap kreves det at det fremlegges en erklæring fra ekstern advokat overfor Oslo Børs på at kursnoteringsavtalen er bindende for selskapet og at det ikke foreligger formelle hindre for at avtalen kan etterleves av selskapet, jf. opptaksreglene pkt 9.1 annet ledd nr. 4 og pkt 9.2 annet ledd nr 6. Videre, dersom selskapet er etablert i en jurisdiksjon der firmaattest eller tilsvarende dokument ikke utstedes skal det fremlegges en erklæring fra ekstern advokat eller kompetent selskapsorgan rettet til Oslo Børs der det bekreftes at aksjene er gyldig og lovlig utstedt, fullt innbetalt og korrekt registrert i relevante registre eller lignende, jf opptaksreglene pkt 9.1 annet ledd nr. 5 og pkt 9.2 annet ledd nr 6. Det er i pkt 9.1 annet ledd nr 4 og 5 innført et krav om at utkast til nevnte erklæringer skal fremlegges for børsen senest på tidspunkt for fremsettelse av søknad i henhold til opptaksreglene pkt 3.3

Endelige signerte erklæringer skal i henhold til pkt 9.1 tredje ledd og 9.2 tredje ledd fremlegges senest kl 14.00 børsdagen før første noteringsdag.

Videre er det i pkt. 9.1 annet ledd nr 9, jf pkt 9.2 annet ledd nr 6, tatt inn en mer generell hjemmel for Oslo Børs til å kreve ytterligere dokumentasjon eller erklæringer, herunder fra ekstern advokat.

1.5 Børssirkulære 6/2011: Endringer i Obligasjonsreglene og ABM-reglene

1 Innledning

Vedlagt oversendes endringer i følgende regelsett vedtatt av Oslo Børs 15. juni 2011:

1. Obligasjonsreglene
2. ABM-reglene

I punkt 2 følger en kort oversikt over endringene som er gjort i henholdsvis Obligasjonsreglene og ABM-reglene.

I punkt 3 følger en beskrivelse av de vesentlige endringene i Obligasjonsreglene. I punkt 4 følger en beskrivelse av endringene i ABM-reglene.

Endringene i de vedtatte regelverkene samsvarer på de vesentlige punkter med de forslag som ble sendt ut på høring 25. mars 2011. Det er imidlertid gjort enkelte justeringer i de foreslåtte endringene, blant annet på bakgrunn av tilbakemeldinger i høringsrunden.

Bakgrunnen for de vedtatte endringene er i hovedsak enkelte lov og forskriftsendringer . I tillegg er det gjort enkelte mindre endringer hvorav flere er av ren redaksjonell karakter.

De reviderte reglene trer i kraft 14. juli 2011.

2 Oversikt over endringer

2.1 Obligasjonsreglene

- Krav til revisjonsutvalg som regulert i børsforskriften § 1 annet ledd er tatt inn i Obligasjonsreglene, både i forbindelse med opptak og som løpende forpliktelse, jf hhv. pkt 2.5 og pkt 3.1.9.
- Regnskapsrapporter som utarbeides utover minimumskravet i Obligasjonsreglene må ikke lenger offentliggjøres i henhold til de krav som stilles i Obligasjonsreglene, men senest samtidig som rapportene gjøres offentlig tilgjengelig på annen måte, jf pkt 3.7.5.
- Den lovbestemte plikten i regnskapsloven § 3-3b for selskaper med Norge som hjemstat i henhold til verdipapirhandelloven § 5-4 til å redegjøre for sine prinsipper for foretaksstyring i årsberetning eller i et dokument det henvises til i årsberetningen er tatt inn i nytt pkt 3.11.
- Prosedyrer for overflytting av obligasjonslån fra børsmarkedet til Oslo ABM er tatt inn i kapittel 7.

2.2 ABM-reglene

- Det åpnes for at børsen kan gi dispensasjon fra innholdskravene i noteringsdokument for lån med pålydende under 50 000 euro, jf pkt 2.7.2.
- Regnskapsrapporter som utarbeides utover minimumskravet i ABM-reglene må ikke lenger offentliggjøres i henhold til de krav som stilles i reglene, men senest samtidig som rapportene gjøres offentlig tilgjengelig på annen måte, jf pkt 3.4.6.

3 Endringer i Obligasjonsreglene

3.1 Revisjonsutvalg

Fra og med 1. juli 2011 skal som hovedregel alle utstedere med omsettelige verdipapirer notert på Oslo Børs ha et revisjonsutvalg eller et tilsvarende organ, jf. børsforskriften § 1 annet ledd. På denne bakgrunn er krav om revisjonsutvalg tatt inn som et opptakskrav i Obligasjonsreglene pkt 2.5 samt som en løpende forpliktelse i pkt 3.1.9. Mer informasjon om krav til å etablere revisjonsutvalg og endringen i børsforskriften § 1 (2) finnes i børssirkulære 2/2011

3.2 Offentliggjøring av delårsrapporter

I følge pkt 3.7.5 i gjeldende regelverk skal alle delårsrapporter låntagere utarbeider, herunder også rapporter utarbeidet utover nevnte minstekrav, offentliggjøres snarest og senest innen to måneder etter regnskapsperiodens utløp. Børsen har nå endret ordlyden i pkt 3.7.5 slik at regnskapsrapporter som utarbeides utover minimumskravet i pkt. 3.7.2 ikke må offentliggjøres i henhold til pkt. 3.7.5. Regnskapsrapporter for andre perioder enn minimumskravene slik disse fremkommer i Obligasjonsreglene pkt 3.7.2 skal offentliggjøres senest samtidig med offentliggjøring av rapportene på annen måte. Det understrekes at det med "offentliggjøring på annen måte" i pkt 3.7.5. også siktes til offentliggjøring av regnskapsrapporten på låntagers hjemmeside, intranett og lignende, eller selektiv distribusjon til enkeltpersoner eller grupperinger utenfor selskapet. For ordens skyld understrekes at dersom slike rapporter må antas å inneholde innsideinformasjon, gjelder informasjonsplikten etter pkt. 3.2.1.1 (1) uavhengig av offentliggjøringsregelen.

3.3 Opplysninger til børsen

Oslo Børs har skrevet om pkt 3.1.5 (opplysninger til børsen), men ikke gjort noen vesentlige materielle endringer. Bakgrunnen for at bestemmelsen er omarbeidet er at Oslo Børs i 2010 utviklet funksjonaliteten "Selskapsopplysninger" i NewsPoint. Låntagere skal her selv oppdatere og kontrollere de opplysninger som Oslo Børs krever registrert om låntager, herunder blant annet de opplysningene som følger av pkt 3.1.5 femte ledd. Nytt er at opplysninger om revisjonsutvalg også skal registreres i NewsPoint.

3.4 Krav om redegjørelse om foretaksstyring

Det er kommet inn et nytt krav i regnskapsloven § 3-3b om at utstedere med Norge som hjemstat med verdipapirer notert på norsk regulert marked i årsberetningen eller i dokument det er henvist til i årsberetningen skal redegjøre for sine prinsipper og praksis vedrørende foretaksstyring. Dette kravet antas å gjelde også for låntagere med renteinstrumenter notert på Oslo Børs. For at bestemmelsen i regnskapsloven skal være lettere tilgjengelig for utstederne, tar Oslo Børs nå inn kravet om redegjørelse om foretaksstyring i nytt pkt. 3.11.

Det er videre i verdipapirforskriften § 5-7 nytt tredje ledd inntatt et unntak fra plikten for utstedere utenfor EØS med Norge som hjemstat. Det følger av bestemmelsen at regulert marked kan unnta utstedere fra land utenfor EØS med Norge som hjemstat fra plikten dersom utstederen er omfattet av et likeverdig krav etter hjemlandets lovgivning eller i henhold til noteringsvilkårene til en autorisert markeds plass utenfor EØS hvor utsteders verdipapirer også er notert. Årsberetningen skal i så tilfelle inneholde opplysninger om hvor redegjørelsen finnes offentlig tilgjengelig. Bestemmelsen sier videre uttrykkelig at et krav etter tredjelandets regelverk ikke anses likeverdig med regnskapsloven § 3-3b dersom det ikke omfatter en konsistenssjekk tilsvarende revisorloven § 5-1 første ledd. På denne bakgrunn er det altså Oslo Børs som regulert markeds plass som har hjemmel

til eventuelt å gjøre unntak fra plikten for utstedere etablert utenfor EØS med Norge som hjemstat og som oppfyller nevnte vilkår. Bestemmelsen i verdipapirforskriften § 5-7 nytt tredje ledd er inntatt i Obligasjonsreglene pkt. 4.3.2.3 og pkt 4.3.5.3.

Merk at det følger av pkt. 4.3.3 (3) og 4.3.6 (3) at pkt. 3.11 ikke gjelder for låntagere med Norge som vertsstat.

For ordens skyld nevnes at i henhold til overgangsforskrift skal kravet om redegjørelse om foretaksstyring gjelde for årsregnskap og årsberetninger for regnskapsperiode påbegynt etter 1. august 2010.

3.5 Overføring av lån fra Oslo Børs til Oslo ABM

Oslo Børs har tatt inn prosedyrer for overflytting av lån fra børsmarkedet til Oslo ABM som et eget kapittel i obligasjonsreglene. Overflyttingsprosedyren er p.t. fastsatt i vedlegg til børssirkulære 4/2006. Prosedyren er på enkelte punkter omformulert for å tilpasses regelform, men er for øvrig ikke tenkt å innebære noen materielle endringer i forhold til det som følger av nevnte børssirkulære.

3.6 Strykning

Obligasjonsreglene pkt 8.1 fjerde ledd er endret for å ta høyde for de lån hvor det ikke er oppnevnt tillitsmann og hvor det ikke finnes regler for avholdelse av obligasjonseiermøte. For slike lån stilles det krav til at obligasjonseiere som representerer minst 2/3 av utestående lån skriftlig har samtykket til strykning, med mindre annet er særskilt avtalt i lånevilkårene. Børsen kan beslutte at ytterligere tiltak må gjennomføres før strykning finner sted. Det er Børsen som treffer vedtak om eventuell strykning.

4 Endringer i ABM-reglene

4.1 Innholdskrav i noteringsdokument for obligasjonslån med pålydende under 50.000 euro

Hovedregel i ABM-reglene pkt 2.7.2 er at det for lån med pålydende under 50.000 euro, som anses for å være rettet mot allmennheten, stilles strengere krav til dokumentasjon og informasjon ved opptak til notering enn for lån med pålydende over 50.000 euro, som anses for å være rettet mot profesjonelle investorer. Det vil si at det er krav om at noteringsdokumentet skal tilfredsstillere kravene oppstilt i eller med hjemmel i pkt 2.7.3.1, 2.7.3.2 første ledd nr 1-4, 2.7.3.3, 2.7.3.4 og 2.7.3.5

Børsen tar nå inn en generell dispensasjonshjemmel fra denne hovedregelen i pkt 2.7.2 annet ledd. Dispensasjonsbestemmelsen retter seg mot låntagere som allerede har noterte obligasjonslån på Oslo ABM, eller obligasjonslån, aksjer eller egenkapitalbevis notert på henholdsvis Oslo Børs eller Oslo Axess. Dersom slike låntagere ønsker å notere lån kan Oslo ABM tillate at noteringsdokumentet ikke inneholder alle eller noen av de krav som følger av pkt 2.7.3.3 (tilleggskrav). Bakgrunnen for forslaget er at utsteder i slike tilfeller allerede vil være underlagt børsens informasjonspliktregler og således vil informasjonen i et noteringsdokument ikke inneholde ny informasjon utover det som låntakere allerede skal ha offentliggjort til markedet.

4.2 Offentliggjøring av delårsrapporter

Oslo Børs endrer ordlyden i pkt 3.4.6 slik at offentliggjøring av regnskapsrapporter utover minimumskravet ikke skal ha samme frister og innholdskrav som det som gjelder for delårsrapportene som er et minimumskrav, jf pkt 3.4.4. Det vises for øvrig til det som er sagt om den tilsvarende endringen i Obligasjonsreglene ovenfor under punkt 3.2.

4.3 Strykning

Se kommentar til tilsvarende endring av Obligasjonsreglene pkt 7.1 under punkt 2.5 ovenfor.

1.6 Børssirkulære 7/2011: Anbefaling om rapportering av IR-informasjon

Gjennom Anbefaling om rapportering av IR-informasjon ønsker Oslo Børs å bidra til høy kvalitet på informasjonen fra noterte selskaper. Relevant, samlet og oppdatert informasjon skaper interesse og tillit – og er en forutsetning for likviditet.

Anbefalingen er utarbeidet av Oslo Børs i samarbeid med Norsk Investor Relations Forening (NIRF), og er basert på NIRFs og Oslo Børs' felles oppfatning av beste praksis innen rapportering av finansiell og annen IR-informasjon, og er ment som et supplement til IR-håndboken (Håndbok Investor Relations) utgitt av NIRF (sist oppdatert 2010).

Oslo Børs lanserte i 2004 en egen merking av selskapene som hadde relevant informasjon på norsk og engelsk lett tilgjengelig for investorer og markedet generelt. Basert på gitte kriterier kunne selskapet søke hhv "informasjonsmerket" og "engelskmerket". Merkene har vært et viktig bidrag til å etablere et generelt høyt nivå på selskapenes investorinformasjon. Da tiden var inne for å revidere kravene til merkene, fant vi det hensiktsmessig å erstatte begge merkene med en anbefaling. På denne måten opprettholder vi den faglige intensjonen med merkene ved å gi anbefalinger om hva som er god informasjon til investorer, samtidig som vi fjerner den formelle søknads- og revisjonsprosessen som var knyttet til merkene.

For selskaper som velger å følge anbefalingen er det lagt opp til et «følg eller forklar» - prinsipp.

Noterte selskaper må forholde seg til en rekke lover og regler som det er viktig at IR-medarbeidere har kjennskap til. IR-håndboken kan være et nyttig utgangspunkt for informasjon om dette regelverket. Flere av de temaene som denne anbefalingen omhandler er nærmere regulert av lover og regler. Vi vil presisere at anbefalingen ikke erstatter disse. Anbefalingen er for enkelte punkter mer omfattende enn regelverket for å ivareta målsetningen om at selskapene skal levere relevant, samlet og oppdatert informasjon.

Oslo Børs har til hensikt å revidere anbefalingen jevnlig for å sikre at den er i samsvar med beste praksis.

For noterte selskaper som ønsker å synliggjøre at anbefalingen følges, foreslås teksten:

"Vi følger Oslo Børs' anbefaling om rapportering av IR-informasjon"

En stor andel av selskapene notert på Oslo Børs er utenlandske, og utenlandsandelen i mange av de noterte selskapene er høy. Det kan være utfordrende for investorer og andre markedsaktører å finne og tilegne seg informasjon om regelverk det er nødvendig å ha kjennskap til i forbindelse med handel i noterte selskaper. Som et tillegg til "Anbefaling om rapportering av IR-informasjon" vil Oslo Børs anbefale at selskapene på sin hjemmeside informerer om relevant regelverk vedrørende:

- Regler om flagging som gjelder for selskapet
- Regler om selskapsovertagelse
- Regler om tvangsinnløsning
- Fritaksmodellen
- Hjemstat

For Norske selskaper

Oslo Børs har utarbeidet et eksempel for norske noterte selskaper som vil bli løpende oppdatert ved relevante lovendringer. Selskaper som ønsker å benytte dette eksempelet

bør vurdere om det er ytterligere selskapsspesifikke forhold som bør omtales, for eksempel relevante bestemmelser i vedtektene eller sektorspesifikk lovgivning.

Utenlandske selskaper

Utenlandske selskaper notert på Oslo Børs eller Oslo Axess som velger å gjøre slik informasjon tilgjengelig på sine hjemmesider må utarbeide tilsvarende redegjørelse, basert på relevant regelverk som gjelder i forhold til det enkelte selskap. Selskapene kan i denne forbindelse se på det norske eksempelet med henblikk på omfang og detaljgrad.

1.7 Børssirkulære 8/2011: Endringer i anbefaling for eierstyring og selskapsledelse høsten 2011

Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES) har vedtatt å gjøre enkelte mindre endringer og presiseringer i anbefalingen for eierstyring og selskapsledelse av 21. oktober 2010. Endringene er nærmere beskrevet i et særskilt dokument utarbeidet av NUES og som er vedlagt dette sirkulæret.

Dokumentet ble publisert på NUES' hjemmeside www.nues.no den 20. oktober 2011 og endringene trådte i kraft fra det tidspunktet.

Børsens krav til årlig redegjørelse

Selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess skal i følge pkt. 7 i "Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper" gi en samlet redegjørelse for selskapets eierstyring og selskapsledelse i årsberetningen eller i dokument det er henvist til i årsberetningen. Redegjørelsen skal omfatte hvert enkelt punkt i anbefalingen. Det skal gis en forklaring der den norske anbefalingen om eierstyring og selskapsledelse ikke er fulgt. Selskapene må også påse at innholds krav som følger av regnskapsloven § 3-3b er dekket i redegjørelsen.

Utenlandske og sekundærnoterte selskaper kan gi redegjørelse i forhold til tilsvarende anbefaling som gjelder i den stat der selskapet er registrert eller på selskapets primærmarked. Regnskapspliktige med Norge som hjemstat vil likevel være omfattet av innholds kravene i regnskapsloven § 3-3b, med mindre dispensasjon er innvilget som følge av at selskapet er omfattet av likeverdige krav etter hjemlandets lovgivning eller i henhold til noteringsvilkårene til en autorisert markeds plass utenfor EØS hvor selskapets verdipapirer også er notert.

Selskapene skal i årsrapporten for 2011 rapportere i henhold til anbefalingen av 21. oktober 2010 med etterfølgende endringer og presiseringer kommunisert i dokument av 20. oktober 2011.

Tilbakemeldinger fra investorer er at selskapenes redegjørelser er et nyttig redskap i deres oppfølging av selskapene. Oslo Børs fører tilsyn med at selskapene oppfyller kravet til å gi redegjørelse. De siste årene har denne gjennomgangen vært stikkprøvebasert. Gjennomgående viser undersøkelsene en god etterlevelse. Selskaper som har vesentlige mangler blir kontaktet av børsen.

Norsk Utvalg for Eierstyring og Selskapsledelse

NUES som utgir anbefalingen vil oppdatere og revidere anbefalingen ved behov. Grunnlaget for slik oppdatering vil være endringer i lover og regler og de erfaringer som gjøres med bruken av anbefalingen. I tillegg vil den internasjonale utviklingen på området bli vurdert. Henvendelser og innspill vedrørende anbefalingen kan rettes til info@nues.no.

Vedlegg:

ENDRINGER I ANBEFALING FOR EIERSTYRING OG SELSKAPSLEDELSE HØSTEN 2011

1 Innledning

NUES har vedtatt å gjøre en **endring** i anbefalingens **punkt 1** slik at denne samordnes med regnskapsloven § 3-3b med hensyn til publiseringsmåte for redegjørelse for

eierstyring og selskapsledelse. Videre har NUES besluttet å innta en **presisering** i anbefalingens **punkt 1** om omfang og utforming av redegjørelse for avvik.

For øvrig har det blitt vedtatt enkelte **mindre justeringer** i kommentarer og fotnoter til anbefalingens **punkt 8** og **punkt 9** for å tilpasse disse til regelendringer som har funnet sted siden revisjonen i 2010.

Som følge av at det i år kun gjennomføres enkelte mindre endringer og tilpasninger har NUES besluttet at det ikke er behov for utarbeidelse av en ny versjon av anbefalingen for offentliggjøring og distribusjon i 2011. NUES vil nøye seg med å kommunisere endringene til gjeldende anbefaling av 21. oktober 2010 i dette dokumentet som gjøres tilgjengelig på NUES' hjemmeside. Dokumentet vil også bli distribuert til alle selskaper med aksjer notert på Oslo Børs og Oslo Axess.

Endringene trer i kraft umiddelbart.

2 Anbefalingens punkt 1 "Redegjørelse for eierstyring og selskapsledelse"

Samordning av publiseringsmåte for CG-redegjørelse, jf. regnskapsloven § 3-3b
Det er i regnskapsloven § 3-3b innført et lovkrav om at regnskapspliktige med Norge som hjemstat og med verdipapirer notert på regulert marked, skal redegjøre for sine prinsipper og praksis vedrørende foretaksstyring. Bestemmelsen gjelder årsberetninger og årsregnskap for regnskapsår påbegynt etter 1. august 2010 eller senere.

Bestemmelsen oppstiller enkelte minstekrav til hva selskapenes redegjørelse for foretaksstyring skal inneholde. Blant annet skal det angis hvilke anbefalinger og regelverk om foretaksstyring som foretaket er omfattet av eller for øvrig velger å følge, og hvor disse er offentlig tilgjengelige. Selskapene skal også innta en begrunnelse for eventuelle avvik fra anbefalingen eller det aktuelle regelverk om foretaksstyring som selskapet er omfattet av eller har valgt å følge.

Det fremgår av regnskapsloven § 3-3b første ledd at redegjørelsen skal inntas i årsberetningen eller i dokument det er henvist til i årsberetningen. Dokumentbegrepet omfatter også redegjørelse som er gitt i elektronisk format og lagt ut på selskapets hjemmeside.

NUES ønsker å samordne anbefalingens krav til hvordan redegjørelsen for eierstyring og selskapsledelse skal publiseres med regnskapslovens krav. Dette innebærer et krav om at redegjørelser for eierstyring og selskapsledelse som utarbeides i henhold til anbefalingens punkt 1 skal inn i årsberetningen, men åpner samtidig for at redegjørelsen kan legges ut på hjemmesiden forutsatt at det i årsberetningen er inntatt en henvisning til hvor redegjørelsen er lagt ut. Kravet i anbefalingens punkt 1 om at det skal gis en samlet fremstilling vedrørende hvert enkelt punkt i anbefalingen vil gjelde som før.

Forklaring av avvik – presisering

I innledningen til anbefalingen på side 7 utdypes det nærmere hva som ligger i "følg eller forklar"-prinsippet. Det fremgår at selskapene må redegjøre for hvordan de har innrettet seg i forhold til anbefalingens enkelte punkter, og eventuelt forklare hvorfor og hvordan selskapet har innrettet seg på annen måte. NUES har besluttet å innta en tilsvarende presisering i anbefalingens punkt 1, slik at det tydeliggjøres at en tilfredsstillende redegjørelse for avvik fra anbefalingen inneholder en begrunnelse for avviket, samt hvilke alternative løsninger selskapet har valgt.

Punkt 1 i anbefalingen vil med dette få følgende ordlyd:

Styret skal påse at selskapet har god eierstyring og selskapsledelse.

Styret skal i årsberetningen eller i dokument det er henvist til i årsberetningen gi en samlet redegjørelse for selskapets eierstyring og selskapsledelse i årsrapporten. Redegjørelsen skal omfatte hvert enkelt punkt i anbefalingen. Dersom denne anbefalingen ikke er fulgt, skal avviket dette begrunnes og det skal redegjøres for hvordan selskapet har innrettet seg på annen måte forklares.

Styret bør klargjøre selskapets verdigrunnlag og i samsvar med dette utforme retningslinjer for etikk og samfunnsansvar.

Oslo Børs har i sine løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper også tilpasset publiseringsmåte for redegjørelse om eierstyring og selskapsledelse til regnskapslovens krav. NUES foretar derfor en endring i andre avsnitt i fotnoten til anbefalingens punkt 1, som henviser til børsens regler på dette punkt.

Andre avsnitt første setning i fotnote til punkt 1 i anbefalingen vil med dette få følgende ordlyd:

Selskaper notert på Oslo Børs skal i årsberetningen eller i dokument det er henvist til i årsberetningen~~rapporten~~ gi en samlet redegjørelse for selskapets eierstyring og selskapsledelse, jf. "Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper" punkt 7.

- 3 Endringer i fotnote til anbefalingens punkt 8 "Bedriftsforsamling og styre, sammensetning og uavhengighet"

I fotnote til anbefalingens punkt 8 om bedriftsforsamling og styre, sammensetning og uavhengighet vises det til kravet til styrets sammensetning i Oslo Børs' opptaksregler. Børsen endret i februar 2011 sine regler knyttet til styresammensetning. Tidligere oppstilte reglene et krav om at flertallet av de aksjeeiervalgte styremedlemmer skulle være uavhengige av selskapets daglige ledelse og vesentlige forretningsforbindelser, og at minst to av de medlemmene som aksjeeierne skal velge, måtte være uavhengige av selskapets hovedaksjeeiere. De endrede opptaksreglene innebærer at minst to av de aksjeeiervalgte skal være uavhengig av selskapets daglig ledelse, vesentlige forretningsforbindelser og selskapets større aksjeeiere. Fotnoten i anbefalingen må derfor justeres tilsvarende. Det bemerkes for øvrig at anbefalingens retningslinjer for styresammensetning gjelder uendret og således går lenger enn børsens endrede regler på dette punkt.

Ordlyden i andre avsnitt i fotnotene til anbefalingens punkt 8 får med dette følgende ordlyd:

I følge "Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs" må minst to flertallet av de aksjeeiervalgte styremedlemmene være uavhengige av selskapets daglige ledelse, ~~og~~ og vesentlige forretningsforbindelser, ~~og minst to av de medlemmene som aksjeeierne skal velge, må være uavhengige av~~ selskapets store aksjeeiere~~hovedaksjeeiere~~. Videre er det et krav at representanter fra den daglige ledelse ikke kan være medlem av styret. Oslo Børs kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra disse kravene.

- 4 Endringer i punkt 9 "Styrets arbeid"

Endringer i børsforskriften § 1 (2) av 1. juli 2010 innebærer at det nå gjelder et krav om at alle utstedere med omsettelige verdipapirer notert på regulert marked skal ha et revisjonsutvalg eller lignende organ. Norske allmennaksjeselskaper har vært underlagt et

slikt krav også før forskriftsendringen, jf. allmennaksjeloven § 6-41. Endringen får derfor først og fremst betydning for utenlandske selskaper og aksjeselskaper med omsettelige verdipapirer notert på norsk regulert marked. Det gjelder et unntak for mindre selskap, tilsvarende som etter asal. § 6-41 (2).

NUES gjør endringer i kommentaren og fotnotene til anbefalingens punkt 9 "Styrets arbeid" slik at teksten reflekterer at det også er kommet en forskriftsbestemmelse om plikten til å etablere revisjonsutvalg.

Etter endringen blir ordlyden i kommentaren til punkt 9 tredje avsnitt under overskriften "Styreutvalg" som følger:

~~Allmennaksjeloven~~ og børsforskriften oppstiller krav om etablering av revisjonsutvalg for større selskaper som overstiger fastsatte terskler. Selskaper bør ikke benytte den adgang ~~lov~~ og forskriften gir til å bestemme at det samlede styret skal fungere som selskapets revisjonsutvalg. Også mindre foretak bør vurdere å etablere revisjonsutvalg. Ved vurderingen av uavhengigheten til revisjonsutvalgets medlemmer kan det tas utgangspunkt i kriteriene i kommentaren "Styrets uavhengighet" i punkt 8. Utover ~~lov~~ givingenens krav bør flertallet av medlemmene i utvalget være uavhengig av virksomheten. Valgkomiteen bør i sin innstilling til styrevalg opplyse om hvilke styremedlemmer som oppfyller kravene til uavhengighet og kompetanse til å sitte i revisjonsutvalget. For enkelte selskaper innen finanssektoren oppstiller spesiallovgivningen særlige regler om revisjonsutvalg.

Etter endringen blir ordlyden i åttende avsnitt i fotnotene til punkt 9 som følger:

Regler om plikt til å etablere revisjonsutvalg for norske allmennaksjeselskaper følger av asal. § 6-41 (1). For andre selskaper med omsettelige verdipapirer notert på norsk regulert marked vil tilsvarende krav om revisjonsutvalg følge av børsforskriften § 1 (2). Etter asal. § 6-42 (3) kan det i vedtektene fastsettes at det samlede styret skal fungere som selskapets revisjonsutvalg dersom styret til enhver tid oppfyller kravene etter annet ledd. Etter asal. § 6-41 (2) kreves det ikke etablering av revisjonsutvalg for selskaper som faller under gitte terskler. I slike mindre selskaper skal styret utføre oppgavene som etter hovedregelen er tillagt revisjonsutvalget. Styreleder som er ledende ansatt i selskapet kan da ikke delta i møter hvor styret utfører revisjonsutvalgets oppgaver. Sparebankloven § 17c, forretningsbankloven § 16a, finansieringsvirksomhetsloven § 3-11a (for finansieringsforetak) og forsikringsloven § 5-10 har egne krav til etablering av revisjonsutvalg, særlige unntak og regler om valg og sammensetning.

Etter endringen blir ordlyden i siste avsnitt i fotnotene til punkt 9 som følger:

En oversikt over regelverket som omhandler revisjonsutvalg er gitt i børssirkulærene 4/2009 og 2/2011.

Endringene trer i kraft umiddelbart.

1.8 Børssirkulære 9/2011: Endring i derivatreglene

Oslo Børs begynte sine endringer av regelverket gjennom en høring som ble utsendt den 15.6.2011. Høringen inneholdt endringer rundt innløsningspraksis og avnotering i underliggende.

Bakgrunnen for revisjon er å nærme seg internasjonale markedsplassers praksis. Blant de endringer som er foretatt, nevnes:

- (i) Antall dager fra innløsning til aksjeleveranse endres fra 4 til 3 dager (A3.1, A3.2, A3.3).
- (ii) For kontrakter med bortfall oktober 2012: Kontrakter som avnoteres vil få en verdivurdering som tar hensyn til kontraktens tidsverdi (A2.2.13 (3)).
- (iii) Fixing verdi for aksjederivater går fra volumveid snitt kurs til sist omsatt (A2.2.14).

For utfyllende detaljer rundt regelverksendringer vises til det endrede regelverket. Regelverket vil bli gjort tilgjengelig på Oslo Børs sine hjemmesider fra 01.12.2011.

1.9 Børssirkulære 10/2011: Endringer i priser på Oslo Børs, Oslo Axess og Oslo ABM

Det vil fra 1. januar 2012 bli foretatt følgende justeringer i avgiftene for obligasjoner og sertifikater notert på Oslo Børs og Oslo ABM, samt for aksjer, egenkapitalbevis og tegningsretter notert på Oslo Børs og Oslo Axess.

1 Obligasjoner og sertifikater notert på Oslo Børs og Oslo ABM

Kursnoteringsavgift for obligasjoner

Oslo Børs har besluttet å justere den årlige kursnoteringsavgiften for obligasjoner notert på Oslo Børs og Oslo ABM. Samtidig endres minimumsavgiften pr. ISIN. Maksimumsavgift pr. ISIN, samt maksimumsavgift pr. låntaker forblir uendret.

Som følge av dette vil ny avgiftsstruktur være:

Type avgift	Notert kapital	Min. avgift (NOK)	Maks. avgift (NOK)
Kursnoteringsavgift	Avgift for første lån a)	Kr 53,00 pr. MNOK i 5 606 restgjeld (pr. ISIN)	42 000
	Avgift for etterfølgende lån	Kr 35,78 pr. MNOK i 4 204 restgjeld (pr. ISIN)	31 500
	Avgift dersom låntaker har noterte aksjer/egenkapitalbevis b)	Kr 35,78 pr. MNOK i 4 204 restgjeld (pr. ISIN)	31 500
	Maks. avgift pr låntaker pr år		400 000

a) Det lånet som til enhver tid vil være det første lånet tatt opp til notering.

b) For låntaker som har aksjer eller egenkapitalbevis notert er kursnoteringsavgiften kr 35,78 pr. MNOK i restgjeld for alle obligasjonslån.

Registreringsavgift for sertifikater

Oslo Børs har besluttet å justere den månedelige registreringsavgiften for sertifikater, samt det maksimale beløpet for hele sertifikatets løpetid.

Som følge av dette vil ny avgiftsstruktur være:

Type avgift	Notert kapital	Min. (NOK)	Maks. (NOK)
Registreringsavgift	Pr. mnd. (maks. pr. lån)	530	5 300

Kontrollavgift for lånebeskrivelse på Oslo ABM

Oslo Børs har besluttet å justere avgiften for kontroll av lånebeskrivelse på Oslo ABM.

Som følge av dette vil ny avgiftsstruktur være:

Type avgift	Type dokument	Avgift (NOK)
Kontrollavgift	Låntakerbeskrivelse som ikke omfattes av prospektdirektivet (Directive 2003/71/EC)	40 000 pr. låntakerbeskrivelse
	Lånebeskrivelse, anbudsinnbydelse og lånedokumenter for lån med særskilt standardiserte vilkår som ikke omfattes av prospektdirektivet (Directive 2003/71/EC) vilkår a)	11 000 pr. ISIN
	Lånebeskrivelse, anbudsinnbydelse og lånedokumenter som ikke omfattes av prospektdirektivet (Directive 2003/71/EC) b)	13 000 pr. ISIN

a) Ordinære senior bankobligasjoner, ordinære obligasjoner med fortrinnsrett, og andre særskilt standardiserte obligasjoner etter Oslo Børs' vurdering.

b) Obligasjoner av annen type enn som angitt i punkt a).

2 Aksjer, egenkapitalbevis og tegningsretter notert på Oslo Børs og Oslo Axess

Introduksjonsavgift for aksjer og egenkapitalbevis

Det er besluttet å endre avgiftene ved nyanotering av selskaper ved Oslo Børs. Dagens trappetrinnsmodell erstattes med en modell med en minimumsavgift på kr 450 000 pluss en avgiftssats på kr 480 pr. million NOK i markedsverdi første noteringsdag. Maksimumsavgiften settes til kr 930 000.

For Oslo Axess gjøres en tilsvarende endring i avgiftsmodellen. Ved notering av nye selskaper på Oslo Axess vil det påløpe en minimumsavgift på kr 400 000 pluss en avgiftssats på kr 480 pr. million NOK i markedsverdi første noteringsdag. Maksimumsavgiften er kr 880 000.

Som følge av dette vil ny avgiftsstruktur være:

Type avgift	Verdipapir	Min. avgift (NOK)	Maks. avgift (NOK)
Introduksjonsavgift Oslo Børs	Aksjer/egenkapitalbevis	450 000	930 000
Introduksjonsavgift Oslo Axess	Aksjer	400 000	880 000

I forbindelse med nynotering påløper det en avgift på kr 107 000 ved innledende møte iht. børsens opptaksregler pkt. 3.1, og ytterligere kr 107 000 ved søknad om børsnotering, uavhengig om børsnoteringsprosessen fullføres eller ikke. Disse beløpene går til fradrag i introduksjonsavgiften ved en eventuell notering.

Ved notering av aksjer knyttet til "tildelingsretter før utstedelse" iht. pkt. 2.5.2 i opptaksreglene (såkalte "if issued", "if delivered" og tilsvarende) påløper det en ekstra introduksjonsavgift, som fastsettes til kr 154 500.

Det innføres en ny avgift for behandling av søknad om fristutsettelse for første noteringsdag. Avgiften fastsettes til kr 25 000.

Ved fusjon, fisjon og andre vesentlige endringer i henhold til løpende forpliktelser pkt. 12.1 (3), jfr. pkt. 12.2 og pkt. 12.3, der Oslo Børs pålegger selskapet å sende inn et dokument som innholdsmessig tilfredsstillende kravene til søknad om notering (jfr. pkt. 3.4 i børsens opptaksregler), vil det påløpe en avgift på kr 214 000. Dersom Oslo Børs utover dette pålegger selskapet å følge en tilnærmet ordinær opptaksprosess, vil det i stedet påløpe full introduksjonsavgift som angitt ovenfor. For øvrige vesentlige transaksjoner gjelder avgiftene for kontroll av selskapets redegjørelse for fortsatt notering som nærmere beskrevet nedenfor.

Årlig kursnoteringsavgift, overføringsavgift og avgift for dokumentkontroll

Årlig kursnoteringsavgift beregnes basert på en avgiftssats som for 2012 er fastsatt til kr 65 pr. million NOK i markedsverdi for selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess. Minimums- og maksimumsavgiften settes til hhv. kr 140 000 og kr 1 070 000.

Overføringsavgiften for Oslo Axess selskaper som søker notering på Oslo Børs fastsettes til kr 214 000, hvorav kr 107 000 påløper ved søknad og kr 107 000 ved notering. Kursnoteringsavgift for tegningsretter samt kontrollavgiften for informasjonsdokument og tilbudsdokument endres også noe, ref. oversikt nedenfor.

Ved fisjon, samt ved fusjon eller andre vesentlige endringer i henhold til løpende forpliktelser pkt. 12.1 (3), jfr. pkt. 12.2 og pkt. 12.3 påløper det en avgift for børsens kontroll av selskapets redegjørelse for fortsatt notering. For redegjørelse for fortsatt notering vil det fra 1. januar 2012 påløpe følgende avgift:

- Kr 10 300 for ordinære redegjørelser.
- Kr 51 500 for redegjørelser som omfatter domisilskifte.
- Kr 103 000 for redegjørelser som omfatter vesentlige restruktureringer som scheme of arrangements og tilsvarende.

Som følge av dette vil ny avgiftsstruktur være:

Type avgift	Verdipapir	Notert kapital	Min. avgift (NOK)	Maks. avgift (NOK)
Kursnoteringsavgift (Årlig avgift)	Aksjer/egenkapitalbevis	Kr 65 pr MNOK i markedsverdi	140 000	1 070 000
	Tegningsretter		21 400	21 400
Kontrollavgift (Avgift pr dokument)	Informasjonsdokument		51 500	51 500
	Redegjørelse for fortsatt notering		10 300	103 000
	Tilbudsdokumenter		128 750	128 750

Avgiften for nedkvittring av garanti i tilknytning til tilbudsdokumenter fastsettes til kr 15 450 for hver nedkvittring.

Registreringsavgift for aksjer og tegningsretter

Fra 1. januar 2012 vil det påløpe en registreringsavgift i forbindelse med gjennomførte aksjeemisjoner etter notering, uansett størrelsen på emisjonen. Avgiftssatsen på 0,1 % av brutto hentet kapital opprettholdes for emisjoner over kr 25 mill. og maksimum registreringsavgift settes til kr 280 000. For kapitalforhøyelser med proveny på opptil kr 25 mill. gjelder registreringsavgift i henhold til oversikten nedenfor.

Proveny	Registreringsavgift (NOK)
Opptil MNOK 1	1 000
Fra MNOK 1 opptil MNOK 5	5 000
Fra MNOK 5 opptil MNOK 10	12 000
Fra MNOK 10 opptil MNOK 25	25 000

For tegningsretter økes registreringsavgiften til kr 10 700.

Øvrige vilkår forblir uendret.

En oppdatert prisliste vil bli offentliggjort på www.oslobors.no senest 1. januar 2012.

1.10 Børssirkulære 11/2011: Praksisendring - dekning av utgifter til Børsklagenemnden

Oslo Børs vil fra 1. januar 2012 kreve at utgifter til Børsklagenemnden i forbindelse med behandling av klagesak skal dekkes av tapende part. Børsforskriften gir hjemmel for dekning av slike utgifter.

Børsklagenemnden er en uavhengig klagenemnd som avgjør klager på vedtak truffet av Oslo Børs etter børsloven og verdipapirhandelloven. Nemnden ble opprettet i 1989 og dens medlemmer oppnevnes av Finansdepartementet. Noterte selskaper, medlemmer på børsen og investorer vil typisk ha klageadgang til nemnden. Det er ikke anledning til å reise søksmål mot vedtak som kan bringes inn for Børsklagenemnden før klageadgangen er benyttet.

Godtgjørelse til Børsklagenemndens medlemmer fastsettes av Finansdepartementet. Siden ordningen med Børsklagenemnd ble innført, har Oslo Børs dekket utgiftene til godtgjørelse til nemndens medlemmer samt andre utgifter som påløper ved behandling av klage over børsens vedtak (typisk reiseutgifter mv.).

I 2010 behandlet Børsklagenemnden fire saker. Gjennomsnittlige utgifter for børsen per sak var på ca. kr 80 250,-.

Børsklagenemndens virksomhet reguleres i børsloven kapitel 6 del III og børsforskriften kapittel 8. Børsforskriften § 38 gir hjemmel for dekning av slike utgifter:

§ 38 Godtgjørelse og dekning av utgifter

Departementet fastsetter godtgjørelsen for klagenemndens medlemmer og treffer bestemmelse om nemndens sekretariat. Regulert marked kan fastsette at utgiftene til godtgjørelse til klagenemndens medlemmer og sekretariat samt andre utgifter som påløper i forbindelse med klagebehandlingen skal dekkes av klageren dersom klagenemnden ikke gir klageren medhold i klagen. Gjelder klagen en tvist mellom to parter, kan regulert marked fastsette at slike utgifter skal dekkes av den part som ikke gis medhold i klagenemndens avgjørelse.

Oslo Børs endrer nå praksis og vil fra og med 1. januar 2012 benytte adgangen til å kreve at børsens utgifter til Børsklagenemnden og sekretariat i forbindelse med behandling av klagesak skal dekkes av den tapende part.

Vi presiserer at endringen kun gjelder utgifter til nemnden og ikke børsens interne saksomkostninger i forbindelse med behandlingen av en klage. Et eventuelt ansvar for dekning av børsens utgifter inntreder bare der klager ikke får medhold i sin klage.

Børsen har videre valgt å begrense ordningen med å kreve dekning av utgifter slik at denne ikke kommer til anvendelse der klager får helt eller delvis medhold av børsklagenemnden.

Praksisendringen vil ikke få virkning for vedtak fattet eller varslet før 1. januar 2012.

1.11 Børssirkulære 12/2011: Informasjon om foreslåtte endringer i prospekt- og rapporteringsdirektivet

1 Innledning

Oslo Børs ønsker å informere utstedere med rentepapirer notert på Oslo Børs og Oslo ABM om vedtatte endringer i prospekt- og rapporteringsdirektivet som nå foreslås implementert i norsk rett.

Prospektdirektivet får anvendelse i forbindelse med utarbeidelse, godkjenning og annonsering av prospekt som skal offentliggjøres når verdipapirer tilbys til offentligheten eller opptas til handel på et regulert marked.

Rapporteringsdirektivet tar sikte på å harmonisere kravene til hvilke opplysninger utstedere og innehavere av omsettelige verdipapirer som er notert på et regulert marked må gi til markedet, og hvordan dette skal gjøres.

Endringene får betydning for børsens obligasjonsregler. Det vil i tillegg kunne bli aktuelt å implementere endringer i ABM reglene for å sikre at utstedere underlagt obligasjonsreglene og ABM reglene i størst mulig grad likebehandles.

De foreslåtte endringer i prospekt- og rapporteringsdirektivet vil implementeres direkte i verdipapirhandelloven, mens endringer i rapporteringsdirektivet i tillegg reflekteres direkte i børsens obligasjonsregler.

Endringene foreslås å gis virkning for alle lån notert på regulert marked etter 31.12.2010. Det forventes at Finansdepartementet vil gi overgangsregler.

De vesentligste foreslåtte endringene i rapporteringsdirektivet er:

- Minimumskrav for pålydende per obligasjon for å være unntatt krav til finansiell rapportering etter verdipapirhandelloven økes fra 50.000 til 100.000 euro. Finanstilsynet vil da forestå regnskapskontroll for alle utstedere med pålydende under 100.000 euro.
- Minimumskravet for pålydende per obligasjon for at utsteder skal kunne velge mellom å gi informasjon på norsk eller engelsk, økes fra 50.000 til 100.000 euro. Dette vil medføre at utstedere med lån hvor pålydende er under 100.000 euro må søke om dispensasjon for å kunne rapportere kun på engelsk.
- Nye kriterier for hva som avgjør valg av hjemstat for obligasjonsutstedere fra land utenfor EØS (tredjeland)
- Minimumskrav for pålydende per obligasjon for å kunne avholde långivermøte i annen EØS stat enn Norge, gitt visse betingelser, økes fra 50.000 til 100.000 euro.

Prospektdirektivet skal fullharmoniseres i norsk rett, nevnte endringer skal være gjennomført innen 1. juli 2012, og således henviser vi til høringsnotat for nærmere beskrivelse av de konkrete endringsforslag. Fullstendige høringsnotat er tilgjengelig på finansdepartementets hjemmesider:

http://www.regjeringen.no/upload/FIN/fma/horingsnotat/11_439.pdf

1.1 Sirkulærets oppbygging

Sirkulærets kapittel 2 gir en kort drøfting av de praktiske konsekvenser av de vesentligste foreslåtte endringene i rapporteringsdirektivet for de berørte utstederne. De vesentligste foreslåtte endringer i prospektdirektivet angis i sirkulærets kapittel 3, og

kapittel 4 antyder hvordan ABM reglene påvirkes av nevnte endringer.

2 Endringer i rapporteringsdirektivet

Kapittel 2.1 og 2.2 er strukturert slik at dagens lovtekst er inntatt i kursiv og foreslått endret ordlyd er understreket>. Deretter beskrives foreslått endring og dens praktiske betydning for de berørte utstederne.

2.1 Endring i terskelverdi for pålydende pr. obligasjon for verdipapirhandelovens virkeområde for reglene om periodisk informasjonsplikt

Vphl. § 5-4 (6): "§§ 5-5 til 5-11 gjelder ikke for stat, regional eller lokal myndighet i stat, internasjonalt offentlig organ eller organisasjon som minst en EØS stat er medlem i, EØS sentralbank og Den europeiske sentralbank. §§ 5-5 til 5-11 gjelder heller ikke for utsteder som bare utsteder gjeldsinstrumenter hvis pålydende er minst 50 000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta, eller for utstedere av verdipapirfond."

Terskelen for å være unntatt vphl. 5-5 til 5-11, dvs. regnskapsrapportering, er foreslått endret til minimum 100.000 euro, jf. endringsdirektivets art. 2 nr. 2 (a) (b). Per i dag medfører børsens obligasjonsregler pkt. 3.7.2 (3) tilsvarende periodiske informasjonsplikt for utstedere av obligasjoner hvis pålydende minst er 50 000 euro, selv om denne type utstedere er unntatt periodisk informasjonsplikt etter verdipapirhandelloven. Således har denne type utstedere likevel måttet overholde den periodiske informasjonsplikten. Finanstilsynet er kontrollinstans for regnskap for alle utstedere med lån notert på regulert markedsplass som følger den periodiske informasjonsplikten som hjemlet i verdipapirhandelloven. Oslo Børs følger opp den periodiske informasjonsplikten for de utstederne som er unntatt tilsvarende bestemmelser i verdipapirhandelloven, men som likevel er underlagt de samme kravene etter børsens obligasjonsregler.

Når terskelverdien i vphl. § 5-4 (6) nå endres vil obligasjonsreglene pkt. 3.7.2 (3) måtte endres tilsvarende for fortsatt å være i overensstemmelse med foreslått lovtekst. Rent praktisk innebærer dette at Finanstilsynet vil bli kontrollinstans for regnskap for alle utsteder med lån tatt opp til handel på regulert marked etter 31.12.2010, hvor pålydende pr. obligasjon er mindre enn 100.000 euro eller tilsvarende.

2.2 Endring i terskelverdi for pålydende pr. enhet for å kunne velge mellom engelsk og norsk språk

Vphl. § 5-13 (6): "Dersom verdipapirer med pålydende verdi på minst 50 000 euro eller, for obligasjoner i en annen verdi enn euro med pålydende verdi som minst tilsvarer 50 000 euro på utstedelsesdagen, opptas til notering på et regulert marked i Norge, skal utsteder offentliggjøre opplysningene enten på norsk eller engelsk." Terskelen for å kunne velge mellom å offentliggjøre opplysninger på norsk eller engelsk foreslås hevet til minimum pålydende verdi på 100 000 euro.

Obligasjonsreglene pkt. 3.8.3 (3) vil måtte endres tilsvarende for å sikre fortsatt overensstemmelse med ny foreslått lovtekst.

Dette innebærer at alle berørte utstedere av lån med pålydende pr. obligasjon på mindre enn 100 000 euro eller tilsvarende, og med Norge som hjemstat, som ønsker å rapportere kun på engelsk, må søke Oslo Børs om dette. Alle utstedere med lån notert på regulert marked etter 31.12.2010 vil berøres av dette hvis pålydende pr. obligasjon er satt til mindre enn 100 000 euro eller tilsvarende.

Vurderingskriterier i en språksøknad vil bl.a. være: utsteders arbeidsspråk, i hvilken grad

norsk rapporteringsspråk er byrdefullt for utsteder, nasjonaliteten som allerede utstedte lån er rettet mot, utenlandsk eierandel i obligasjonslånene i prosent, pålydende valuta i lånet, nasjonaliteten til medlemmer av selskapenes ledelse og styre. For utstedere, som basert på disse kriterier ikke kan få innvilget en dispensasjon fra verdipapirlovens språkkrav slik at de kan fortsette med kun engelsk rapportering til markedet, må påberegne å minimum rapportere på norsk i tillegg til dagens rapportering på engelsk, evt. rapportere på norsk alene.

Vi avventer nærmere beskrivelse fra Finansdepartementet på mulige overgangsordninger for denne problemstillingen.

3 Endringer i prospektdirektivet

3.1 Endring i terskelverdi for unntak fra enkelte innholdskrav

Nevnte høring dekker også foreslåtte endringer i prospektdirektivet, og påvirker minstekravene til innhold i registreringsdokument og verdipapirdokument, som må utarbeides når nye obligasjonslån skal noteres på børs. Per i dag avhenger innholdskravene av pålydende verdi pr. obligasjon. Når pålydende er lavere enn 50 000 euro er innholdskravene noe mer omfattende, og består bl.a. i:

- Sammendrag av opplysningene i prospektet
- Innta utvalgt finansiell informasjon
- Beskrivelse av gjennomførte og fremtidige investeringer
- Beskrivelse av formål med tilbudet og anvendelse av provenyet
- Beskrivelse av vilkår og betingelser for tilbudet

Vi viser til de enkelte sjekklister for en eksakt beskrivelse av de enkelte innholdskrav.

Fra tidspunkt for implementering av direktivsendringene vil terskelverdien i denne forbindelse endres til 100 000 euro. Alle utstedelser med pålydende verdi lavere enn dette vil måtte forholde seg til de mest omfattende prospektkravene.

3.2 Øvrige endringsforslag

De øvrige endringsforslag berører både utstedere av aksjer og obligasjoner, og består bl.a. i:

- Endringer i forbindelse med unntak fra prospektplikt ved tilbud
 - Grensen for unntak økes til pålydende eller krav på vederlag på minst 100.000 euro
 - Ny beløpsgrense og nytt antall personer
 - Ny definisjon av profesjonelle investorer
- Endringer i forbindelse med unntak fra prospektplikt ved opptak til notering
 - I forbindelse med fusjon og fisjon.
- Endringer i forbindelse med nøkkelinformasjon i prospektets sammendrag.
- Reduserte krav til informasjon i visse prospekter for mindre selskaper.
- Presisering av 12 mnd. gyldighetsperiode for prospekter.
- Endringer i kravene til elektronisk offentliggjøring av prospekt
- Presisering av når plikten til å utarbeide tillegg til prospekt oppstår
- Presisering av når retten til å trekke tilbake aksept av tilbud
- Endringer i vurderingskriteriene ved bruk av prospekt godkjent i tredjeland
- Verdipapirer garantert av medlemsstat, som søkes notert, trenger ikke å innta informasjon om garantisten i prospektet.
- Presisering av kravene til offentliggjøring av dokumenter som inntas ved henvisning.

Vi understreker at denne listen over endringer ikke er uttømmende. Vi henviser til link i dette dokumentets innledning for en fullstendig oversikt over foreslåtte endringer i prospektdirektivet. Endringsdirektivet skal være gjennomført i nasjonal rett innen 1. juli 2012.

4 Hvordan foreslåtte endringer i rapporterings- og prospektdirektivet indirekte kan påvirke ABM reglene

Oslo ABM er en selvregulert markedsplass som ikke er underlagt konsesjon iht. børsloven og kan derfor operere uavhengig av rapporterings- og prospektdirektivet. Likevel er regleverket både på Oslo Børs og Oslo ABM etablert etter samme struktur og har i stor grad de samme bestemmelsene, med unntak av enkelte tilpasninger i ABM regleverket. Det er viktig for Oslo Børs at regleverket på begge markedsplassene i størst mulig grad fortsatt har samme struktur og ordlyd, da dette bidrar til likebehandling av de noterte selskapene. Følgelig vil flere av ovennevnte endringer i rapporterings- og prospektdirektivet som har en direkte innvirkning i børsens obligasjonsregler, også kunne få en indirekte innvirkning på Oslo ABM reglene. Endringene vil i så fall innarbeides ved neste revidering av ABM reglene, forventet til å finne sted i løpet av annet halvår 2012.

Følgende bestemmelser i ABM reglene antas å påvirkes av ovennevnte endringer:

- 2.3.4 Noteringsdokument
- 2.7.2 Noteringsdokument – Innholdskrav obligasjonslån med pålydende under 50.000 euro
- 2.7.3 Noteringsdokument – Innholdskrav obligasjonslån med pålydende på minst 50.000 euro
- 3.4.5 Regnskapsrapportering – Unntak fra regnskapsrapportering
- 3.5.4 Krav til språk
- 3.6.3 Obligasjonseiermøter

For en nærmere beskrivelse av hva endringen vil bestå i for ABM utstedere viser vi til beskrivelse ovenfor i dokumentet av hva endringene vil innebære for lån utstedt på Oslo Børs.

2. OPPTAK TIL BØRSNOTERING

2.1 Nye selskaper i 2011

Selskaper som har søkt om notering og er vedtatt tatt opp i 2011:

Navn	Marked	Styremøte/ vedtaks dato
Hofseth Biocare ASA	Oslo Axess	23.11.2011
Ocean Rig UDW Inc. *	Oslo Børs	2.11.2011
Nordic Financials ASA	Oslo Axess	28.9.2011
Awilco LNG ASA	Oslo Axess	24.8.2011
RS Platou ASA *	Oslo Børs	15.6.2011
Kværner ASA	Oslo Børs	15.6.2011
Asia Offshore Drilling Limited	Oslo Axess	15.6.2011
Höegh LNG Holdings Ltd.	Oslo Børs	15.6.2011
Apply ASA *	Oslo Børs	25.5.2011
Fram Exploration ASA *	Oslo Axess	25.5.2011
Odfjell Offshore Ltd *	Oslo Børs	25.5.2011
Discovery Offshore S.A.	Oslo Axess	27.4.2011
IT Fornebu Properties ASA *	Oslo Børs	27.4.2011
Serodus Pharmaceuticals ASA *	Oslo Axess	27.4.2011
Sevan Drilling ASA	Oslo Axess	27.4.2011
Awilco Drilling Plc	Oslo Axess	27.4.2011
Norway Royal Salmon ASA	Oslo Børs	23.3.2011
S.D. Standard Drilling Plc	Oslo Axess	23.3.2011
Aker Drilling ASA	Oslo Børs	16.2.2011
Prospector Offshore Drilling S.A.	Oslo Axess	19.1.2011

*) Opptak vedtatt av børsstyret i 2011, men ikke notert

2.2 Opptakspraksis

2.2.1 Nye rutiner for opptak av retter til aksjer

Oslo Børs innførte endringer i bestemmelsene om notering av retter til aksjer i opptaksreglene pkt 8.1 og 8.2 fra 14.juli 2011. I korte trekk innebærer endringene at det innføres krav i opptaksreglene at om Oslo Børs skal motta en redegjørelse i forbindelse med notering av fortrinnsretter til aksjer eller allmennaksjeloven § 10-4 og en søknad i forbindelse med notering av øvrige retter til aksjer.

Link til dokumentasjon som skal sendes for opptak av retter til aksjer:

<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Opptak-av-retter-til-aksjer>

Videre ble det innført krav om at det skal offentliggjøre en melding til markedet i forbindelse med notering av rettene. Endringen har som formål å sikre at markedet og investorer får tilgang til tilfredsstillende informasjon om de detaljerte vilkår som gjelder for den enkelte tegningsrett, herunder informasjon om forbehold i garantier og andre betingelser for gjennomføring av den underliggende emisjonen.

Nedenfor er inntatt utdrag av korrespondanse mellom selskapene Transeuro Energy Corp. (TSU) og PSI Group (PSI) og børsen rundt forholdet i meldingen som skal offentliggjøres forbindelse med notering av rettene.

Notering av retter TSU (e-post av 2.8.2011)

Etter opptaksreglene pkt. 8.4 må det offentliggjøres en børsmelding før notering av tegningsrettene, bla. om forhold vedrørende garantien, som i dette tilfellet ikke er en fulltegningsgaranti. I denne forbindelse er relevant informasjon om når garantistene ikke er forpliktet til å tegne aksjer særlig relevant for markedet. For den børsmelding som skal offentliggjøres før oppstart av notering av rettene må det gis mer informasjon enn bare å tilkjenne at det er visse betingelser for at tegningsforpliktelsene utløses, da informasjon om hvilke spesifikke vilkår som gjelder er informasjon investorer har behov for. Det vil være naturlig å inkludere tilsvarende informasjon i prospektet for tegningsrettene dersom dette allerede ikke er gjort. Vi ber om det sendes utkast til meldingen to børsdager før rettene skal noteres til prospekter@oslobors.no og til undertengene gunns@oslobors.no.

Det fremkommer ikke av skjemaet om det er en maks/min emisjon, annet en at det skal utstedet opp til max antall aksjer hvor ca aggregert maksimum nivå tilsvarende CAD 8 millioner er garantert. Vi forutsetter at emisjonen blir gjennomført selv om den ikke blir fulltegnet. Stemmer det?

Det fremkommer at garantisten kan gi avkall på sine forpliktelser dersom Transeuro bekrefter at emisjonen ikke vil bli gjennomført. På hvilke vilkår har selskapet rett til å trekke emisjonen og frem til hvilket tidspunkt kan de eventuelt bruke dette forbeholdet. Det fremkommer videre at garantistene kan trekke seg dersom det har blitt initiert konkursprosedyre mot selskapet. Kan dere gi noen siste frist for når emisjonen kan trekkes på dette grunnlaget, eks. frem til aksjene er levert på konto eller det er trukket penger av konto. Videre fremkommer det bl.a. at "QEC" har inngått en separat avtale hvor det har forpliktet seg til å investere i Selskapet. Vil dette være et forbehold for gjennomføringen av emisjonen?

Notering av retter PSI (e-post av 3.8.2011)

Etter opptaksreglene pkt. 8.4 skal det offentliggjøres en børsmelding innen kl 08.15 på første noteringsdag for notering av tegningsrettene som skal inneholde følgende informasjon:

- Eventuelle begrensninger i forhold til hvem som får tildelt eller kan erverve rettene, samt utøve rettene
- Om rettene forventes å ha økonomisk verdi og om konsekvensene av dette for innehavere av retter
- Dersom rettene gjelder emisjonen eller annen transaksjon som er garantert skal meldingen inneholde informasjon om garantien. Dersom garantien inneholder rett for garantistene til å avstå fra å tegne skal vilkårene for dette beskrives og konsekvensene angis.

Punkt 4.3.3 i sirkulære 5/2011 omtaler pkt 8.4 nærmere. Informasjonen listet ovenfor må i sin helhet inkluderes i meldingen. Det er ikke tilstrekkelig å vise til punkter i prospektet hvor ovennevnte er omtalt.

I selve prospektet er det i pkt. 5.4 gitt en beskrivelse av konsekvenser av at emisjonen ikke blir gjennomført, herunder bla. at investorer som har kjøpt tegningsretter vil kunne lide et tap som ikke vil erstatte på noen måte med at alle tegningsrettene ville falle uten noen verdi. Når det gjelder informasjon om når dette kan skje vises det til pkt. 5.21 "The Underwriting". I pkt 5.21, som gir informasjon om garantien, er det opplyst garantien gjelder på visse vilkår ("who upon and subject to certain terms and conditions... underwrites the subscription of the Offer Shares"). Det understrekes på denne bakgrunn at i børsmelding som må offentliggjøres før oppstart av notering av rettene må det gis mer informasjon enn bare å tilkjennegi at det er visse betingelser for at fulltegningsforpliktelsene utløses (eller henviser til at det er vilkår som gir garantistene rett til å trekke seg). Det skal i henhold til pkt 8.4 informeres for eksempel om de spesifikke vilkår for at garantistene kan trekkes, jf tredje strekpunkt ovenfor. Etter børsens syn vil det være naturlig å inkludere tilsvarende informasjon i prospektet for tegningsrettene.

2.2.2 Omsetningsbegrensninger i vedtekter

E-post av 3.1.2011

Jeg viser til telefonsamtale vedrørende omsetningsbegrensninger i selskapets vedtekter punkt 7.

Utgangspunktet etter børsforskriften § 6 og opptaksreglene for notering på Oslo Axess punkt 2.4.4 er at aksjer skal være fritt omsettelige. Dersom selskapet gjennom vedtekter, lov eller forskrift er gitt skjønnsmessig adgang til å nekte samtykke til et aksjeervert eller anvende andre omsetningsbegrensninger, kan adgangen bare benyttes hvis det foreligger skjellig grunn til å anvende slike omsetningsbegrensninger, og anvendelsen ikke skaper forstyrrelser i markedet. Fri omsettelighet er et fundamentalt prinsipp i verdipapirmarkedet. Et børsnotert selskaps aksjonærer skal til enhver tid påregne å få selge sine aksjer til den de måtte ønske - innenfor klare og forutberegnelige rammer som fremgår i lovregler eller av selskapets vedtekter.

Oslo Børs har akseptert omsetningsbegrensninger relatert til NOKUS-beskatning og problematikk knyttet til foreign/domestic issuer etter amerikansk lovgivning. Det følger imidlertid av det klare utgangspunkt om fri omsettelighet at mekanismer og ordninger etablert i forbindelse med slike omsetningsbegrensninger ikke kan eller bør gjøres mer omfattende enn det som er nødvendig for å kontrollere at begrensningene overholdes, eller eventuelt løse situasjoner der terskler er overskredet. I vurderingen av hvilke mekanismer som er gjennomførbare og nødvendige vil (utover børsrettslige og børstekniske forhold) hjemstatens selskapslovgivning (Luxemburg) være relevant, samt i dette tilfelle også om det er særlige regler i amerikansk selskapsrettslig lovgivning knyttet til overskridelse av 50 %-terskelen for amerikanske aksjonærer.

I lys av dette har Oslo Børs følgende kommentarer til punkt 7.1 i vedtektene slik det fremgår i ny versjon mottatt med søknaden:

- (i) Vedtektene viser til at styret ved overskridelse av de aktuelle tersklene kan reversere gjennomførte transaksjoner. Oslo Børs anser at en slik reversering ikke er mulig eller forenelig med børsens handelssystem, og er derfor av den oppfatning at denne setningen må fjernes før notering.
- (ii) Med forbehold for det som fremkommer over om blant annet hjemstatens

bakgrunnsrett og den omstendighet at Oslo Børs ikke har oversikt over særlige reguleringer som der måtte fremgå, bemerker Oslo Børs videre at vedtektene i stor grad griper inn i overdragerens situasjon og legger byrder på overdrageren i forbindelse med nektelse av overdragelsen. Etter vedtektene påtar overdrageren seg å akseptere at styret tilbakefører aksjene til prisen disse ble solgt for. Overdrageren vil normalt ikke vite hvem vedkommende selger aksjer til og har ikke mulighet til å kalkulere inn risiko for nektelse på samme måte som en norsk eller amerikansk erverver. Et krav om tilbakeføring til samme pris kan også få negative utslag for overdrageren i forbindelse med kursendringer i tiden fra overdragelsen til selskapet oppdager forholdet. Videre kommer praktiske utfordringer knyttet til å identifisere overdrageren, samt hvordan situasjonen skal løses der aksjene overdras i flere ledd før styret griper inn. Oslo Børs finner denne reguleringen uheldig og anser at en bedre løsning vil være at det er ervervet og ikke overdragelsen som kan nektes, og at det er erververen som må ta konsekvenser ved at ervervet nektes, herunder ved pålegg om erververs salg av aksjer.

E-post av 7. januar 2011:

Reference is made to the amended section 7 of the company's articles of association received yesterday and the phone call earlier today.

Oslo Børs is aware of and understands the company's wish to include in its articles of association measures which prevents the applicability of the Norwegian NOKUS-rules and to uphold the compliance with the Company's foreign private issuer status under the U.S. securities laws. However, when assessing whether to admit listing of companies with transfer restrictions, Oslo Børs will also have to take into consideration the possible consequences of such measures and regulations for investors trading the company's shares on Oslo Børs, and to what extent the legal effects of such regulations are somewhat predictable for the investors and can be communicated to the market in a clear and appropriate manner.

In light of the above, Oslo Børs finds the amended paragraph 7.1 of the articles of association problematic now stating that a transferee of shares exceeding the thresholds "shall be deemed not to be the holder of such portion of shares for any purposes other than to effectuate the transfer required herein".

There seem to be uncertainty as to whether the mentioned provision may have direct consequences with regard to the shareholder rights attached to such shares, inter alia voting rights, the right to dividends etc. under the applicable securities regulation. It may further be assumed that all though the board does not intend to impose such measures on the shareholders, the provision in the article of association may be invoked by other shareholders claiming that the shareholder shall be deemed not to have shareholder rights with respect to such shares.

Another problematic aspect related to the uncertainty of the effects of the mentioned provision in the articles of association is how this should be communicated to the market. On the one hand, it is stated in the articles of association that a shareholder may not be considered as a holder of shares in certain situations, the consequence of which normally would be that the shareholder has no shareholder rights with respect to such shares. This would normally have to be reflected in prospectus when describing company and shareholder matters such as voting rights, dividends etc. On the other hand it is uncertain to what extent the relevant regulation is legally enforceable, with the result that such information may be misleading.

On this basis, Oslo Børs is of the opinion that the provision according to which Norwegian

or U.S. shareholders exceeding the 50 % threshold should be deemed not be the holder of such portion of shares other than to effectuate the required transfer should be removed. Oslo Børs has no objections to the remaining part of paragraph 7.1, including the board's denial of acceptance of transfer and notification of the transferees duty to sell the shares.

2.2.3 Noteringer - Norge og Canada (e-post av 11.1.2011)

Sender dere en vurdering vi har gjort tidligere ift et kanadisk selskap. Tror typefellet er ganske likt, slik som jeg forstod saken i går, og håper derfor emailen nedenfor gir svar på henvendelsen.

Selskapet gjorde en emisjon bestående av en transje mot Norge, og en transje i Canada. Samlet er kapitalforhøyelsen på over 10 %. Den norske transjen – som er på noe under 10 % - ville bli notert straks, men på separat ISIN i fire måneder i påvente av utløpet av en canadisk blocking-periode. Den canadiske transjen var kun ønsket notert i Canada i påvente av godkjennelse av prospekt etter de norske regler.

Saken reiste bl.a. følgende to problemstillinger:

Kan aksjene i den norske transjen noteres på separat ISIN i Norge i fire måneder?

Det første spørsmålet var om det kan tas opp aksjer til notering i Norge som etter canadiske regler ikke kan omsettes inn i Canada før etter utløpet av en firmeånedersperiode. Aksjene vil i tilfelle måtte settes på eget ISIN.

Opptak til notering av en ny aksjeklasse betinger at vilkårene for opptak er oppfylt for denne klassen isolert sett, jf. opptaksreglene pkt. 2.4.3 annet ledd. I et tilfelle som beskrevet vil spredningskravene neppe være oppfylt. Børsen kan etter opptaksreglene pkt. 3.1 femte ledd gjøre unntak fra de prosessuelle fremgangsmåter, men ikke de materielle krav. Vi har tidligere i år lagt til grunn at opptaksreglenes bestemmelse omfatter også notering av en aksjeklasse som er ment å være midlertidig. (Den aktuelle sak gjaldt nyutstedelse av aksjer med lavere pålydende i påvente av registrering av nedsatt pålydende i den allerede noterte aksjeklasse).

Notering av aksjer på separat ISIN i påvente av at en firemånedersperiode som nevnt løper ut, har likevel vært akseptert uten videre. Begrunnelsen for dette må vel være at en atskillelse som beskrevet ikke er tilstrekkelig til å gjøre aksjene til en egen aksjeklasse, og at man dermed faller utenfor opptaksreglene pkt. 2.4.3. Reelt sett synes det heller ikke å være noen risiko for at denne atskillelsen blir permanent.

Kan aksjer noteres i Canada i påvente av godkjennelse av prospekt?

Det generelle utgangspunktet er at hele aksjekapitalen anses notert her, og at man ved vurderingen av 10 %-grensen må se hen til alle aksjene. Hensynet bak dette er at det ikke finnes sperringer for overføring av aksjer mellom Canada og Norge, gitt at aksjene er innført på det noterte ISIN.

Men hva dersom aksjene sperres mot omsetning i Norge (overføring til VPS). Slik vi forstår det, er det ikke teknisk mulig å etablere en slik sperring på den enkelte konto dersom aksjene innføres på det noterte ISIN. Men man har (i hvert fall) to andre mulige løsninger:

- (i) Innføre aksjene på separat ISIN i det canadiske register og ta dette ISIN opp til notering som en slags "midlertidig aksjeklasse" i påvente av prospekt (i den grad dette aksepteres av den canadiske børsen).

- (ii) Innføre aksjene på det noterte ISIN, men på en meglers konto. Megler må forplikte seg overfor selskapet til ikke å overføre aksjene til andre før prospektet er offentliggjort.

Børsens holdning er at begge fremgangsmåter er ok.

2.2.4 Unoterte aksjer på eget ISIN (e-post av 5.9.2011)

Spørsmål:

Archer Limited gjennomførte en private placement denne uken. Selskapet har gjennom emisjonen passert 10 % grensen og de nye aksjene vil ikke kunne noteres eller omsettes på Oslo Børs før det foreligger et godkjent prospekt. Seadrill har tegnet seg for 14,500,000 av de 30,000,000 nye aksjene som ble tegnet og har akseptert å motta aksjer som ikke kan omsettes på Oslo Børs. Tilrettelegger vil låne 15,500,000 eksisterende aksjer fra hovedaksjonær, Seadrill, for å kunne levere aksjer som kan omsettes over Oslo Børs til de øvrige tegnerne. Et tilsvarende antall nye aksjer vil bli levert til Seadrill som oppgjør for utlånet. Seadrill vil som følge av dette bli sittende på samtlige nye aksjer som utstedes i emisjonen. Vi går ut fra at Oslo Børs ikke vil ha innvendinger mot at disse aksjene utstedes til Seadrill i VPS så lenge det registreres en sperring på aksjene i VPS til fordel for tilrettelegger Platou Markets, slik at aksjene ikke kan omsettes over Oslo Børs før Platou opphever sperringen når det foreligger et godkjent prospekt og de nye aksjene er tatt opp til notering. Vi forstod det slik at Oslo Børs aksepterer en slik løsning da vi diskuterte dette i forbindelse med en emisjon i Golar LNG og at det ikke lenger kreves at de nye aksjene utstedes på et separat ISIN. Fint om du for ordens skyld kan bekrefte at dette er riktig. De nye aksjene vil bli utstedet på tirsdag så det hadde vært fint om vi kunne få en rask tilbakemelding.

Svar:

Det er riktig. En presisering er imidlertid at dersom dere gjør det på denne måten, må handelsrestriksjonene være absolutte. Dersom aksjene settes på eget ISIN kan de handles utenom børs, noe som ikke kan gjøres dersom de kun settes på en sperret konto i VPS til fordel for rådgiver. Dette er ikke en ny praksis ifm Golar, men mange ønsker ikke det totale handleforbudet og velger derfor i stedet å opprette et nytt midlertidig ISIN.

2.2.5 Søknad om reklassifisering av børsnotering fra primær- til sekundærnotering (brev av 29.11.2011)

1 INTRODCUTION

Avocet Mining PLC ("Avocet"/the "Company") has decided to move the trading of the Company's shares from the Alternative Investment Market ("AIM") to the Main Market of the London Stock Exchange ("LSE"), with the shares being admitted to the premium listing segment of the Official List (the "Official List") of the United Kingdom Listing Authority. The Company intends to maintain its current listing on Oslo Stock Exchange ASA ("OSE"). However, the listing on the Official List will become Avocet's primary listing and the listing on OSE should consequently be reclassified to a secondary listing.

(...)

2 REGULATORY CONSEQUENCES OF THE RECLASSIFICATION OF LISTING STATUS

2.1 Overview

The reclassification from a primary to a secondary listing on OSE will trigger certain

regulatory consequences for the Company in relation to on-going disclosure obligations and take-over rules.

2.2 Disclosure rules

Avocet is – as a UK incorporated entity - already exempted from a number of disclosure obligations applicable for Norwegian listed companies. However, a listing on the Official List (with the Official List as the primary listing venue) will imply that the following obligations in the OSE Continuing Obligations ("CO") will no longer apply to Avocet:

- (i) Section 3.3 regarding information on transactions with close associates: Section 3.3 imposes a duty to immediately disclose transactions between the company on the one hand and a shareholder, board member, key employees, or any of such persons close associates on the other hand. These obligations will no longer apply to the Company if it is secondary listed on OSE.
- (ii) Sections 3.4 and 3.5 regarding the duty to publish details stock exchange notice/complete information memorandum: these obligations apply to transactions that involve a change of 5 % and 25 %, respectively, in the company's turnover, assets or results, and requires the company to publish either a detailed stock exchange announcement (3.4) or a complete information memorandum (3.5). These obligations will no longer apply to the Company if it is secondary listed on OSE.
- (iii) Section 10.3 (1) regarding publication of notice of general meetings: Section 10.3 (1) requires the company to convene general meetings by a written notice to all shareholders of the company. This obligation will no longer apply to the Company if it is secondary listed on OSE.

The abovementioned exemptions rest on an assumption that the Company is subject to similar (but not necessarily identical) rules on its primary market. This assumption is clearly fulfilled by the UK Listing Authority's Listing Rules.

2.3 Take-over rules

As regards take-over rules, the Company is currently subject to a dual regulatory regime where company law issues are dealt with by UK law and securities law issues are dealt with by Norwegian law.

When the Company is listed on the Official List, only UK take-over rules will apply to the Company.

3 REQUEST TO AMEND LISTING AGREEMENT

The reclassification of the Company's listing status on OSE presupposes an amendment in the current listing agreement between OSE and the Company.

(...)

Børsen fant grunn til å imøtekomme selskapets anmodning, og vedtok derfor at selskapets notering på Oslo Børs ble reklassifisert fra primær til sekundærnotering. (Det er dog ikke noe i veien for at selskapet betrakter flere noteringer (i Norge og utlandet) som likeverdige noteringer, dvs som "primærnoteringer". I så fall ville de løpende forpliktelsene som nevnt over ikke bli endret for selskapet).

3. STRYKNING/SUSPENSJON

3.1 Selskaper som er strøket fra notering

Navn	Styremøte/ vedtaks dato
Axis Shield Plc	18.11.2011
Komplett ASA	16.11.2011
Aker Drilling ASA	31.10.2011
Faktor Eiendom ASA	19.10.2011
Maritime Industrial Services	20.9.2011
Floatel International Ltd.	8.9.2011
Mamut ASA	22.7.2011
Ignis ASA	8.7.2011
Golar LNG Energy Limited	6.7.2011
London Mining Plc	20.6.2011
Simtronics ASA	24.5.2011
Grenland Group ASA	18.5.2011
Remedial Inc	3.2.2011
Crew Gold Corporation	27.1.2011

3.2 Stryknings saker

3.2.1 Oversikt over praksis i stryknings saker (e-post til Ocean Rig av 28.10.2011)

As it would appear from the draft board resolution sent you 24 October (the e-mail setting out the listing conditions), we are unfortunately not in a position to include any reference nor any procedure for a later delisting of Ocean Rig in the board resolution itself. Neither would it be possible for us to include this in the listing agreement, as such agreements are standard agreements with standard clauses.

In general Oslo Børs would be able to make a decision (to delist or not) a company within 30 days after the application has been received, if the delisting is straightforward and the administration of the exchange can use its power of authority to delist the company. If the delisting is complicated however, it would mean that the Board of the Exchange has to decide the matter in their monthly board meeting. Thus, with complicated cases the process might take a few days more than 30 days. Please find enclosed a letter setting out the practice we have had in recent years regarding delisting of companies, also for companies with dual listings. We trust that this would give some comfort to Ocean Rig regarding any future delisting.

You should also note that when a delisting is approved, the last date of listing might be set either just a few days after the delisting decision, or some weeks/couple of months after the decision. The reason being that in some instances the shareholders' interests are best taken care of by giving them sufficient time to move their shares from one market place (register) to another market place.

It should also be noted that Oslo Børs has quite a few dual listed companies already (like Seadrill, Frontline etc), and apparently the dual listing is not causing any substantial problems (in terms of reporting requirements) for these companies.

Vedlegg: "Oversikt over praksis i stryknings saker sendt til Ocean Rig"

Please find below a brief presentation of the rules and practice in respect of delisting on Oslo Børs based on application from the listed company.

The relevant rule for such delisting is Oslo Børs' continuing obligations of stock exchange listed companies section 15.1 (4) which states:

"The company may apply to Oslo Børs to have its shares delisted if a general meeting has passed a resolution to this effect with the same majority as required for changes to the articles of association. Oslo Børs makes the final decision on delisting. "

The abovementioned rule, provided the GM has passed a resolution with the same majority as required for changes to the articles of association, requires Oslo Børs to balance the interest between the company/majority shareholders and the shareholders that do not support the delisting. Normally delisting will be accepted if shareholders in favor of delisting controls more than 90 % of the shares (or corresponding threshold in respect of compulsory acquisition limits for foreign companies). With less than 90 % shareholders voting for delisting, a more thorough process is required, and the application will be decided by the Board of Oslo Børs. The decision will, among others, be based on the percentage of shareholders that are in favor and in disfavor of the delisting, number of shareholders in disfavor, remaining free float, alternative corresponding trading place for the shares, issues for certain shareholders to own unlisted shares (prohibitions in bylaws etc) and other relevant matters.

a) Companies applying for delisting - with less control than 90 %

Please find below an overview of the outcome for companies that applied for delisting with less control than 90 %, the main factors considered and the result of the Oslo Børs' decisions:

Company	Voting EGM in favor/ disfavor in percent	Voting EGM in favor/ disfavor in number of shareholders present	Number of shareholders in total/number of shareholders holding more than one lot (approx. 10 000 NOK)	Shareholder structure overview	Prior public tender offer	Result
Kosmos	88 / 12	All minority shareholders present in favor	5707 / 495	Two majority shareholders at 84,4 %. Largest minority shareholder 11,6 %	Yes	Delisting denied
Jøtul	70,5/29,5		450/250	Majority shareholder 66,7 %. Largest minority shareholder 24 %	yes	Delisting denied
Kristiansand Dyrepark	85 / 15	10 / 10	267 / 64	Majority shareholder 81 %. Two largest minority shareholder 13,7 %	yes	Delisting approved

Fosen Trafikkselskap	87,6 / 12,4	13 / 5	672	Majority shareholder 74,5 %. Two largest minority shareholders 13,7 %	No (merger)	Delisting approved
Namsos	72,1 / 27,7	186 / 45	1167 / 465		No	Delisting denied
Norman	84,8 / 12,6	2/15	350 / 75	Majority shareholder 84,8 %. 14 minority shareholders 12,6 %.	Yes	Delisting approved

b) Companies applying for delisting - with an additional listing

Of special relevance for Ocean Rig is the fact that Oslo Børs has in recent years also approved quite a few delistings of companies with dual listings.

Please see the following table:

Company	Where listed	Date of approval of delisting	Representation on EGF	Voting at EGM In favor/disfavor of delisting, in %	Comments	Decision
Petrobank Energy and resources Ltd	Toronto Stock Exchange and Oslo Børs	10 June 2008	61,44 % of total number of shares represented on EGF	99.97 % of shares represented voted in favour of delisting.	In 2007 99,86 of the total volume of shares traded through TSX.	Delisting approved.
B+H Ocean Carriers Ltd	AMEX (USA) and Oslo Børs	22 August 2008	95.6 % of shares represented on EGF.	99.93 % of shares represented at EGF voted in favour of delisting.	Trading in 2008 (to July 15): 100 of 136 days on AMEX, while only 9 of 136 in Oslo.	Delisting approved.
Scandinavian Clinical Nutrition	Oslo Axess and Nordic Growth Market Equity in Stockholm (NGM)	18 August 2009	7 out of 320 shareholders represented on EGF (11.91 %)	All shareholders present voted for delisting.	NGM has concession as an "Exchange". Number of shares traded in Stockholm a bit higher than in Oslo in months prior to delisting.	Delisting approved.

PA Resources AB	Oslo Børs and Nasdaq OMX	22 December 2010	48 out of 25,000 shareholders.	Unanimous	Liquidity in Oslo only 5 % and falling.	Delisting approved.
London Mining	Oslo Axess and AIM (UK)	20 June 2011	56 % of shares represented on EGF	99.98 of shares present voted in favour of delisting. 3 shareholders (with a total of 15,300 shares) voted against.	AIM has no concession as "exchange", only. Daily average volume on AIM 18 times higher than on Axess.	Delisting approved.

An application for delisting is public and must be announced in a stock exchange notice. The decision is also public and may be published on our webpage in full text if the decision is regarded relevant beyond the specific case.

3.2.2 London Mining PLC – innstilling vedrørende søknad om strykning (notat av 20.6.2011)

1. Innledning

London Mining PLC ("selskapet") har i brev av 20. mai 2011 søkt Oslo Børs om strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Axess i henhold til løpende forpliktelser punkt 15.1(4) jf børsloven punkt 25.1.

2. Bakgrunn

Selskapet er notert på Oslo Axess, men har siden 2009 også vært notert på AIM i London. Selskapet søker strykning da selskapet ikke lenger finner det hensiktsmessig å være notert på Oslo Axess. Selskapet viser til at kostnadene for to noteringer er høye, og at aksjene har en betydelig høyere likviditet på AIM. Kun 5 % av omsetningen er på Axess. Videre er ca 92 % av aksjene registrert på Crest i UK, kun 8 % i VPS. (Ca 9,5 mill aksjer er registrert i VPS, da er aksjene som adm dir eier holdt utenfor).

Selskapet er videre av den oppfatning at en strykning av aksjene fra notering på Oslo Axess ikke kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av aksjene, siden selskapet er notert på AIM, hvor altså likviditeten av aksjene er betydelig større. For øvrig vil selskapet dekke "reasonable costs" for de aksjonærene som må flytte aksjene fra VPS til Crest, samt at man setter siste noteringsdag så langt frem som til 30. september slik at de aksjonærene med aksjer registrert i VPS får over tre måneder til å gjøre nødvendige tilpassninger.

På generalforsamlingen 11. mai (hvor 56 % av aksjene var representert) stemte således 99,98 % av aksjonærene for strykning fra Axess. På denne generalforsamlingen var for øvrig ca 41 % av de 9,5 millioner aksjene som er registrert i VPS også til stede. Av disse VPS registrerte aksjene var det kun tre aksjonærer med til sammen 15.300 aksjer som stemte imot, noe som utgjør bare $15.300/9,5 \text{ mill} = 0,16 \%$ av de VPS registrerte (presumptivt norske) aksjene.

3. Vurdering og konklusjon

I henhold til børsloven § 25 første ledd, kan børsen vedta at et finansielt instrument skal

strykes fra notering hvis det ikke lenger tilfredsstillende børsens vilkår eller regler eller hvis særlige grunner forøvrig tilsier det. I denne saken som ikke skyldes strykning på bakgrunn av brudd på børsregelverket, har børsstyret tillagt administrasjonen fullmakt til å vedta strykning.

Børsen har tidligere strøket selskaper på samme grunnlag som det London Mining anfører i sin søknad. Et nylig eksempel er strykningen av PA Resources tidlig i 2011. PA Resources AB var notert både på NASDAQ OMX og på Oslo Børs. Omsetningen av selskapets aksjer på Oslo Børs var bare rundt 5 %. Kun ca 5 % av selskapets aksjer er registrert i VPS; resten i Euroclear. Aksjonærene i PA Resources AB stemte enstemmig for strykning fra Oslo Børs.

Det prinsipielle med London Mining er imidlertid at AIM ikke er en regulert markeds plass, noe som NASDAQ OMX er.

I strykningen av Scandinavian Clinical Nutrition i Sverige AB – som var notert både på Oslo Axess og NGM Equity og hvor aksjonærene enstemmig vedtok strykning – ble det i børsens innstilling om strykning vist til at NGM Equity var et regulert marked i det alt vesentlige direktivbestemt, slik at de plikter som påligger selskapet også ville gjelde etter en strykning fra notering på Oslo Axess. Dette er ikke tilfelle med AIM, som ikke er en regulert markeds plass men en "self-regulated market operated by the London Stock Exchange" i følge søknaden.

I London Mining's søknad om strykning vises det til at AIM har 1.164 selskaper notert, og videre at "The AIM rules for companies include obligations on AIM companies to disclose price sensitive information as well as specific matters including substantial transactions, related party transactions, director's dealings and certain financial information". London Mining viser derfor til at AIM har regler for rapportering av innsideinformasjon, selv om den ikke er fullt regulert iht EU direktivene.

Oslo Børs har under henvisning til at selskapet er notert på en annen markeds plass hvor omsetningen av aksjene er betydelig høyere enn på Axess, videre at hensynet overfor de aksjonærene som er registrert i VPS blir hensyntatt ved registrering i Crest samt at et overveiende flertall av aksjonærer har stemt for strykning fra Axess, funnet at det er grunnlag for å stryke selskapets aksjer fra notering på Oslo Axess.

Selskapet har bedt om at såfremt strykning imøtekommes, så vil man ha siste noteringsdag 30. september 2011. Dette er også noe som Børsen finner å kunne etterkomme.

Siste noteringsdag settes til 30. september 2011.

4. Forslag til vedtak

Oslo Børs fattet den 20. juni 2011 følgende vedtak:

"Aksjene i London Mining PLC strykes fra notering på Oslo Axess. Siste noteringsdag settes til 30. september 2011."

3.2.3 Axis-Shield PLC - innstilling vedrørende søknad om strykning – unntak fra løpende forpliktelser pkt 15.1 (4) (notat av 18.11.2011)

1. Innledning

Axis-Shield PLC (ticker "ASD") har i brev av 18. november 2011 søkt Oslo Børs om strykning av selskapets aksjer i henhold til løpende forpliktelser punkt 15.1(4) jf

børsloven punkt 25.1. Alere Inc har som følge av tilbud på aksjene i Axis-Shield blitt eier av nærmere 95 % av aksjene.

2. Bakgrunn

ASD er et britisk selskap sekundærnotert på Oslo Børs, primærnotert i London på London Stock Exchange. Selskapet er registrert i "hjemstatslisten" med UK som hjemstat, og selskapet kommer derfor ikke under reglene om "delt tilbudspliktmyndighet", norske tilbudspliktsregler er derfor ikke relevant.

Alere Inc fremsatte den 11. august 2011 et tilbud om kjøp av alle utestående aksjer i ASD. Tilbudet var et kontaktilbud på 460 pence per aksje, betinget av at Alere overtok over 90 % av aksjene, og ble gjort i tråd med britiske tilbudspliktsregler.

Gjennom tilbudet er Alere Inc pr i dag eier av 94,83 prosent av aksjene.

Som følge av at Alere Inc var blitt eier av mer enn 90 prosent av stemmene og kapitalen i Axis-Shield besluttet styret i Alere Inc den 8. november å utøve retten til å gjennomføre tvungen overføring i samsvar britiske regler. Før tvangsutløsningen kan gjennomføres, må man imidlertid iht britiske regler gi minoritetsaksjonærene rett til å akseptere innløsningen, dette tilbudet går over 6 uker frem til 22. desember. Først i etterkant av 22. desember vil Alere bli eneeier av aksjene i Axis-Shield, ved mottagelse av "stamped stock transfer form".

Av de norskregistrerte aksjene (dvs de aksjene som er registrert i VPS) er det per 16. november bare aksjonærer med 556.404 aksjer som ikke har akseptert tilbudet, av 13.173.080 aksjer som var registrert i VPS da Alere gav sitt tilbud 11. august. Dette utgjør 4,2 %, dvs mindre enn den totale minoriteten (på ca 5 %).

Selskapet opplyser at man vil bli strøket fra handel på primærbørsen 22. november, og selskapet ønsker å bli strøket fra samme dato i Oslo da man mener det er lite hensiktsmessig å opprettholde noteringen på Oslo Børs. (Noe som ville medføre at sekunærnoteringen ville få status som primærnotering).

Selskapet har også i søkt om å få unntak fra bestemmelsen i løpende forpliktelser punkt 15.1(4) om at generalforsamlingen skal ha besluttet strykning med flertall som for vedtektsendringer. Således har bare styret i ASD besluttet strykning, slik det fremgår av oversendt styreprotokoll.

Som det fremgår av punkt 15.1(4) siste setning kan Oslo Børs i særlige tilfeller gjøre unntak fra kravet om at generalforsamlingen skal ha besluttet strykning.

3. Vurdering og konklusjon

I henhold til børsloven § 25 første ledd, kan børsen vedta at et finansielt instrument skal strykes fra notering hvis det ikke lenger tilfredsstillter børsens vilkår eller regler eller hvis særlige grunner forøvrig tilsier det. I denne saken som ikke skyldes strykning på bakgrunn av brudd på børsregelverket, har børsstyret tillagt administrasjonen fullmakt til å vedta strykning.

Oslo Børs har under henvisning til at tilbyder Alere nå kontrollerer over 94 % i ASD, tvangsinnløsningsprosess for minoritetsaksjonærene er satt i gang, ASD er et britisk selskap primærnotert på London Stock Exchange og er underlagt britiske tilbudspliktsregler, funnet grunn til å dispensere fra bestemmelsen i løpende forpliktelser punkt 15.1(4) om at generalforsamlingen skal ha besluttet strykning med flertall som for vedtektsendringer, og videre også funnet grunn til å stryke selskapet fra notering.

Siste noteringsdag settes til mandag 21. november 2011.

4. Forslag til vedtak

Administrasjonen ved Oslo Børs fattet den 18. november følgende vedtak:

"Aksjene i Axis-Shield PLC strykes fra notering på Oslo Børs. Siste noteringsdag settes til mandag 21. november 2011."

4. LØPENDE UTSTEDERREGLER

4.1 Løpende informasjonsplikt mv

4.1.1 Vedtak om overtredelsesgebyr

4.1.1.1 Sevan Marine ASA – overtredelse av løpende informasjonsplikt (Børsstyrevedtak 16.2.2011)

1. Innledning

Sanksjonssaken gjelder spørsmål om Sevan Marine ASA ("Sevan" eller "selskapet") har opptrådt i strid med verdipapirhandelloven (vphl) § 5-2 (1), jf. Oslo Børs' løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 ved å unnlate å offentliggjøre innsideinformasjon rettidig.

2. Kort om selskapet

Sevan designer og utvikler løsninger for flytende enheter innen offshore olje- og gassproduksjon. Selskapet har utviklet en sylindereformet plattformtype som kan brukes for produksjon i de fleste farvann. Selskapets forretningsmodell er å utvikle og bygge, eie og drifte enhetene. Flyteenhetene leies ut på lange kontrakter hvor Sevan påtar seg å utføre produksjons- og borevirksomheten med egne operatører på oljefelt. Inntektene på disse kontraktene beregnes ut fra en på forhånd avtalt dagrate. En slik dagrate består typisk av et driftselement og et kapitalelement.

Selskapet har i dag fire operative enheter, som består av én boreenhet (Sevan Driller I) og tre produksjonsenheter (FPSO Sevan Piranema, FPSO Sevan Hummingbird, FPSO Sevan Voyageur). I tillegg har selskapet tre flytende produksjonsenheter og én boreenhet under bygging.

Sevan har vært notert på Oslo Børs siden 2004 og ledes av administrerende direktør Jan Erik Tveteraas. Selskapets markedsverdi per 22. januar 2011 var NOK 3,2 milliarder.

3. Sakens bakgrunn

3.1 Nærmere om hendelsesforløpet

Fredag 17. september publiserte Sevan en børsmelding vedrørende problemer med en av selskapets boreenheter, Sevan Driller I. Selskapet informerte om at en feil på DAT-sylindere hadde medført stans i boreaktiviteten fra 25. august. DAT står for Direct Active Tension System og sylindere skal holde borerøret stabilt selv om riggen beveger seg på grunn av for eksempel værforhold. I børsmeldingen fremgikk det at selskapets leverandører og produsenter av sylindere i samarbeid med Sevan hadde satt i gang arbeid med å reparere utstyret. I reparasjonsperioden hadde selskapet ingen dagrate (inntekter). Selskapet opplyste videre at det var forventet at riggen ville være operativ igjen i slutten av september. Den 27. september meldte selskapet at feilen var reparert og at Sevan Driller I var tilbake i virksomhet.

Sevan Driller I har siden 24. juni 2010 drevet borevirksomhet utenfor Brasil. Borevirksomheten er basert på en seks års kontrakt med det brasilianske selskapet Petrobras som betaler dagrater på USD 446.000 dagen. I kvartalsrapporten for 2.kvartal publisert 25. august 2010 fremkommer det at Sevan Driller I hadde en oppetid fra oppstart 24. juni til 30. juni tilsvarende 90 %. I selskapets kvartalsrapport for 3. kvartal offentliggjort 10. november opplyste selskapet om en kommersiell oppetid for Sevan Driller I tilsvarende 37,2 %.

3.2 Børsens undersøkelser

På bakgrunn av børsmeldingen publisert 17. september om driftsstans igangsatte Oslo Børs undersøkelser vedrørende selskapets informasjonsplikt. Selskapet ble bedt om en redegjørelse for de vurderinger selskapet hadde foretatt i perioden fra feilen ble oppdaget og til børsmeldingen ble offentliggjort den 17. september.

I svar til Oslo Børs av 5. oktober redegjorde selskapet for hendelser og tidspunkter i perioden som følger:

- 23. august Lekkasje på en av DAT sylindrene ble observert.
- 25. august Boreoperasjon stanset og det ble besluttet å trekke opp stigerøret for nærmere inspeksjon av DAT sylindrene.
- 28. august Opptrekk av stigerør/LMRP fullført.
- 29. august Leverandøren inspiserer utstyret og det konstateres skader på alle sylindre. Omfattende møtevirksomhet med systemleverandøren Aker MH, og leverandøren av sylindrene, Rexroth, for å fastlegge skadeomfang, årsakssammenheng, tilgang på reservedeler og reparasjonsprosedyrer iverksettes. I perioden 29. august til 16. september foregår det diskusjoner med leverandøren/produsenten og kunden samt utbedrende arbeid.
- 16. september Intern rapport med konklusjoner og konsekvenser foreligger og det ble besluttet å informere Oslo Børs.
- 17. september Børsmelding 1. ble sendt kl. 08.01.
- 25. september Stigerørproblemet opprettet. Testing pågår.
- 26. september Stigerøret senkes. Dagrater gjenopptatt.
- 27. september Børsmelding 2. ble sendt kl. 08.02.

I tilknytning til arbeidet med denne saken ble Oslo Børs kjent med et leserinnlegg på Hegnar Online som omhandlet nedetid på Sevan Driller I grunnet problemer med DAT-sylindrene. Innlegget var publisert 31. august kl. 13:40 og inneholdt detaljert informasjon om situasjonen på Sevan Driller I. Denne informasjonen viste seg i ettertid å sammenfalle med det Sevan meldte om i børsmeldingen og syntes således å representere en konkret lekkasje av informasjon. På denne bakgrunn henvendte Oslo Børs seg på nytt til selskapet i e-post av 1. november med spørsmål om selskapets vurdering av på hvilket tidspunkt det forelå innsideinformasjon, om Oslo Børs burde vært informert underhånden, jf. verdipapirforskriften § 5-1, samt om det ble ført innsidelister, jf. vphl. 3-5. Det ble også bedt om informasjon om de økonomiske konsekvensene for Sevan, herunder fra hvilket tidspunkt inntektene på Sevan Driller ble stoppet som følge av de defekte sylindrene samt størrelsen på dagraten som ble betalt fra oppdragsgiver.

I svar fra Sevan av 8. november skriver selskapet at skribenten på Hegnar Online åpenbart kjente til at det hadde oppstått problemer med DAT-systemet om bord på Sevan Driller I, men at omfang eller konsekvens av problemet på dette tidspunkt ikke var avklart og at det derfor var uklart hvorvidt forholdet var å vurdere som en informasjonspliktig hendelse. Selskapet fremhevet i den forbindelse at en "viss driftsmessig irregularitet" er å forvente i en oppstartsperiode for borerigger, samt at det er betydelig variasjon hva gjelder varighet på perioder med driftsstans som kan følge problemer med DAT sylindre (fra dager til flere måneder). Forut for 16. september vurderte selskapet at forholdet ikke utgjorde presis informasjon omfattet av verdipapirhandelloven § 3-2. Bakgrunnen for dette var at det var først den 16. september det med grunnlag i undersøkelser og dialog med leverandørene og produsent av sylindrene kunne slås fast at det ville gå ytterligere 2-3 uker før skaden ville være rettet og driften kunne starte opp igjen. Da selskapet ikke anså at det forelå innsideinformasjon forut for børsmelding 17. september, ble det heller ikke ført

innsidelister. Med samme begrunnelse vurderte selskapet heller ikke utsatt offentliggjøring. Selskapet fremholder i sitt svar til Oslo Børs at de konstaterer at kursen i Sevan har vært relativt upåvirket av innlegget på Hegnar Online. På spørsmålet om hvilken periode selskapet var uten inntekter på Sevan Driller I ble det opplyst at denne perioden varte fra og med 25. august til 26. september. Tapte inntekt beløp seg til ca. USD 13,9 mill. Dette beløpet tilsvarte også den totale økning i selskapets driftskostnader for 3. kvartal slik dette ble opplyst i kvartalsrapporten offentliggjort 10. november. Den 30. november sendte Oslo Børs ytterligere en henvendelse til selskapet. Det ble i henvendelsen vist til opplysningene som fremgikk av selskapets rapport for 3. kvartal om kommersiell opptid på Sevan Driller I på kun 37,2 %. Oslo Børs hadde problemer med å etterprøve det totale antall dager med driftstans basert på offentlig tilgjengelig informasjon, og ba derfor om en nærmere redegjørelse for nedetid på Sevan Driller I i 3.kvartal og årsakene til dette. Samtidig varslet Oslo Børs selskapet om at administrasjonen vurderte å fremme sanksjonssak for børsstyret for antatt brudd på selskapets informasjonsplikt.

I sitt svar av 2. desember opplyser Sevan at nedetid i 3. kvartal fordelte seg over fem dager i juli som følge av skader på hydraulik-systemet og venting på reservedeler, 19 dager i august som følge av blant annet hendelser med BOPen og problemene med DAT-sylindrene og 26 dager i september som følge av problemene med DAT-sylindrene. Nedetid i juli og august ble ikke beskrevet i kvartalsrapporten for 2. kvartal offentliggjort 25. august. Det ble imidlertid vist til at nedetid for disse månedene frem til offentliggjøring av kvartalsrapporten var beskrevet i en powerpoint-presentasjon som administrerende direktør i selskapet brukte i forbindelse med presentasjonen av kvartalstallene. Denne presentasjonen ble publisert gjennom børsmelding 25. august samme dag som kvartalstallene ble offentliggjort.

Selskapet skriver i sin tilbakemelding til børsen at de ikke anså hendelsene i juli og august som omtalt i presentasjonen for informasjonspliktige, men at selskapet likevel valgte å informere om akkumulert nedetid så langt i 3. kvartal i forbindelse med presentasjonen av 2. kvartalsrapporten. Utover de 13 dagene med nedetid for juli og frem til 25. august som ble omtalt i presentasjonen hadde Sevan Driller I ytterligere fire dager uspesifisert nedetid som i følge selskapet først ble avklart med kunden etter tidspunktet for rapportering av 2. kvartal, samt tre dager i ventetid for værvindu for nedsetting av den reparerte BOPen som heller ikke ble omtalt i presentasjonen da venting på vær normalt dekkes av kunde på 90 % rate.

Selskapet gav videre i sin tilbakemelding uttrykk for et ønske om et møte med Oslo Børs for å minimere faren for misforståelser. Dette møtet ble avholdt i Børsens lokaler den 3. desember. Etter børsens vurdering bar møtet preg av å være en teknisk gjennomgang av de problemer selskapet har stått overfor i 3. kvartal hva gjelder problemer med DAT-sylindrene. Det fremkom ikke noe nytt i dette møtet med unntak av at børsen fikk en bedre forståelse av hva problemene med DAT-sylindrene innebar samt en nærmere kronologisk gjennomgang av hendelsesforløpet.

4. Rettslig grunnlag

4.1 Informasjonsplikt til markedet

Etter vphl. § 5-2 (1), jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 skal børsnoterte selskaper uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jfr. vphl. § 3-2 (1) til (3).

Innsideinformasjon er definert i vphl. 3-2 (1):

"Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle

instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet."

Definisjonen stiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses som innsideinformasjon. For det første må det dreie seg om presise opplysninger om de aktuelle finansielle instrumentene. Videre må opplysningene være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart. Til slutt må det dreie seg om opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

De to første hovedvilkårene i definisjonen av innsideinformasjon (dvs. kravet om at opplysningene skal være presise og påvirke kursen merkbart) er nærmere utdypet i vphl. § 3-2 (2) og (3):

"Med presise opplysninger, menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.

Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning."

Etter det første hovedvilkåret må opplysningene i det minste indikere at en omstendighet har inntruffet, eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe. Verken ordlyden, forarbeider eller praksis begrenser hva som saklig kan utgjøre en opplysning, gitt at de øvrige vilkårene er innfridd. Videre må opplysningene i følge vphl. § 3-2 (2), være såpass spesifikke at det kan trekkes en konklusjon om opplysningenes mulige effekt på prisen til det aktuelle finansielle instrumentet. Kravet loven stiller til opplysningenes presisjon er i følge forarbeidene ment å avgrense mot rykter og spekulasjoner, jf. Ot. prp. pkt. 4.5. Finanstilsynet la i forbindelse med direktivgjennomføringen til grunn at opplysninger kan være presise selv om de ikke er fullstendige, entydige, endelige eller ubetingede, forutsatt at de er tilstrekkelig spesifikke, jf. høringsnotat av 1. mars 2004 side 15.

Det andre hovedvilkåret i definisjonen av innsideinformasjon, at opplysningene skal være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart, er i loven nærmere angitt som en "fornuftig investor test", jf. § 3-2 (3). Etter forarbeidene er det avgjørende kriteriet i denne sammenheng hvorvidt "den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningene vekt dersom den inngikk i vedkommendes beslutningsgrunnlag", jf. Ot. prp. pkt. 4.5. Det er etter loven intet vilkår at kursen til de finansielle instrumentene faktisk påvirkes. Vurderingen skal således foretas "ex ante", dvs. i forkant av den aktuelle handling (som f. eks kan være et kjøp eller offentliggjøring av informasjon).

Definisjonen av innsideinformasjon omfatter videre kun opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjente i markedet.

Det må vurderes konkret om en opplysning er å anse som innsideinformasjon. Vurderingen er relativ og vil kunne falle ulikt ut for forskjellige selskap og markeder.

Tilsyn og sanksjonering av bestemmelser knyttet til utsteders plikt til å løpende offentliggjøre innsideinformasjon er delegert til Oslo Børs, jf. vphl § 17-4 (3) tredje punktum og vphl. § 15-2 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1.

4.2 Utsatt offentliggjøring

På nærmere vilkår kan offentliggjøringen av innsideinformasjon utsettes, jf. vphl. § 5-3 (1) og (2) nr. 1 og 2:

*“(1) Utsteder kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. § 3-4.
(2) Legitime interesser som nevnt i første ledd kan typisk relatere seg til:*

- 1. Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring. I særdeleshet der utsteders finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent, kan offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utsteders langsiktige finansielle situasjon.*
- 2. beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av utsteders organisering, forutsatt at offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne viliede allmennhetens korrekte vurdering av forholdet.*

Innsideinformasjon som er utsatt offentliggjort skal behandles konfidensielt, jf. vphl. §§ 5-3 (1) og 3-4. Dersom utsteder har grunn til å tro at opplysningene er kjent for eller er i ferd med å bli kjent for uvedkommende foreligger det ikke lenger grunnlag for utsatt offentliggjøring, og utsteder må uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre opplysningene, jf. vphl § 5-3 (4).

Børsen har i sine løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 til 3.1.3 fastsatt regler som tilsvarer vphl. §§ 5-2, 5-3 og 3-4.

3.1.2 Utsatt offentliggjøring (1) Selskapet kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i pkt. 3.1.1 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. pkt. 3.1.3.23

Utstederselskapets plikt til å underhånden informere børsen fremkommer i lp 3.1.2 (3)

Ved utsatt offentliggjøring skal børsen uoppfordret og umiddelbart gis melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen.

Utsatt offentliggjøring er nærmere omtalt i vedlegg til børssirkulære 3/2005 pkt. 3.6

5. Selskapets anførsler

Selskapet anfører i brev til Oslo Børs av 2. februar 2011 at det ikke forelå meldepliktig innsideinformasjon i forbindelse med utfordringene på Sevan Driller I før selskapet meldte disse til markedet. Følgelig var det ingen plikt til å informere markedet eller Oslo Børs. Selskapet skriver at det er forventet og akseptert i markedet at virksomhetsoppstart av borerigger er kompliserte prosesser, som ofte resulterer i driftsstans som følge av utstyrsvikt og innkjøringsproblemer, og at en nedetid i et 3 måneders perspektiv på 20 – 30 % ikke er unormalt. Selskapet valgte å orientere markedet om problemer med utstyr fra tredjepartsleverandører den 25. august 2010 i

forbindelse med Q2-rapporteringen fra selskapet selv om dette etter selskapets vurdering ikke var ansett påkrevet i forhold til den informasjonsplikt selskapet er underlagt. Hverken utstyrspå problemene eller nedetiden var av en slik art eller omfang den 25. eller 29. august at de utgjorde noe meldepliktig innsideinformasjon som man skulle ha informert børsen eller markedet om. I følge selskapet var det fremdeles rom for nedetid i forhold til normalforventning, også om man tok tidligere inntektstap og utstyrspå problemer i betraktning. Selskapet sendte melding om nedetidsproblemet straks det ble klart at det ville få ett vesentlig omfang og mener at man har opptrådt forsvarlig innenfor gjeldende informasjonskrav.

Selskapet skriver videre at det ikke var kjent med meldingen på Hegnar online den 31. august 2010. Innlegget fremstår som ren spekulasjon der ettertiden ved tilfeldighet ga spekulanten rett. Noen villet lekkasje av kvalifisert informasjon var etter selskapets oppfatning ikke mulig pr. 31. august 2010. Selskapet påpeker også at det vanskelig kan gardere seg mot spekulasjoner.

I den utstrekning Oslo Børs likevel finner å reagere i saken, ber selskapet om å bedømmes på mildeste måte og påpeker i den forbindelse at situasjonen var teknisk sett komplisert med konsekvenser som både tok lengre tid å utrede og rent faktisk viste seg å bli større og alvorligere enn først antatt. Sevan viser videre til at selskapet har generelt gode investor-relasjoner og at selskapet ikke tidligere har vært kritisert for brudd på regelverket. Det påpekes også at selskapets aksjekurs rent faktisk ikke reflekterer at forholdene var egnet til å påvirke kursen vesentlig og at selskapet ikke ser noe allmennpreventivt behov for en særlig streng reaksjon.

6. Børsens vurdering

For å kunne konkludere i spørsmålet om Sevan har brutt sin informasjonsplikt, jf. vphl. § 5-2, må det vurderes hvorvidt driftstansen på Sevan Driller I i august og september 2010 utgjorde innsideinformasjon, jf. vphl. § 3-2 (1), før forholdet ble offentliggjort ved børs melding 17. september. Opplysningene rundt driftstansen var ikke offentlig tilgjengelige eller allment kjent i markedet før dette tidspunktet. Spørsmålet er da om, og på hvilket tidspunkt, forholdet utgjorde presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart. Faktum er ikke bestridt.

Selskapet ble den 23. august klar over en lekkasje på en av DAT-sylindrene. Etter en initiell vurdering ble det den 25. august besluttet å stanse boreoperasjonen og å heve stigerøret for en nærmere inspeksjon av DAT-sylindrene. Stigerøret var først oppe for nærmere inspeksjon den 28. august.

Oslo Børs anser at selskapet på tidspunktet for beslutningen om å trekke opp stigerøret hadde opplysninger relatert til driftsstans for Sevan Driller I som var tilstrekkelig presise til å falle innenfor lovens krav til opplysningenes presisjon. Dette må gjelde selv om Sevan på tidspunktet for beslutningen om å stanse boreoperasjonen for å trekke opp stigerøret ikke hadde full oversikt over hvor lang nedetiden ville vært. Det vises i den forbindelse til at kravet til presise opplysninger i følge forarbeidene er ment å avgrense mot rykter og spekulasjoner, og at opplysninger dermed kan være presise selv om de ikke er fullstendige.

Det neste spørsmålet er om og i så tilfelle på hvilket tidspunkt opplysningene om driftstans var å anse som egnet til å påvirke kursen på finansielle instrumenter utstedt av Sevan merkbart. Dette kan også formuleres som et spørsmål om og i så tilfelle på hvilket tidspunkt det var sannsynlig at en fornuftig investor ville benytte opplysningene som en del av beslutningsgrunnlaget for sin investeringsbeslutning.

Selskapet har anført at en "viss driftsmessig irregularitet" må kunne påregnes i en

oppstartsfase. I forbindelse med vurderingen vil det således være relevant å se hen til produksjon og inntjening for Sevan Driller I siden oppstart i slutten av juni 2010 og frem til hendelsen relatert til DAT-sylindrene inntraff i ultimo august. Som redegjort for ovenfor fremkom det gjennom en powerpoint-presentasjon benyttet i forbindelse med fremleggelsen av selskapets rapport for 2. kvartal at Sevan Driller I hadde hatt en akkumulert avdekket nedetid på 13 dager fra begynnelsen av juli og frem til 25. august. Da det den 25. august ble besluttet å trekke opp stigerøret for en nærmere undersøkelse av DAT-sylindrene var det klart at Sevan Driller I ikke ville kunne produsere de dagene det ville ta å trekke opp og senke ned stigerøret samt i den tid det ville ta å reparere lekkasjen.

Børsen bemerker at det under tiden hadde vært aggregert flere dager med nedetid siden oppstart, samt at selskapet tapte USD 446 000 i inntekter per dag ved driftsstans. Børsen er derfor av den oppfatning at opplysningene om problemene allerede den 25. august kan ha vært egnet til å påvirke kursen.

Oslo Børs anser under enhver omstendighet at kriteriet knyttet til kurssensitivitet var oppfylt da det den 29. august ble konstatert skade på alle sylindrene. Selskapet besluttet da å innkalle til møte med leverandører for å fastlegge skadens omfang. Selv om selskapet på dette tidspunktet mener at det var et alternativ å bore videre uten alle sylindrene, fremstår ikke dette som det mest sannsynlige alternativet når skaden nettopp omfattet alle sylindrene. En intern rapport med konklusjoner og konsekvenser forelå først 16. september og konkluderte med at det ville ta ytterligere 2-3 uker før skaden var reparert og produksjonen kunne igangsettes. Etter børsens vurdering må det den 29. august ha vært påregnelig for selskapet at det ville ta tid både å utrede skadene på DAT-sylindrene og å reparere disse. Det vises i den forbindelse til at produksjonsstansen på riggen grunnet skaden på DAT-sylindrene varte i over en måned og at over to tredjedel av den totale nedetiden fant sted før forholdet ble offentliggjort 17. september. Det totale tap som følge av hendelsen beløp seg til cirka USD 13,9 millioner. Dette utgjør en betydelig andel av inntekten til selskapet i 3. kvartal, slik dette også blir fremhevet i analytikervurderingene inntatt under.

Selskapet anfører det må påregnes noe nedetid i forbindelse med oppstart av boreoperasjoner, og at 20-30 % i et 3-måneders perspektiv ikke er unormalt. Oslo Børs forstår at selskapet kalkulerer inn noe nedetid den første tiden, men er usikker på om markedet nødvendigvis deler den oppfatning selskapet har av påregnelig nedetid som angitt over uten at det har vært gitt noen konkret guiding på dette av selskapet i forkant. Børsen mener at det kan bli vanskelig for en fornuftig investor å ha en formening om hva som er forventet nedetid i den første perioden for en ny riggoperasjon når selskapet ikke formidler informasjon om dette til markedet.

Selskapet kunne "guidet" på nedetid den første perioden for en ny riggoperasjon. Børsen mener at det blir vanskelig for en fornuftig investor å ha en formening av hva som er forventet nedetid når selskapet ikke formidler informasjon om dette til markedet.

Den 17. september når meldingen om nedetiden blir offentliggjort faller kursen 3,5 % i løpet av handelsdagen, og på det meste er aksjen ned 4,9 % som også medfører at overvåkingssystemet til Oslo Børs definerer dette som et unormalt stort fall. I dette fallet må man også legge inn en vurdering av lekkasjen på Hegnar Online den 31. august og hvilken betydning den har hatt for prisingen av aksjen. Det er vanskelig å anslå dette og børsen konstaterer at informasjonen har ligget ute på Hegnar Online i over to uker frem til selskapet selv offentliggjorde opplysningene den 17. september. I tillegg til kursen er også volumet den 17. september det høyeste siden 2. kvartalstallene ble offentliggjort 25. august. Selv om kriteriet "egnet til å påvirke kursen merkbart" ikke innebærer at det må påvises et faktisk kursutslag mener Oslo Børs at disse omstendighetene styrker vurderingen av at opplysningene om driftstansen var av kurssensitiv karakter og noe en

fornuftig investor sannsynligvis ville lagt vekt på i sin investeringsbeslutning. Oslo Børs har innhentet analyser fra tre ulike meglerhus med analysedekning på Sevan i anledning selskapets 3. kvartalsrapportering.

1. First Securities viser til, i analyse publisert 11. november, at de uheldige hendelsene i august/september snart er et tilbakelagt stadium og venter at Sevan Driller I vil bli et verdifullt bidrag til kontantstrømmen i selskapet når den er tilbake i drift. Videre mener de at Sevan ikke trenger tilførsel av kapital betinget av at det ikke forekommer mer nedetid på Sevan Driller I. Skulle det derimot oppstå mer nedetid på riggen mener First at man ikke kan utelukke en 10 % emisjon for å styrke kontantstrømmen. First mener også at selskapet er helt avhengig av at driften er tilbake før slutten av 2010 for å kunne dekke løpende utgifter og for å fullføre den pågående refinansieringen.

2. Fearnley Fonds mener, i analyse publisert 11. november, at den finansielle risikoen har økt som følge av den lave regulariteten på Sevan Driller I. De mener videre at oppsiden i selskapet er "ikke eksisterende" under gjeldene forhold og mener at nedsiden er stor som følge av finansiell risiko pga. lite regularitet.

3. Carnegie fremhever, i analyse publisert 10. november, at 3. kvartal bærer preg av negative valuta effekter men mest negativt påvirket av det lave bidraget fra Sevan Driller I. Carnegie har også et avsnitt som omhandler sannsynligheten for et oppkjøp av Sevan og mener at sannsynligheten for dette liten da en potensiell kjøper vil avvente utviklingen av regularitet på Sevan Driller I.

Selv om Oslo Børs mener at det forelå innsideinformasjon senest 29. august kan selskapet ha hatt legitime grunner for utsatt offentliggjøring jf. vphl. § 5-3 jf løpende forpliktelser pkt. 3-1.

Selskapet har i dialog med børsen fremholdt at selskapet ikke hadde oversikt over utfordringene og at det var viktig for selskapet ikke å rapportere noe som kunne feiltolkes i markedet, herunder at produksjonsstansen skyldtes tredjepartsleveranser og ikke feil knyttet Sevans teknologi, design eller management.

Børsen har ikke funnet det nødvendig å vurdere om selskapet har hatt legitime grunner til å benytte sin adgang til å utsette offentliggjøring av informasjonen. Slik vurdering synes ikke å være foretatt, og selskapet har uansett ikke varslet børsen underhånden, jf. børsens løpende forpliktelser 3.1.2 (3).

Informasjonsplikten de børsnoterte foretakene er underlagt er sentralt for et velfungerende marked. Hvis denne plikten tilsidesettes kan markedet vanskelig sette en verdi på selskapet og det åpner for misbruk av informasjon. Selskapene er på nærmere angitte vilkår gitt en snever mulighet til å utsette offentliggjøring av innsideinformasjon, men må da underrette børsen om dette. Slik varsling er svært viktig for at overvåkningsfunksjonen i markedet kan fungere etter hensikten. Børsen viser i den forbindelse til at informasjon om problemene ved Sevan Driller I var tilsynelatende presist beskrevet på investor- og aksjeforumet Hegnar Online 31. august. Konsekvensene av at Oslo Børs ikke fikk overvåket handelen tilstrekkelig og derfor ikke hadde mulighet til å oppdage den sannsynlige lekkasjen på Hegnar Online, medførte at det var ulik informasjon i markedet. De som hadde lest innlegget og handlet på bakgrunn av det, fikk en urettmessig fordel fremfor andre investorer. Hadde selskapet vurdert utsatt offentliggjøring og kommet frem til at det var legitime grunner for å avvete publisering ville en underretning til Oslo Børs om utsatt offentliggjøring medført at lekkasjen kunne vært oppdaget og børsen kunne påsett at selskapet overholdt sin plikt etter vphl. § 5-3 (4) og løpende forpliktelser pkt 3.1.2 (4). Da ville informasjonen umiddelbart vært offentliggjort i etterkant av innlegget på Hegnar Online for på den

måten å utligne den informasjonasymetri som hadde oppstått i markedet.

7. Sanksjon

Børsen kan ilegge overtredelsesgebyr for brudd på selskapets løpende informasjonsplikt etter vphl. §§ 5-2 og 5-3, jf, vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og § 15-1 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1. Overtredelsesgebyret tilfaller statskassen, jf. vphl. § 17-4 (4) annet punktum.

Ved brudd på børsloven kan børsen ilegge børsnoterte selskap et overtredelsesgebyr, jfr. børslovens § 31. Etter børsforskriften § 31 (2) kan overtredelsesgebyr for brudd på børsloven maksimalt utgjøre 10 ganger årlig kursnoteringsavgift for hver overtredelse som kan sanksjoneres med overtredelsesgebyr. Gebyret tilfaller børsen, jfr. børsforskriften § 31 (1).

Børsen har i valg av og utmåling av sanksjon sett hen til avgjørelser i lignende saker. Kortvarige overtredelser av informasjonsplikten har i praksis vært sanksjonert med én til to ganger overtredelsesgebyr, jf. børsstyrets sak 25/2005 MediCult A/S, sak 39/2005 PhotoCure ASA og sak 32/2004 Stolt Offshore S.A. I de nevnte sakene er bruddet over svært kort tid, men informasjonen var ansett til å være av særlig kurssensitiv karakter. Sakene er derfor ikke nødvendigvis umiddelbart overførbare, men gir likevel veiledning.

Tilsvarende spørsmål ble også behandlet av børsstyret i sak 32/2008 Global Geo Services ASA (Vedtak og Uttalelser 2008 s. 64). Selskapet ble ilagt et overtredelsesgebyr tilsvarende 2 ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på løpende informasjonsplikt og prospektplikt, og 2 ganger årlig kursnoteringsavgift for kortvarig brudd på børsreglens bestemmelser, herunder varslingsplikten ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Det ble særlig lagt vekt på at GGS hadde overtrådet flere børsrettslige plikter og at det forelå to tidligere sanksjonssaker mot selskapet for brudd på løpende forpliktelser.

Fast Search and Transfer ASA ble ved børsstyrevedtak 23. april 2008 ilagt overtredelsesgebyr tilsvarende 4 ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på børsreglens bestemmelser, herunder varslingsplikten ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Ved utmålingen la børsen særlig vekt på at overtredelsen av plikten til å melde underhånden gikk over et langt tidsrom på 2 måneder.

PA Resources ASA ble i børsstyrevedtak av 16. juni 2010 ilagt overtredelsesgebyr etter samme bestemmelse tilsvarende en gang årlig kursnoteringsavgift. Det ble tillagt særlig vekt at overtredelsen var blitt gammel og at selve bruddet var kortvarig, se Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2010 s114.

Fra praksis etter de gamle reglene nevnes også at Vital ASA i 1995 for unnlatelse av å informere markedet eller børsdirektøren underhånden om at et overtagelsestilbud fremstod som en realistisk mulighet, ble ilagt overtredelsesgebyr på 2 ganger noteringsavgiften, se Børsklagenemndens vedtak 2/97.

Selv om sakene mot Fast Search and Transfer ASA og PA Resources ASA er sanksjonert for manglende underhåndenvarsling til Oslo Børs om utsatt offentliggjøring er faktum tilsvarende som i nærværende sak. Derfor gir utmålingen i de nevnte saker veiledning med henhold til utmåling av gebyret i denne sak.

Etter en totalvurdering kommer Oslo Børs til at overtredelsesgebyret passende settes til 2 ganger årlig kursnoteringsavgift lik 411 650 kroner.

På bakgrunn av ovenstående traff børsen følgende vedtak:

For brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 (1), ilegges Sevan Marine ASA et overtredelsesgebyr på 2 ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 411 650 kroner, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13-1.

4.1.1.2 Bionor Pharma ASA - overtredelse av løpende informasjonsplikt (Børsstyrevedtak 24.8.2011)

1. Innledning

Saken gjelder spørsmål om Bionor Pharma ASA ("Bionor" eller "selskapet") har opptrådt i strid med verdipapirhandelloven ("vphl") § 5-2 (1), jf. Oslo Børs løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, ved å unnlate i tide å offentliggjøre at konklusjoner meldt til markedet den 1. oktober 2010 vedrørende virkningen av selskapets terapeutiske HIV-vaksine, Vacc-4x, var delvis feilaktige.

Selskapet meddelte i melding av 1. oktober 2010 at Vacc-4x ikke virket og at den videre utviklingen av vaksinen derfor ville bli innstilt. Meldingen førte til at selskapets aksjeverdi falt med 81,4 %. Som følge av nye funn etter videre analyse reverserte selskapet sin konklusjon om å stanse utviklingen av Vacc-4x. Dette ble meddelt markedet gjennom børsmelding den 18. november 2010 kl 08:15, noe som førte til en stigning i aksjeverdi på 198,5 %.

2. Kort om selskapet og Vacc-4x

Det børsnoterte Nutri Pharma ASA kjøpte Bionor Immuno a.s. i 2010 og skiftet navn til Bionor Pharma ASA. Selskapet har vært notert til handel på Oslo Børs siden 2000. Administrerende direktør i selskapet på de aktuelle tidspunkt i saken var Henrik Lund. Lund fratrådte som administrerende direktør i selskapet mandag 15. august 2011, men i den utstrekning det i saken er referert til selskapets administrerende direktør er det Lund som omtales.

Bioteknologiselskapet arbeider med utvikling av behandlende og forebyggende vaksiner og helseprodukter og har de siste årene fokusert på legemidler og vaksiner mot virusrelaterte sykdommer. Selskapets fremste produktkandidat er Vacc-4x, en behandlende vaksine mot humant immunsviktvirus (HIV). Hensikten med vaksinen er å styrke immunforsvarets evne til selv å identifisere og nedkjempe HIV-viruset ved å drepe infiserte immunceller. Dette skal gjøre HIV-pasientene i bedre stand til å leve med sin HIV-infeksjon, alternativt å bidra til en langsiktig kur for sykdommen. Vaksinen kan vise seg å redusere behovet for HIV antiretroveral legebekandling (ART), som i dag brukes for å bremse mengden HIV-virus i kroppen til mennesker som er smittet, og som har flere bivirkninger knyttet til seg.

3. Sakens bakgrunn

3.1 Nærmere om hendelsesforløpet

Det ble gjennomført studier av Vacc-4xs virkning på Haukeland sykehus i 1999 og på Ullevål sykehus i 2002/2003. I sistnevnte studie, omtalt som fase IIa-studiet, viste de vaksinerte pasientene meget god evne til å kunne stå uten tradisjonelle HIV-medisiner (ART) over tid. Videre viste pasientene en økning i antall CD4-celler, som gir en indikasjon på styrking av immunsystemet. På denne bakgrunn ble det gjennomført et stort internasjonalt placebo-kontrollert fase IIb-studie av Vacc-4x i perioden 2008-2010. Det er fremleggelsen av resultater knyttet til denne studien høsten 2010 som er bakgrunnen for saken.

Resultater knyttet til fase IIB-studien ble offentliggjort før børsåpning 1. oktober 2010 ved børsmelding med tittelen "Bionor Pharma fails to show a positive effect of its cell-mediated therapeutic HIV-vaccine candidate, Vacc-4x". Det ble i børsmeldingen vist til at Bionor ikke hadde oppnådd en statistisk signifikant forskjell mellom vaksinert gruppe og placebogruppen for de to primære endepunktene i studiet (CD4-mengde og pasienter uten ART-terapi). Det var således selskapets konklusjon at vaksinen ikke virket og at utviklingen av vaksinen skulle nedlegges.

Fra børsmeldingen hitsettes:

"Bionor Pharma today reported the main findings of an international, randomized, double-blind, placebo-controlled multi-center phase IIB trial designed to test HIV-patients' ability to stay off their ART (Anti Retroviral Therapy) drugs after having been immunized with the company's therapeutic HIV-vaccine candidate, Vacc-4x.

The study did not meet its two primary endpoints. Vacc-4x did not show any clinical effect with regard to number of patients that needed resumption of ART nor did Vacc-4x show any difference in CD4-counts at the end of the ART-free period compared to placebo.

Bionor Pharma will allow a full analysis of immunological data from the trial. However, the negative clinical result means the company will not continue development of Vacc-4x but will focus on its other vaccine products in pipeline (...)

"The outcome of this trial is a disappointment", says CEO, Henrik Lund. A placebo controlled blinded trial has now shown that Vacc-4x does not work. The product will not be developed further'.(...)"

Meldingen førte til at selskapets aksjeverdi falt med 81,4 % i løpet av fredag 1. oktober 2010.

Den 4. november 2010 kl. 13:38 innførte Oslo Børs børs pause i Bionor-aksjen da selskapets aksje steg kraftig. Kursutviklingen var markant fra kl. 13:00 og kursen steg 28,3 %. Børsen kontaktet selskapet og ble da kjent med en artikkel på det svenske nettstedet bequoted.com som omtalte muligheten for at Vacc-4x kunne videreføres som nasalt produkt. Det hitsettes fra nettstedet;

"Bionor Pharma lägger ner sitt HIV-vaccinprojekt efter fas IIB

Eurocine Vaccines har ett samarbetsprojekt med Bionor Pharma gällande en nasal variant av Bionors terapeutiska HIV-vaccin. Bionor Pharma meddelade i oktober att projektet med injicerat Vacc-4x läggs ner. Diskussioner pågår om hur samarbetet ska fortsätta.

beQuoted ser en möjlighet att parterna trots allt väljer att gå vidare med ett nasalt Vacc-4x i hopp om att det ska ge bättre effekt än i injicerad form."

Etter kommunikasjon med børsen kommenterte selskapet artikkelen i en børsmelding. Fra meldingen hitsettes:

"(Oslo, Norway, 4 November 2010) At 13:38 today the Oslo Stock Exchange suspended trading in "BIONOR" based on price developments stemming from speculations in Swedish media regarding the future of Vacc-4x.

Bionor Pharma has today been made aware of reports from the Swedish media

beQuoted where CEO Hans Arvidsson of Swedish Eurocine AB comments on a research project on intra-nasal administration of Vacc-4x. This communication has not been authorized or cleared with Bionor Pharma ASA."

Utslaget på aksjens verdi på bakgrunn av spekulasjon om eventuell videreutvikling av Vacc-4x som et nasalt produkt belyser at informasjon om alle potensielle virkninger og mulig videreutvikling av vaksinen var svært kurssensitivt.

I samtalene med børsens overvåkningsavdeling i anledning kursstigningen informerte selskapet ikke om en utvikling i forhold til undersøkelser knyttet til virkningen av Vacc-4x. Børsen tok papiret opp til handel igjen samme dag kl. 16:42.

Før børsåpning den 18. november 2010 offentliggjorde selskapet en børsmelding med tittelen "Further analysis of Vacc-4x phase IIB study shows a statistically significant reduction in viral load over placebo - Previous decision to put Vacc-4x on hold has been reversed". I meldingen fremgikk det at selskapet ved nye analyser av data fra fase IIB-studiet hadde funnet en uventet signifikant reduksjon i mengden av HIV-virus mellom den vaksinerte gruppen og placebo-gruppen. En post-hoc analyse av dataene utført av selskapet hadde dessuten vist en statistisk signifikant reduksjon i virusmengden for de vaksinerte pasientene sammenlignet med nivået før ART-behandling ble iverksatt. Ingen slik effekt ble funnet i placebo-gruppen. På bakgrunn av de positive funnene hadde selskapet besluttet å reversere beslutningen om å stanse utviklingen av vaksinen.

Fra meldingen hitsettes:

"After further analyses of the international, randomized, double-blind, placebo-controlled multi-center phase IIB study of Bionor Pharma's therapeutic HIV-vaccine candidate, Vacc-4x, the Company reports an unexpected statistically significant reduction in viral load (amount of HIV virus) at the end of the study period for patients on the vaccine compared to the placebo group.

The study was designed to test HIV-patients' ability to stay off anti-retroviral therapy (ART) after having been immunized with Vacc-4x. Although the study did not meet its primary endpoints, as announced October 1, the findings from the additional analysis discovered that treatment difference with regard to viral load was statistically significant both within the study period and when compared to the viral load prior to ever starting ART. In patients who received immunization, viral load never returned to its pre-ART level, which normally happens when being taken off ART

Due to the new findings, the Company has reversed its decision to stop development of Vacc-4x. Along with upcoming immunological data, these findings are expected to become the basis for the future positioning of Vacc-4x as a viable therapeutic HIV-vaccine.

As announced October 1, the Vacc-4x phase IIB study did not meet its two primary endpoints; i.e. no difference between the two groups with regard to the number of patients that needed resumption of ART nor any difference in immune cell (CD4) counts at the end of the ART-free period.

Still, the effect on viral load is by health authorities and most clinical experts seen as more important clinically for the treatment of HIV-patients than the effect on

CD4-counts. Change in viral load between Vacc-4x and placebo during the study period was among the secondary endpoints in the phase IIB study (...)"

I meldingen var det også inntatt utsagn fra tre utenlandske forskere om de omtalte funn:

"These follow up findings on viral load reduction in the Vacc-4x arm compared to placebo are positive and very encouraging," says Professor Dr. med. Jürgen Rockstroh, Oberarzt an der Medizinischen Universitätsklinik, Innere-Rheuma-Tropen Ambulanz, Bonn, Germany. "It is therefore important in follow on studies to investigate whether Vacc-4x in combination with ART could reduce the viral set-point and allow extended periods without HIV medicine."

"Patients starting on antiretrovirals see the viral load effectively reduced, but this is dependent on daily treatment, and we know that HIV remains in the reservoirs," says Richard Pollard MD, Division Chief of Infectious Disease, University of California Davis Center for AIDS Research, Education, and Services and the principle investigator in the trial. "A therapeutic HIV vaccine like Vacc-4x reducing the viral load set-point, could have significant implications for future HIV management used in combination with ART. More research is needed to confirm this hypothesis."

"I am pleased to see that immunization with Vacc-4x, a candidate therapeutic vaccine under clinical development, has shown the ability to reduce virus levels in blood of chronically HIV infected patients, says Professor Giuseppe Pantaleo, Professor of Medicine, Chief Division of Immunology and Allergy and Head of the Laboratory of AIDS Pathogenesis, Department of Medicine, Centre Hospitalier Universitaire Vaudois, University of Lausanne, Lausanne, Switzerland. These results are important since they indicate that better virus control may be achieved through immunological intervention. Vacc-4x through a different antiviral mechanism may represent a novel intervention to complement antiviral therapy."

Avslutningsvis fremgår det av meldingen at selskapet vil jobbe videre med verifikasjon og analyse av dataene fra fase IIB-studiet for å vurdere virkningen av vaksinen:

"The new analysis gives indications that Vacc-4x has an important effect on viral load despite the failure to reach our primary endpoints in the phase IIB study", says CEO Henrik Lund. "While post-hoc analyses are subject to statistical limitations, they are commonly used in vaccine trials due to the complex nature of data interpretation. The full immunological analysis and long term data will give us a better basis for evaluating the outcome and implications for the positioning of Vacc-4x as a therapeutic product for HIV-patients. A possible application of Vacc-4x is a combination therapy with repeated ART-Vacc-4x together with analytical treatment interruptions in order to establish a functional cure".

Som det fremgår i meldingen utgjorde funn knyttet til reduksjon av virusmengde ikke et av de primære endepunktene i fase IIB-studiet. Det fremkommer likevel at funnet blir ansett som enda viktigere for potensialet til Vacc-4x enn et treff på de primære endepunkter ville vært. Meldingen førte til at selskapets verdi steg med 198,5 % den 18. november 2010.

Selskapet opplyste i sin årsrapport for 2010, publisert 29. april 2011, at ingen tilsvarende studier av HIV-vaksiner har vist tilsvarende effekt på virusmengden som Vacc-4x, og at selskapet arbeider videre med verifikasjon og analyse av de kliniske og immunologiske dataene fra fase IIB-studiet. I en artikkel i marsutgaven av A&U Magazine, et amerikansk fagblad om AIDS, ble Vacc-4x, på bakgrunn av funnene som ble publisert 18. november 2010, fremhevet som den mest lovende vaksine kandidat på feltet.

3.2 Børsens undersøkelser

I forbindelse med undersøkelser av handler knyttet til kursvolatilitet relatert til selskapets børsmeldinger av henholdsvis 1. oktober 2010 og 18. november 2010 ba Finanstilsynet i brev av 19. november 2010 selskapet om oversendelse av innsidelister. I forbindelse med at Oslo Børs gjennomførte egne undersøkelser knyttet til om selskapet hadde overholdt sin informasjonsplikt etter vphl. § 5-2 fikk Oslo Børs oversendt fra Finanstilsynet selskapets innsidelister og svarbrev av 22. november 2010 med selskapets vurderinger rundt føring av slik liste.

I brevet fremgår at selskapet av forsiktighetshensyn valgte å føre "innsideliste" fra den 25. oktober 2010 på bakgrunn av sammenstilte data i en post- hoc-analyse som forelå samme dag. Selskapet understreker imidlertid at det likevel var av den oppfatning at informasjonen som forelå i selskapet på dette tidspunktet ikke var vitenskapelig modent til å danne grunnlag for reversering av den tidligere beslutningen om å stanse utviklingen av produktet samt kommunikasjon til markedet.

Børsen sendte den 7. desember 2010 en henvendelse til selskapet hvor selskapet ble bedt om å redegjøre for sin vurdering av på hvilket tidspunkt den nye informasjonen knyttet til Vacc-4x utgjorde innsideinformasjon, og i hvilken utstrekning selskapet hadde besluttet utsatt offentliggjøring, jf. vphl. §§ 5-2 og 5-3 og løpende forpliktelser pkt. 3.1.1. Børsen viste også til at selskapet ikke hadde underrettet børsen under hånden om informasjonen i forkant av offentligjøringen, jf. løpende forpliktelser pkt 3.1.2, og ba om selskapets bemerkninger til dette.

I sitt svar av 14. desember ga selskapet en beskrivelse av prosessen som ledet frem til børsmeldingen av 18. november 2010. Det fremgår av brevet at selskapet var av den oppfatning at den nye informasjonen vedrørende reanalysene og reduksjon av virusmengde ikke utgjorde innsideinformasjon før styrets behandling av saken i møte avholdt 17. november 2010. På denne bakgrunn ble det heller ikke tatt noen beslutning om utsatt offentliggjøring. Styremøtet ble avsluttet etter børs slutt 17. november og børsmelding ble gitt før børsåpning den 18. november.

I brev av 6. april 2011 ba børsen om ytterligere informasjon knyttet til prosessen frem mot børsmeldingen av 18. november, og ba i den anledning om referat fra styremøtet den 17. november, en angivelse av tidspunktet for og innhold av de tre tilbakemeldinger fra CAB, en mer detaljert beskrivelse av prosessen som ledet frem til styrevedtak om reversering med særlig vekt på perioden 25. oktober til 12. november, samt de eksterne analyser som ble foretatt frem til 10. oktober.

I selskapets svar til Oslo Børs av 15. april 2011 ble det redegjort for de ovennevnte spørsmål. Selskapet vedla også styreprotokoller fra styremøter av 12. oktober og 17. november samt utdrag fra ekstern og intern korrespondanse vedrørende analyser og uttalelser fra CAB-medlemmer.

I varsel om vedtak til selskapet datert 18. mai 2011 la Oslo Børs til grunn at selskapet den 25. oktober 2010 hadde opplysninger om vaksinens virkning som utgjorde innsideinformasjon. I forbindelse med selskapets tilsvarende til forhåndsvarselet datert 30. mai ba selskapet om ett møte med børsen for å presentere sitt syn. Møtet ble avholdt 31. mai 2011 i børsens lokaler.

På bakgrunn av opplysninger i tilsvarende fra selskapet datert 30. mai 2011, fant børsen grunn til å sende et nytt forhåndsvarsel der tidspunktet for når det etter børsens vurdering forelå innsideinformasjon var justert til senest 12. november 2010, da selskapet ved administrerende direktør etter det opplyste selv mente at analyse materialet var faglig sett godt nok fundert. Børsen mottok selskapets tilsvarende til

sistnevnte forhåndsvarsel den 22. juni 2011.

Selskapets beskrivelse av faktum og rettslige anførsler fremsatt i de omtalte tilsvarene og øvrig dokumentasjon til Oslo Børs er gjengitt i pkt. 5 nedenfor.

4. Rettslig grunnlag

4.1 Informasjonsplikt i markedet

Etter vphl. § 5-2 (1), jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, skal børsnoterte selskaper uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder.

Innsideinformasjon er definert i vphl. 3-2 (1):

"Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet."

Definisjonen stiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses som innsideinformasjon. For det første må det dreie seg om presise opplysninger om de aktuelle finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold. Videre må opplysningene være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart. Til slutt må det dreie seg om opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

De to første hovedvilkårene i definisjonen av innsideinformasjon (dvs. kravet om at opplysningene skal være presise og påvirke kursen merkbart) er nærmere utdypet i vphl. § 3-2 (2) og (3):

"Med presise opplysninger, menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene."

Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning."

Etter det første hovedvilkåret må opplysningene i det minste indikere at en omstendighet har inntruffet, eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe. Verken ordlyden, forarbeider eller praksis begrenser hva som saklig kan utgjøre en opplysning, gitt at de øvrige vilkårene er innfridd. Videre må opplysningene i følge vphl. § 3-2 (2), være såpass spesifikke at det kan trekkes en konklusjon om opplysningenes mulige påvirkning på prisen til det aktuelle finansielle instrumentet. Kravet loven stiller til opplysningenes presisjon er i følge forarbeidene ment å avgrense mot rykter og spekulasjoner, jf. Ot. prp. nr.12 (2004-2005) pkt. 4.5. Finanstilsynet la i forbindelse med direktivgjennomføringen til grunn at opplysninger kan være presise selv om de ikke er fullstendige, entydige, endelige eller ubetingede, forutsatt at de er tilstrekkelig spesifikke, jf. høringsnotat av 1. mars 2004 side 15.

Det andre hovedvilkåret i definisjonen av innsideinformasjon, at opplysningene skal være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart, er i loven nærmere

angitt som en "fornuftig investor test", jf. § 3-2 (3). Etter forarbeidene er det avgjørende kriteriet i denne sammenheng hvorvidt "den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningene vekt dersom den inngikk i vedkommendes beslutningsgrunnlag", jf. Ot. prp. nr 12 (2004-2005) pkt. 4.5. Det er etter loven intet vilkår at kursen til de finansielle instrumentene faktisk påvirkes. Vurderingen skal således foretas "ex ante", dvs. i forkant av den aktuelle handling.

For å omfattes av definisjonen av innsideinformasjon er det videre et vilkår at opplysningene ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjente i markedet.

Det må vurderes konkret om en opplysning er å anse som innsideinformasjon. Vurderingen er relativ og vil kunne falle ulikt ut for forskjellige selskap og markeder.

Tilsyn og sanksjonering av reglene knyttet til offentliggjøring av innsideinformasjon i vphl. §§ 5-2 og 5-3 er delegert til Oslo Børs, jf. vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og vphl. § 15-2 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1.

4.2 Utsatt offentliggjøring

På nærmere vilkår kan offentliggjøringen av innsideinformasjon utsettes, jf. vphl. § 5-3:

*"(1) Utsteder kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. § 3-4.
(2) Legitime interesser som nevnt i første ledd kan typisk relatere seg til:*

- 1. Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring. I særdeleshet der utstедers finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent, kan offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utstедers langsiktige finansielle situasjon.*
- 2. beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av utstедers organisering, forutsatt at offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne viliede allmennhetens korrekte vurdering av forholdet.*

Innsideinformasjon som er utsatt offentliggjort skal behandles konfidensielt, jf. vphl. §§ 5-3 (1) og 3-4. Børsen har i sine løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 til 3.1.3 fastsatt regler som tilsvarende vphl. §§ 5-2, 5-3 og 3-4.

Det følger av løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3) at utsteder selskapet ved utsatt offentliggjøring uoppfordret og umiddelbart skal varsle børsen om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen. Tilsvarende plikt følger av verdipapirforskriften § 5-1. En underretning til børsen gir markedsovervåkingen anledning til å intensivere markedsovervåkingen av selskapets aksjer og anvende virkemidler i kursnoteringen som børs pause og suspensjon dersom det er grunn til å tro at noen i markedet er i ferd med å bli kjent med opplysningene.

Utsatt offentliggjøring er nærmere omtalt i børs sirkulære 3/2005 pkt. 3.6.

5. Selskapets anførsler

Bionor anfører at selskapet ikke har brutt informasjonsplikten. Selskapets beskrivelse av prosessen som ledet frem til børsmelding av 18. november 2010 kan sammenfattes som følger:

- Etteranalyse av data fra fase IIB-studiet ble igangsatt noen få dager etter børsmeldingen av 1. oktober 2010, som en ren rutinemessig øvelse. Slike etteranalyser gjøres nesten uten unntak fordi det kan være betydning for selskapets lignende produkter og/eller av hensyn til pasientene som har deltatt og for å dra lærdom av studien.
- I etteranalysen ble det svært uventet oppdaget at det kunne foreligge reduksjon i virusmengde hos de pasientene som var blitt vaksinert sammenlignet med placebo-gruppen samt sammenlignet med nivået hos pasienter før ART-medisinerings ble igangsatt mange år tidligere. Observasjonene baserte seg delvis på en etteranalyse av Vacc-4x og delvis på en post hoc analyse hvor man foretok en ny sammenstilling av data.
- Selskapet understreker gjennomgående at det er beheftet stor metodologisk usikkerhet til såkalte "post hoc" analyser og at de i henhold til forskningsregulatoriske krav kun brukes til å formulere nye spørsmål og hypoteser, eller forklare hvorfor undersøkelser gikk galt. En "post hoc" analyse kan ikke danne grunnlag for å bekrefte egenskapsaspekter ved produktet som er testet.
- Frem til og med 10. oktober ble det gjort en rekke eksterne analyser herunder av sjefsstatistikerens i selskapets eksterne oppdragstager Strategic Research Association ("SRA") som ledet frem til visse foreløpige resultater som ble kommunisert til selskapets CEO og CFO den 11. oktober.
- De foreløpige resultatene ble presentert for selskapets styre 12. oktober. På dette tidspunktet understreker selskapet at de kun hadde et par enkeltstående svake observasjoner av virusreduksjon der statistisk metode var usikker, og der det var svært uklart om post-hoc analysen var gyldig. Selskapets ledelse og styret hadde således pr. 12. oktober ikke tillit til at data som lå til grunn for virusmengdemålingene kvalitativt og metodologisk var av en slik art at det kunne hevdes at man faktisk observerte reell eller betydelig nok virusreduksjon. Styret anså på den bakgrunn at ytterligere analyse og verifisering var nødvendig for reversering av stansingsbeslutning samt kommunikasjon av funn til markedet.
- 13. oktober 2010 gir sjefsstatistikerens i SRA uttrykk for at forskjellene i virusmengde som selskapet mente å ha observert ikke var reelle, og at virusreduksjonen ikke støttet hypotesen om at årsaken var Vacc-4x. Bakgrunnen for dette synet var i følge selskapet at det knyttet seg usikkerhet til de historiske verdiene som var lagt til grunn, at datainnsamlingen ikke hadde vært konsistent og undergitt samme analysemetode, at det manglet data på en rekke pasienter og at analysen var post-hoc. Sjefsstatistikerens skriver i sin e-post *"The best you can say is that this analysis is interesting, but to be conclusive it needs to be observed again, within a follow-up confirmatory study, based on the endpoint analysis being pre-specified, and based on an analysis using the full patent population."*
- Selskapet beordret på denne bakgrunn at det ble gjennomført ytterligere statistiske analyser og undersøkelser i regi av SRA og Mericon. SRA var ansvarlig for alle

etteranalysene av funnene fra Vacc-4x, dvs. hvorvidt det forelå forskjeller mht virusmengde mellom vaksinerte pasienter og placebo-pasienter. Mericon var ansvarlig for undersøkelsene av datatekniske karakter relatert til post-hoc analysen. Sistnevnte analyse gikk ut på å sammenligne virusnivåene observert hos pasienter ved avslutningen av Vacc-4x med disse pasientenes virusnivå 8-10 år tilbake i tid (før de startet såkalt ART-medisinerings). Funn som viste at virusmengden etter avslutning av Vacc-4x var lavere enn virusnivået før pasientene startet med ART-medisinerings ville styrke oppfatningen av at selskapets funn om reduksjon i virusmengde var reelle funn.

- Rådata som skulle legges til grunn for Mericons post-hoc analyse som beskrevet ovenfor ble sammenstilt 25. oktober 2010. Selskapet understreker at sammenstilling av rådata ikke representerer noen form for analyse. Selskapet har opplyst at det av forsiktighetshensyn likevel begynte å føre innsideliste fra 25. oktober 2010.
- Den statistiske analysen av dataene relevant for post-hoc analysen sammenstilt 25. oktober ble igangsatt av Mericon 27. oktober 2010.
- 2. november fikk selskapet oversendt nye statistiske signifikante data fra SRA på funnene som var knyttet til den opprinnelige studieprotokollen. I SRAs data informerer selskapet at korrekte observasjoner og et korrigert antall pasienter var inkludert, det vil blant annet si at antall pasienter tilgjengelig for analysen var redusert. Dataene fra SRA viste at funn av redusert virusmengde var signifikant i noen analyser sammenlignet med placebo, men ikke i andre analyser. Dette kunne indikere at årsaken til redusert virusmengde under visse kriterier skyldes Vacc-4x. Funnene var i følge selskapet beheftet med stor metodologisk usikkerhet, herunder fordi funnene relaterte seg til sekundære endepunkt som utleses etter negativt funn på de primære endepunkter i Vacc-4x studiet og at analysen ble betegnet som "post hoc", jf. ovenfor. Disse dataene fra SRA ble presentert for ledelsen i selskapet 3. november 2010.
- 4. november 2010 ferdigstilte Mericon post-hoc analysen av rådata sammenstilt 25. oktober og oversendte analysen i første versjon til selskapet. I analysen konkluderte Mericon med at det var en reduksjon i virusnivå også når man sammenlignet med de aktuelle pasientenes virusmengde før oppstart av ART-medisinerings. Selskapet anfører imidlertid at Mericon ikke har klinisk ekspertise til å fortolke data eller til å verifisere hypoteser knyttet til årsakene til observasjonene, som kunne skyldes tilfeldigheter eller i verste fall forskjell i sykkelighet. Mericon måtte videre foreta justering av analysen for å rette opp feil herunder for å hensynta data knyttet til pasienter som gikk ut av studiet under Vacc-4xs forløp.
- 5. november ble dokumentasjon av funnene samlet og sendt til utenlandske forskere som er medlemmer i selskapets kliniske råd (CAB – Clinical Advisory Board) for gjennomgang og kommentarer.
- 11. november ferdigstilte og oversendte Mericon ny analyse til selskapet, jf. ovenfor. I følge selskapet bidro tallmaterialet oversendt fra Mericon 4. og 11. november 2010 svakt til å styrke oppfatningen av at det kanskje forelå reelle observasjoner av redusert virusmengde, men indikerte ikke noe om årsaken til observasjonene.
- 11. november 2010 initierte selskapet en egen "post hoc" sammenligningsstudie, en såkalt meta-analyse. Selskapet sammenlignet maksimalverdiene av virusmengde etter at pasienter var tatt av ART-medisinerings mellom en tidligere ukontrollert studie utført på Ullevål Sykehus noen år tidligere og det nåværende studiet (Vacc-4x). Resultatet av studiet ble mottatt 12. november kl. 17:31 og viste at utslagene av

virusmengde var høyere hos Ullevål pasientene. Selskapet understreker at denne type studie er basert på svak metode som gir en rekke tolkningsmuligheter.

- Analysene som forelå henholdsvis 11. og 12. november ble ettersendt til CAB-medlemmene den 12. november.
- Selskapet har skrevet at administrerende direktør, Henrik Lund, som er ekspert på legemiddelutvikling, først om kvelden den 12. november 2010 mente at analysematerialet var faglig sett godt nok fundert, da han mottok viktige data som linket resultatene i fase IIb-studiet med resultatene i tidligere utprøving av Vacc-4x (fase IIa).
- Den 16. november, henholdsvis kl. 01:32 og kl 13:27, mottok selskapet bekreftelse fra to av de tre utenlandske forskerne (CAB-medlemmene) på at de også var av den oppfatning at de reduserte virusmengdene man observerte kunne tyde på at Vacc-4x faktisk hadde en effekt.
- Styremøte for behandling av 3. kvartalstall var berammet til 17. november, og en styrebehandling var nødvendig for å kunne reversere tidligere beslutning om å stanse utviklingen av produktet.
- 17. november mottok selskapet den siste av tre ekspertuttalelser fra medlemmer av CAB som skulle inntas i børsmelding vedrørende funnene.

På mer generelt grunnlag er selskapet av den oppfatning at den nye informasjonen vedrørende reanalysene og reduksjon av virusmengde ikke utgjorde innsideinformasjon før styrets behandling av saken i møte 17. november. Etter ledelsens vurdering var det ikke noe å melde til aksjemarkedet før komplette tilbakemeldinger fra medlemmene i CAB var mottatt av selskapet og et positivt styrevedtak var fattet. Derfor ble det heller ikke tatt noen beslutning om utsatt offentliggjøring. Styremøtet ble avsluttet etter børsslutt 17. november og børsmelding ble gitt før børsåpning den 18. november.

Selskapet anfører at det må skilles mellom selskapets vurderinger knyttet til hvorvidt studien viste reell reduksjon i virusmengde, og selskapets kliniske vurdering av om det kunne antas at vaksinen eller helt andre forhold var årsaken til observasjonene samt om funnene kunne ventes å ha relevans for behandlingen av HIV-pasienter. Alle disse vurderingene måtte gjennomføres før selskapet på et vitenskapelig gyldig grunnlag kunne trekke noen konklusjon med hensyn til om vaksinen kunne antas å påvirke virusmengden og være av betydning for selskapets virksomhet overhode.

Helt frem til bekreftelsen fra HIV-eksperterne i CAB forelå 16. og 17. november 2010 var det knyttet sterk vitenskapelig tvil til den kliniske fortolkningen av de observerte data i studien, til om det kunne hevdes å foreligge noen årsakssammenheng mellom observasjonene i studien og vaksinen samt om de nye funnene var av en slik karakter at de kunne antas benyttet til å gjøre HIV-pasienter friskere. Selskapet hadde ingen klar forhåndsforventning med hensyn til hvordan CAB-medlemmene ville tolke observasjonene fra studien. Dersom CAB-medlemmene ikke hadde gitt sin støtte til tolkningen om at observert virusmengdereduksjon kunne skyldes vaksinen og kunne tilsi at vaksinen kunne benyttes til virusmengdereduksjon hos HIV-smittede ville selskapets ledelse basert på de vitenskapelige metodologiske krav forskningen er underlagt ikke ha ansett det sannsynliggjort at funnene var av meningsfylt betydning for vaksinen og selskapets virksomhet, og heller ikke ha truffet beslutning om å utvikle vaksinen for det helt nye bruksområdet.

Det anføres at så lenge det ikke forelå vitenskapelig holdepunkt for å si (i) at man observerte virusreduksjon eller (ii) at de observerte tallstørrelsene kunne relateres til

Vacc-4x eller (iii) at observert effekt er tilstrekkelig til å gi Vacc-4x klinisk eller behandlingsmessig relevans, forelå det ikke tilstrekkelig spesifikke opplysninger til at det var mulig å trekke noen konklusjon om de utolkede talobservasjonenes mulige effekt på prisen til selskapets aksjer, jf vphl § 3-2 (2).

Det forelå etter selskapets oppfatning heller ikke på noe tidspunkt før om kvelden den 17. november en situasjon hvor innholdet av børsmeldingen 1. oktober var feilaktig eller villedende som kunne tilsi at selskapet måtte informere markedet om funn, på et tidspunkt hvor selskapet selv mente at det ikke forelå validering av at funnene var pålitelige, og at vaksinen kunne antas utviklet innenfor helt nye bruksområder i kombinasjon med andre legemidler.

Basert på den beskrevne status for forskningsresultatene som forelå på de ovenfor beskrevne tidspunktene anfører selskapet at en "fornuftig investor" ikke ville ha vektlagt opplysningene om de utolkede rådataene som fantes som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning uten å løpe en betydelig risiko, jf. vphl § 3-2 (3). Selskapet mener at det måtte foreligge forsvarlige vitenskapelige holdepunkter med støtte fra kliniske eksperter om at Vacc-4x kunne ha effekt på virusmengde, for å kunne legge til grunn at opplysningene var egnet til å trekke konklusjoner med hensyn til virkning på prisen på selskapets aksjer.

Selskapet anfører at Oslo Børs' rettsanvendelse vil medføre at selskapets forskningsvirksomhet ikke lenger kan baseres på ufravikelige krav til vitenskapelig metode, noe som representerer en usaklig forskjellsbehandling i forhold til praksis Oslo Børs håndhever i forhold til andre noterte bioteknologiselskaper. Oslo Børs' praksis som søkes etablert i saken vil videre skade tilliten til det norske verdipapirmarkedet, skape en spekulasjonsdrevet kursdannelse og øke volatiliteten. Praksisen vil være ødeleggende for bioteknologisektoren og gi incentiver til flytting fra Oslo Børs til utenlandske børser.

Det foreligger ikke rettslig grunnlag for å gjøre analogislutninger til "guiding" i forhold til børsmeldingen av 1. oktober eller for å pålegge selskapet en utvidet plikt til å informere markedet om vitenskapelige funn i en situasjon hvor selskapet mente funnene på grunn av manglende validering fra HIV-eksperter ennå ikke var tilstrekkelig pålitelig til å kunne kommuniseres til markedet.

Oslo Børs legger en annen norm til grunn i sin vurdering enn det som er praksis ovenfor bioteknologiselskaper i Danmark og Sverige. Disse landene har implementert EUs Market Abuse Direktiv (MAD), og informasjonsplikten skal presumptivt ha ett tilsvarende innhold der som i Norge.

Oslo Børs' praksis fremstår som uetisk i forhold til de pasienter som deltar i forskningsstudier. For disse pasientene kan spørsmål om et legemiddels faktiske effekt være et spørsmål om liv eller død.

Saken er prinsipiell og ligner ingen andre saker hvor Oslo Børs' styre tidligere har ilagt børsnoterte selskaper overtredelsesgebyr. Det bør ikke ilegges noen form for sanksjon.

Under forutsetning av at Oslo Børs ikke vil gi selskapet medhold i at selskapet ikke har brutt informasjonsplikten i vphl. § 5-2, anfører selskapet subsidiært at det hadde legitime interesser i å utsette offentliggjøring av innsideinformasjonen knyttet til de aktuelle observasjonene om reduksjon av virusmengde som ikke var blitt validert av verdensledende eksterne uavhengige HIV-eksperter, jf. vphl. § 5-3 (1). Under denne vinkling anføres at selskapet eventuelt ikke har gjort seg skyldig i annet regelbrudd enn manglende varsling av Oslo Børs om utsatt offentliggjøring, jf. verdipapirforskriften § 5-1.

6. Børsens vurdering

6.1 Innledning

For å kunne konkludere i spørsmålet om Bionor har brutt sin informasjonsplikt, jf. vphl. § 5-2, må det vurderes om funn gjort etter børsmeldingen av 1. oktober 2010 knyttet til Vacc-4xs mulige virkning utgjorde innsideinformasjon som definert i vphl. § 3-2 før dette ble offentliggjort ved børsmelding 18. november 2010. Spørsmålet er da om og i så tilfelle på hvilket tidspunkt, informasjon om funnene utgjorde presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart.

6.2 Presise opplysninger

Etter børsens vurdering er kravet til opplysningenes presisitet oppfylt i forhold til alle analyser gjennomført etter børsmeldingen av 1. oktober 2010 som indikerte nye funn knyttet til vaksinens mulige virkning. Det vises i denne forbindelse til at kravet til presise opplysninger i følge forarbeidene er ment å avgrense mot rykter og spekulasjoner, og at opplysninger dermed kan være presise selv om de ikke er fullstendige, entydige, endelige eller ubetingede, forutsatt at de er tilstrekkelig spesifikke til å trekke en slutning om den mulige påvirkningen på kursen. Det er ingen tvil om at analyser som indikerer en virusreduksjon ved bruk av vaksinen ville kunne medføre et positiv kursutslag for selskapets aksje. På hvilket tidspunkt disse analysene kvalitativt og metodologisk var av en slik art at funnene utgjorde informasjon som var egnet til å påvirke kursen merkbart er imidlertid et annet spørsmål som vurderes under punkt 6.3 nedenfor.

6.3 Kurspåvirkningspotensial

6.3.1 Nærmere om utgangspunktet for vurderingen av opplysningenes kurspåvirkningspotensial

Spørsmålet om og i så tilfelle på hvilket tidspunkt opplysningene om funnene hadde et merkbart kurspåvirkningspotensial kan også formuleres som et spørsmål om og i så tilfelle på hvilket tidspunkt det var sannsynlig at en fornuftig investor ville benytte opplysningene som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

Utviklingen av Vacc-4x og nyheter knyttet til denne, positive eller negative, direkte eller indirekte, er generelt svært kurssensitivt for selskapet. Dette kan blant annet belyses gjennom analyser fra tilfeldig valgte meglerhus.

Den 7. september 2010 publiserte Pareto Securities en analyse som berører forventninger knyttet til fremleggelsen av resultatet av fase IIb-studiet med tittelen "For the brave". Fra analysen hitsettes:

"Bionor Pharma will disclose the result for a phase IIb study for its HIV vaccine, Vacc-4x in September/October. Success will enable the company to seek a partner agreement, typically worth USD 300-400m and develop the vaccine further. A commercial success point to a SOTP of NOK 13.1. A failure would have a negative effect of over 70 % to the share price."

Den 4. oktober 2010, etter børsmelding om at Vacc-4x ikke virker, publiseres en analyse med tittelen "Failure" fra meglerhuset Argo Securities. Fra analysen hitsettes:

"Bionor announced Friday that the vaccine candidate Vacc-4x failed in the phase IIb study. The company will over the coming weeks evaluate the technology platform, which will be crucial for its future development. The other vaccine candidates are in the preclinical stage, and following the Vacc-4x results we do

not believe the market will attach any particular value to the potential of the vaccine development. The company will also need additional financing, which will dilute the upside potential. We downgrade to Reduce (Buy), target price NOK 0.34 (NOK 3.2)."

Den 19. november 2010, etter børsmeldingen om nye funn, skriver Argo Securities:

"Exciting Lottery Ticket

Bionor reported third quarter results yesterday which came in the shadow of the announcement that the company will continue developing Vacc-4x after analysing the in-depth data from the Phase IIb study. Yesterday's news changes our view on the company, as the results confirms the technology's potential, and a deal with a pharmaceutical company seems feasible. We upgrade to Buy, NOK 2.3."

Børsens egne observasjoner i papiret sammenfaller med analysene. I vår sak kan dette illustreres ved de to aktuelle børsmeldinger og kursutslaget som følge av disse, samt i forbindelse med artikkelen av 4. november om nasal utvikling av produktet. Sistnevnte artikkel gav uttrykk for forsiktige antagelser fra en samarbeidspartner knyttet til muligheter for fortsatt samarbeid om videreutvikling av Vacc-4x i en nasal variant. Artikkelen medførte som nevnt en kursstigning på 28,3 % før aksjen ble pauset og Bionor ved melding til markedet korrigererte uttalelsen.

Etter børsens mening er det ingen tvil om at presis informasjon om utviklingen av vaksinen regelmessig vil være innsideinformasjon og at denne vil være meldepliktig for selskapet.

Selskapet meldte i en klar og utvetydig børsmelding den 1. oktober 2010 at fase IIb-testen hadde vist at vaksinen ikke virket, og at den videre utviklingen av vaksinen derfor ville bli innstilt. Det presiseres at børsen ikke stiller spørsmålstegn ved selskapets vurdering med henhold til nødvendigheten av å gå ut med en eksplisitt melding den 1. oktober som informerte markedet om de entydige negative resultatene av studiene, herunder av hensyn til pasientene som deltok i studien. Det er likevel børsens oppfatning at det er denne meldingens utvetydige innhold og karakter med henhold til vaksinens virkning og videre utvikling som må danne utgangspunktet for på hvilket tidspunkt nye indikasjoner knyttet til vaksinens mulige virkning utgjorde informasjon som var egnet til å påvirke kursen merkbart. Som nevnt falt kursen dramatisk som følge av meldingen om at vaksinen ikke virket og at utviklingen av produktet ville bli innstilt. Etter børsens syn kan det foretas en analogi til "guiding" om forventninger, der selskap som har guidet må gi markedet umiddelbar oppdatering på vesentlig endringer av tidligere "guiding". Det ligger i dette at selskapene i slike tilfeller normalt ikke vil ha anledning til utsatt offentliggjøring uten at markedet blir villedet, jf. vphl. § 5-3.

Etter børsens mening ville således informasjon om funn som ga grunn til å anta at meldingen i seg selv kunne ha gitt ett ufullstendig og/eller feilaktig inntrykk av produktets mulige virkning utgjøre informasjon med merkbart kurspotensial. Dette selv om man ikke hadde fullstendig oversikt over kvaliteten på de nye funnene. Vurderingen av når det forelå meldepliktig informasjon i denne sammenheng vil således ikke uten videre falle sammen med vurderingen av på hvilket tidspunkt det forelå tilstrekkelig vitenskapelig sikkerhet til å gå ut med en beskrivelse av de konkrete funn med tredjepartsvurderinger i den form som er inntatt i melding av 18. november 2010.

Selskapet kunne i en melding til markedet gjort rede for at etteranalysene hadde gitt grunnlag for å danne nye hypoteser, hvilke ytterligere analyser dette hadde avstedkommet samt hvilket funn som etter selskapets vurdering styrket de aktuelle hypotesene. Selskapet kunne likevel tatt inn reservasjoner for funnenes kliniske

relevans, herunder behov for vurderinger fra CAB som støttet selskapets vurderinger før styret traff beslutning om reversering av sin tidligere beslutning om å nedlegge den videre utviklingen av vaksinen. Poenget slik børsen ser det er at de som hadde informasjon om funnene som forelå i en periode før meldingen av 18. november 2010, hadde et informasjonsfortrinn i forhold til resten av markedet som forholdt seg til meldingen av 1. oktober om at vaksinen ikke virket og at den videre utvikling skulle legges ned.

Børsen vil i den forbindelse også bemerke at saken i motsetning til det selskapet synes å anføre har begrenset overføringsverdi til varsling av funn fra bioteknologiselskaper generelt da utgangspunktet for saken nettopp er den utvetydige melding som ble offentliggjort 1. oktober og som medførte et kursfall på over 80 %. Etter børsens vurdering kan situasjonen ikke likestilles med et tilfelle hvor selskapet har varslet at det vil bli gjennomført en studie av vaksinens virkning, som for eksempel var tilfellet ved innledningen av fase IIB-testingen, og hvor det arbeidet som gjøres i forhold til kvalitetssikring og vitenskapelig forankring av funn med henhold til de varslede primære endepunkter, inngår som en del av studiet som markedet allerede er kjent med at finner sted. Det vises i den forbindelse til at markedet i nærværende tilfelle forut for meldingen av 18. november ikke en gang var kjent med at det forelå funn som ga grunnlag for å danne nye hypoteser om vaksinens mulige virkning og potensial.

6.3.2 Nærmere om tidspunktet for når det forelå innsideinformasjon

Selskapet har anført at børsens tolkning av "presis" innsideinformasjon er strengere enn tilsvarende praksis i andre europeiske land. Kredittilsynet la i forbindelse med direktivgjennomføringen (MAD) til grunn at opplysninger kan være presise selv om de ikke er fullstendige, entydige, endelige eller ubetingede. Opplysningene trenger heller ikke være korrekte. Indikative faktorer omfattes forutsatt at de er tilstrekkelig spesifikke, og Kredittilsynet la til grunn at det under "en trinnvis prosess (for eksempel en forhandling eller en kapitalutvidelse), vil kunne foreligge innsideinformasjon på et tidlig stadium".

Under tiden vises det til Frostating Lagmannsretts dom i den såkalte Sense-saken fra 2005 som synes å reflektere dette:

"Avgjørende for lagmannsretten har vært at Thorsen var kjent med at en så sentral aktør som Kjell Magnus Reitan ivret for at Reitan Invest eller Reitangruppen skulle kjøpe et betydelig antall aksjer i Sense, for fusjon, og eventuelt for full overtakelse. Selv om endelige beslutninger ikke var truffet, representerte planene slike muligheter for transaksjoner at det dreide seg om sensitive opplysninger som var egnet til å påvirke aksjekursen i betydelig grad dersom de var blitt kjent i markedet på kjøpstidspunktet (...)"

Selv om dette gjelder en annen type innsideforhold enn i nærværende sak, illustrerer det hvor tidlig innsideinformasjon kan oppstå, selv om mange uavklarte forhold er utestående.

Børsen legger til grunn at meldepliktig innsideinformasjon kan bygges over tid og trinnvis og at en slik tolkning er i tråd med praksis og i harmoni med MAD.

Oppbyggingen av kunnskap om funnene knyttet til vaksinens mulige virkning har skjedd trinnvis der de forskjellige etterfølgende analysene har bekreftet selskapets hypoteser. Selskapet har hatt en regelmessig aggregering av kunnskap og de positive resultatene ble av administrasjonen referert for styret i selskapet så tidlig som den 12. oktober 2010. Administrasjonen viste allerede på dette tidspunkt til funn vedrørende virusmengde og pre-ART virusmengde som samsvarer med de funn som ble bekreftet i ytterligere

analyser og senere offentliggjort i børsmelding av 18. november.

Det fremgår av protokollen fra styremøtet at styret uttrykte forsiktig optimisme angående funnet og det ble vurdert om selskapet hadde vært for negative i sin kommunikasjon om resultatet. Dette ble avvist under henvisning til at studiet utvilsomt hadde feilet i forhold til de primære endepunktene, samt det forhold at selskapet hadde alle muligheter til å komme med positive meldinger om at man likevel så muligheter ved Vacc-4x. I møtet diskuterte styret også kostnadskutt som følge av det negative fase IIB studiet. I lys av de nye resultatene valgte styret å avvente mer dramatiske kutt til selskapet visste mer om utfallet av studiet og konsekvensene for teknologiplattformen.

På bakgrunn av det ovennevnte er det børsens vurdering at selskapet allerede på tidspunktet for styremøtet 12. oktober hadde indikasjoner på at innholdet i børsmeldingen av 1. oktober 2010 kunne gi et feilaktig inntrykk av vaksinens potensial, og at man gjennom den kunne ha sendt en feilaktig melding til markedet. Dette selv om meldingen var i beste mening og basert på det beste skjønn, ikke minst i forhold til involverte pasientgrupper.

Den 25. oktober hadde selskapets forskningsavdeling i Skien sammenstilt data som kunne fungere som grunnlag for en post-hoc analyse utført av Mericon. Denne analysen ble igangsatt av Mericon 27. oktober. Den 2. november fikk selskapet også oversendt nye statistisk signifikante data fra SRA på funnene. Dataene fra SRA viste at funn av redusert virusmengde var signifikant i noen analyser sammenlignet med placebo, men ikke i andre analyser. Dette kunne indikere at årsaken til redusert virusmengde under visse kriterier skyldes Vacc-4x.

I forhold til selskapets vurderinger av det materiale som forelå per 25. oktober og 2. november 2010, vises det til følgende uttalelser i selskapets brev til Finanstilsynet av 22. november 2010;

"Etter nøye vurdering konkluderte ledelsen at det først var 25. oktober at våre funn begynte å tegne et detaljert og pålitelig bilde, og "innsidelisten" er ført i forhold til funnene som kom den dagen og 2. november. Vi understreker at selskapet likevel så det slik at informasjonen som forelå i selskapet på dette tidspunkt ikke var vitenskapelig modent til å danne grunnlaget for en reversering av den tidligere beslutningen om å stanse utviklingen av produktet samt kommunikasjon til markedet. Av forsiktighetshensyn valgte imidlertid selskapet å føre "innsideliste" pr. dette tidspunkt."

Dataene fra SRA som forelå 2. november ble presentert for ledelsen i selskapet 3. november 2010. Når det gjaldt analysen av datamaterialet som forelå den 25. oktober ble denne ferdigstilt 4. november. Mericon konkluderte da med at det var en reduksjon i virusnivå også når man sammenlignet med de aktuelle pasientenes virusmengde før oppstart av ART- medisinerings.

Den 5. november ble dokumentasjon av de nevnte funn samlet og sendt til CAB-medlemmene for gjennomgang og kommentarer. Den 12. november ettersendte selskapet justerte analyser fra Mericon som selskapet hadde mottatt dagen før sammen med resultatet av ytterligere en analyse som selskapet selv hadde initiert og som forelå den 12. november. Dokumentasjonen som ble ettersendt den 12. november bekreftet funn i dokumentasjon som selskapet hadde sendt til CAB-medlemmer en uke tidligere.

Selskapet skriver i brev til Oslo Børs av 14. desember 2010 at selskapets administrerende direktør, Henrik Lund, som er ekspert på legemiddelutvikling, først om kvelden 12. november mente at analyse materialet var faglig sett godt nok fundert, da han mottok viktige data som linket resultatene i fase-IIB studiet med resultatene i

tidligere utprøving av Vacc-4x.

Basert på de opplysninger selskapet har gitt i forbindelse med undersøkelsene av vaksinens virkning, har børsen funnet det vanskelig å tidfeste på hvilket tidspunkt selskapet tidligst hadde informasjon om positiv tolkning av data knyttet til vaksinen som i tilstrekkelig grad indikerte at konklusjonene gjengitt i melding av 1. oktober kunne være feilaktige eller mangelfulle.

Likevel, i forhold til vurderingen av om selskapet har brutt plikten til umiddelbart å offentliggjøre innsideinformasjon, jf. vphl. § 5-2, legger børsen til grunn at det er tilstrekkelig å vise til det tidspunktet børsen senest anser at det forelå slik meldepliktig informasjon.

Data av 25. oktober og etterfølgende materiale av 2. november ble etter det opplyste sammenstilt i en studierapport og sendt til medlemmer av CAB. Dette tilsier at selskapet også på dette tidspunktet var av den vurdering at funnene tegnet et tilstrekkelig pålitelig bilde til å bli vurdert av de eksterne forskerne. Dette må gjelde selv om CAB-medlemmene den 12. november fikk ettersendt nye analyser. Det vises til at heller ikke meldingen av 18. november ga uttrykk for at funnene var endelig analysert og verifisert. I meldingen er det inntatt reservasjoner knyttet til at analysene gir "indikasjoner", at post-hoc analyser som de utførte har statistiske begrensninger, samt at ytterligere analyser vil gi et bedre grunnlag for vaksinens virkning. Arbeidet med å analysere og verifisere resultatene pågår fremdeles.

Etter børsens vurdering er verken styrets endelige beslutning om å reversere sin nedleggelsesbeslutning den 17. november eller CAB-medlemmenes vurderinger og uttalelser om funnene avgjørende for når opplysningene om funnene må sies å utgjøre innsideinformasjon. Det er børsens oppfatning at selskapets forskningsavdeling og ledelse selv innehar den nødvendige ekspertise til å anta pålitelighet og betydning av de funn som var gjort målt opp mot de kriterier som ligger til grunn for vurderingen av når opplysningene om funnene i dette konkrete tilfelle ville utgjøre innsideinformasjon. Det var blant annet selskapet selv som utformet utkast til CAB-medlemmenes formuleringer i en pressemelding og sendte disse over for eventuelle kommentarer og godkjenning. De endelige versjonene tilsvarer de som ble inntatt i børsmeldingen av 18. november.

Utgangspunktet i denne saken er etter børsens mening at det i vurdering av når det forelå innsideinformasjon må ses hen til det tidspunkt hvor etterfølgende funn og analyser ut fra selskapets vurderinger kunne indikere at det var grunnlag for i det minste å modifisere konklusjonen i børsmeldingen av 1. oktober 2010 hvor vaksinen praktisk talt var lagt død. Det vises til det som er sagt under punkt 6.3.1 i den forbindelse. Informasjonsasymmetrien oppstod således uavhengig og i forkant av tredjeparts verifiseringer av de foreliggende funnene og styrets formelle beslutningsprosedyrer knyttet til å reversere tidligere beslutning om nedleggelse.

Basert på selskapets gjennomgang av prosessen og beskrivelser knyttet til de funn som ble gjort er Oslo Børs av den oppfatning at selskapet gjennom analyser og materiale den 25. oktober og 2. november i tillegg til tidligere indikasjoner hadde konkret informasjon om positiv tolkning av data knyttet til vaksinen. Som nevnt mener selskapet selv at selskapets administrerende direktør først på kvelden fredag den 12. november antok at analyse materialet faglig sett var godt nok fundert da han mottok vurderinger av materialet basert på en sammenstilling av resultater.

Etter børsens mening var opplysningene som forelå om funnene den 12. november 2010 opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis ville benyttet som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning, jf. vphl § 3-2 (3). Det vises til at kursen i

markedet på dette tidspunktet gjenspeilte selskapets kommuniserte konklusjon om at vaksinen ikke virket og at man ville stanse utviklingen av denne. Funnene som forelå på dette tidspunktet, og som er de samme som ble kommunisert til markedet i børsmelding av 18. november, ga andre signaler og var språklig i motstrid med den konklusjonen som tidligere hadde blitt formidlet til markedet i melding av 1. oktober. En modifisering av den negative meldingen om utviklingen av vaksinen i lys av de funn som var gjort ville etter børsens mening påvirket kursutviklingen for selskapet merkbart, særlig sett i relasjon til det dramatiske kursfallet man erfarte den 1. oktober 2010.

Den 12. november 2011 må etter børsens syn derfor representere et ytterpunkt i vurderingen av når opplysningene utgjorde innsideinformasjon i verdipapirlovens forstand. Børsen kan derfor, under henvisning til det ovennevnte, ikke se bort fra at det forelå innsideinformasjon om resultatene av etteranalysene i selskapet på et langt tidligere tidspunkt.

Børsen legger etter dette til grunn at det senest den 12. november 2010 forelå meldepliktig innsideinformasjon og at selskapet således har overtrådt vphl. § 5-2 ved ikke å offentliggjøre innsideinformasjon straks.

Selskapet har anført at reanalysen ikke har rokket ved konklusjonene i forhold til det initiale målet med utvikling av Vacc-4x, dvs. å øke HIV-smittedes pasienters CD4-immuncellenivå og/eller muliggjøre at HIV-smittede pasienter kunne tas av ART-behandling. Børsen vil i den forbindelse påpeke at analyser foretatt etter børsmeldingen av 1. oktober 2010 viste at en videre utvikling av prosjektet var riktig, om enn i noe annen retning, dvs. med mål om reduksjon av virusmengde. I meldingen av 18. november fremgår det at helsemyndigheter og kliniske eksperter anser vaksinsens effekt på virusmengdenivå som klinisk viktigere for behandling av HIV-pasienter enn effekten på CD4-cellenivå. Konklusjonen som ble formidlet i meldingen av 1. oktober 2010 om at vaksinen ikke virket viste seg således å ikke medføre riktighet. Selskapet reverserte også de facto beslutningen om å legge ned utvikling av produktet i meldingen av 18. november 2010 på bakgrunn av dette.

6.4 Utsatt offentliggjøring

Selskapet anfører subsidiært at det hadde legitime interesser i å utsette offentliggjøring av innsideinformasjonen knyttet til de aktuelle observasjonene om reduksjon av virusmengde, jf. vphl. § 5-3 (1). Under denne vinkling anføres at selskapet ikke har gjort seg skyldig i annet regelbrudd enn manglende varsling av Oslo Børs om utsatt offentliggjøring, jf. verdipapirforskriften § 5-1.

Selskapet har i brev av 14. desember 2010 til Oslo Børs opplyst at det aldri ble tatt noen beslutning om utsatt offentliggjøring forut for offentliggjøring av funnene den 18. november. Følgelig er det heller ikke relevant å vurdere om det foreligger brudd på plikten til å varsle Oslo Børs om utsatt offentliggjøring, jf. verdipapirforskriften § 5-1.

7. Sanksjon

Børsen kan ilegge overtredelsesgebyr for brudd på selskapets løpende informasjonsplikt etter vphl. §§ 5-2 og 5-3, jf. vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og § 15-1 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1. Overtredelsesgebyret tilfaller statskassen, jf. vphl. § 17-4 (4) annet punktum.

Børsen har i valg og utmåling av sanksjon sett hen til avgjørelser i lignende saker. Kortvarige overtredelser av informasjonsplikten har i praksis vært sanksjonert med én til to ganger overtredelsesgebyr, jf. børsstyrets sak 25/2005 MediCult A/S, sak 39/2005 PhotoCure ASA og sak 32/2004 Stolt Offshore S.A. I de nevnte sakene er bruddet over

svært kort tid, men informasjonen var ansett til å være av særlig kurssensitiv karakter. Sakene er derfor ikke nødvendigvis umiddelbart overførbare, men gir likevel veiledning.

Tilsvarende spørsmål ble også behandlet av børsstyret i sak 32/2008 Global Geo Services ASA (Vedtak og Uttalelser 2008 s. 64). Selskapet ble ilagt et overtredelsesgebyr tilsvarende 2 ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på løpende informasjonsplikt og prospektplikt, og 2 ganger årlig kursnoteringsavgift for kortvarig brudd på børsreglenes bestemmelser, herunder varslingsplikten ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Det ble særlig lagt vekt på at GGS hadde overtrådet flere børsrettslige plikter og at det forelå to tidligere sanksjonssaker mot selskapet for brudd på løpende forpliktelser.

Fast Search and Transfer ASA ble ved børsstyrevedtak 23. april 2008 ilagt overtredelsesgebyr tilsvarende 4 ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på børsreglenes bestemmelser, herunder varslingsplikten ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Ved utmålingen la børsen særlig vekt på at overtredelsen av plikten til å melde underhånden gikk over et langt tidsrom på 2 måneder.

PA Resources ASA ble i børsstyrevedtak av 16. juni 2010 ilagt overtredelsesgebyr etter samme bestemmelse tilsvarende en gang årlig kursnoteringsavgift. Det ble tillagt særlig vekt at overtredelsen var blitt gammel og at selve bruddet var kortvarig, se Børssirkulærer, vedtak og uttalelser 2010 s 114.

Selv om sakene mot Fast Search and Transfer ASA og PA Resources ASA er sanksjonert for manglende underhåndenvarsling til Oslo Børs om utsatt offentliggjøring er faktum tilsvarende som i nærværende sak. Derfor gir utmålingen i de nevnte saker veiledning med henhold til utmåling av gebyret i denne sak.

Sevan Marine ASA ble i børsstyrevedtak 16. februar 2011 ilagt overtredelsesgebyr for brudd på selskapets løpende informasjonsplikt med 2. ganger kursnoteringsavgift. I denne saken var utsettelse av informasjonsplikten tilsvarende som i nærværende sak, men kursutslaget ved meldingen vesentlig mer beskjedent.

Børsen bemerker at det ved vurderingen av utmåling særlig er sett hen til det som må betegnes som en betydelig kursutvikling ved meldingen. I formildende retning er det tatt hensyn til at saken i faktum fremstår som svært komplisert og at det tidspunktet børsen senest legger til grunn for informasjonsplikt innebærer at selskapet har vært i brudd i en relativ kort periode.

Etter en totalvurdering kommer Oslo Børs til at overtredelsesgebyret passende settes til 2 ganger årlig kursnoteringsavgift lik 260 000 kroner.

På bakgrunn av ovenstående traff børsen følgende vedtak:

For brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 (1), ilegges BioNor Pharma ASA et overtredelsesgebyr på 2 ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 260 000 kroner, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13-1.

4.1.1.3 Sevan Marine ASA – overtredelse av løpende informasjonsplikt og forsinket offentliggjøring av informasjonsdokument (børsstyrevedtak av 14.12.2011)

1 Innledning

Saken dreier seg om Sevan Marine ASA ("Sevan Marine" eller "selskapet") har brutt

verdipapirhandelloven ("vphl.") § 5-2 (1), jf. Oslo Børs' løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, ved å unnlate å offentliggjøre informasjon om forventede kostnadsoverskridelser i forbindelse med oppgradering av en av selskapets produksjonsrigger (Sevan Voyageur) rettidig.

I tillegg relaterer saken seg til Sevan Marines brudd på Oslo Børs' løpende forpliktelser pkt. 3.5.4 ved forsinket offentliggjøring av informasjonsdokument i forbindelse med utskillelse av Sevan Drilling ASA ("Sevan Drilling") fra Sevan Marine.

2 Kort om selskapet og nyere historikk

Sevan Marine designer, bygger og drifter flytende offshore installasjoner (FPSOer). Selskapet har utviklet en sylinderformet flyteenhet som er egnet for mange typer offshore miljøer. FPSOene leies ut på lange kontrakter med operatører på oljefelt. På tidspunktet som er relevant for saken hadde selskapet tre FPSOer (FPSO Sevan Piranema, FPSO Sevan Hummingbird, FPSO Sevan Voyageur). I tillegg hadde selskapet tre FPSOer under bygging. Sevan Marine ble notert på Oslo Børs i 2004, og ledes i dag av administrerende direktør Carl Lieungh.

Ved inngangen av 2011 hadde Sevan Marine også en borerigg i drift og en borerigg under bygging. I løpet av våren 2011 gjennomførte selskapet en utskillelse av sin borevirksomhet. Denne delen av virksomheten ble lagt til selskapet Sevan Drilling hvis aksjer ble tatt opp til notering på Oslo Axess den 3. mai 2011. Sevan Marine eier i dag ca. 28,5 % av aksjene i Sevan Drilling.

3 Kostnadsoverskridelser i forbindelse med oppgradering av Sevan Voyageur

3.1 Bakgrunn

3.1.1 Utgangspunktet for saken

Den 20. mai 2011 kl. 13:26 publiserte selskapet en børsmelding med tittelen "Financial and Operational Update". Børsmeldingen inneholdt blant annet informasjon knyttet til oppetid for selskapets FPSOer, oppdatert finansiell informasjon etter utskillelsen av og IPOen i Sevan Drilling, samt opplysninger knyttet til styret og ledelsens vurdering av alternativer for å styrke selskapets finansielle posisjon, herunder muligheten for å gjennomføre en kapitalforhøyelse.

Av meldingen fremgikk det også at forventede kostnader knyttet til oppgradering av Sevan Voyageur hadde økt til USD 135 millioner. Den tidligere kommuniserte kostnadsforventningen på oppgradingsarbeidet var USD 90 millioner. Estimert kostnadsoverskridelse utgjorde således USD 45 millioner og var først og fremst knyttet til "additional steel and engineering requirements". I ettertid har selskapet meldt om ytterligere kostnadsoverskridelser i forbindelse med oppgradering av Sevan Voyageur.

3.1.2 Børsens undersøkelser

Før børsåpning 18. mai 2011 ble selskapsansvarlig ved Oslo Børs oppringt av finansdirektøren i Sevan Marine. Hun meddelte at Sevan Marine var i markedet for å forsøke å gjennomføre en garantert fortrinnsrettemisjon i størrelsesorden USD 200-300 millioner. Selskapet hadde kontaktet potensielle utvalgte investorer allerede på ettermiddagen den 16. mai, men da med tanke på å gjennomføre en rettet emisjon. Investorene som var kontaktet hadde blant annet fått opplysninger om preliminare Q1-tall for 2011, status knyttet til forventede kostnadsoverskridelser på Sevan Voyageur, og selskapets vurdering av kapitalbehovet og følgelig planene om en emisjon. Opplysningene ble vurdert å ha karakter av å være innsideinformasjon, og de aktuelle

investorene ble således satt i innsideposisjon. Informasjonen ble først utlignet ved børsmeldingen av 20. mai 2011.

Markedsovervåkingen ved Oslo Børs hadde behov for ytterligere opplysninger om prosessen, og besluttet derfor å kontakte Sevan Marine for en ny samtale per telefon. I denne samtalen ble det bl.a. spurt om hvem som hadde kjennskap til prosessen, hvilke investorer som var blitt kontaktet og hvilke rådgivere selskapet hadde benyttet. Oslo Børs ba også om å få oversendt selskapets innsidelister. På bakgrunn av telefonsamtalen besluttet Oslo Børs å følge opp med en skriftlig forespørsel til Sevan Marine, hvor selskapet bl.a. ble bedt om å redegjøre nærmere for når og på hvilken måte overskridelsen på Sevan Voyageur ble kjent for Sevan Marine, herunder en tidslinjebeskrivelse. Det ble videre bedt om en oversikt over personer som var blitt kjent med kostnadsoverskridelsen og tidspunkt for dette. Oslo Børs ba også om å få oversendt presentasjonen som var blitt benyttet overfor investorene.

Oslo Børs mottok en skriftlig besvarelse fra Sevan Marine den 13. juni 2011. Oslo Børs ba deretter om og fikk tilsendt samtlige referater fra styremøter avholdt i perioden 1. januar til 17. juni 2011.

Oslo Børs henvendte seg også til Pareto Securities, SEB Enskilda og ABG Sundal Collier som alle hadde bistått selskapet i arbeidet med å finne løsninger på selskapets kapitalbehov i perioden forut for børsmeldingen av 20. mai 2010. Disse ble blant annet forespurt om å redegjøre nærmere for oppdraget og kontakten mellom selskapet, herunder hvilken informasjon som ble formidlet fra selskapet til det aktuelle verdipapirforetaket, og videre fra verdipapirforetaket til tredjeparter som ble kontaktet i prosessen.

3.1.3 Nærmere om hendelsesforløpet

Basert på informasjon innhentet i forbindelse med Oslo Børs' undersøkelse, legger børsen til grunn følgende hendelsesforløp:

- Styret blir informert om kostnadsoverskridelsen på Sevan Voyageur første gang i styremøte 1. mai 2011. Styreleder Arne Smedal orienterer da styret om at han de siste dagene har fanget opp signaler internt i organisasjonen om potensielle kostnadsoverskridelser i forbindelse med oppgrading av Sevan Voyageur. Smedal har derfor bedt om at det i likviditetsbudsjettet legges inn en større buffer for kostnader knyttet til ferdigstilling av oppgraderingen av Sevan Voyageur. Overskridelsene har ikke tidligere blitt rapportert til styret, som pålegger selskapets nylitsatte administrerende direktør, Carl Lieungh, og administrasjonen å undersøke nærmere situasjonen rundt prosjektet og gi estimer for økte kostnader.
- I styremøte 3. mai informerer administrasjonen om at signalene om kostnadsoverskridelsene har hold og at foreløpige estimer for reviderte prosjektkostnader varierer fra USD 106 millioner til USD 145 millioner, hvilket representerer en kostnadsoverskridelse på mellom USD 16 millioner og USD 55 millioner over opprinnelig budsjett. Det opplyses om at arbeid med å sikre kvaliteten i kostnadsestimatet har blitt iverksatt.
- I styremøte av 11. mai informerer administrasjonen styret om arbeidet og kan konstatere at opprinnelig budsjett har undervurdert kompleksiteten i oppgraderingen betydelig og samtidig at estimatene for total prosjektkostnad sannsynligvis vil ende i det øvre sjiktet av omfanget fremlagt den 3. mai. Selv om ikke omfanget av kostnadsoverskridelsen er endelig bekreftet, forventes det å være av en slik vesentlig karakter at kommunikasjon til markedet er påkrevet.

Administrasjonen har etablert en prosjektgruppe som skal evaluere prosjektet og fastslå omfanget av kostnadsoverskridelsen. Selskapet forbereder en børsmelding som skal gi markedet informasjon om kostnadsoverskridelsen på Sevan Voyageur og finansiell status i Sevan Marine etter IPOen, men ønsker å kvalitetssikre opplysningene om den forventede kostnadsoverskridelsen før informasjonen går ut til markedet.

- I perioden 11. til 16. mai sirkuleres diverse utkast til investorpresentasjon og børsmelding mellom selskapet og selskapets rådgivere. I samtlige utkast til børsmelding og investorpresentasjon som sirkuleres i denne perioden fremgår det at kostnadene for oppgradering av Sevan Voyageur vil ligge på USD 135 millioner og ikke USD 90 millioner som tidligere kommunisert. Av korrespondansen fremgår det at børsmeldingen som inkluderte informasjon om kostnadsoverskridelsen i utgangspunktet var tiltenkt publisert torsdag 12. mai, og deretter mandag 16. mai før børsåpning.
- Selskapet og dets finansielle rådgivere har i perioden 11. mai til 16. mai løpende kontakt med selskapets hovedaksjonærer for å drøfte mulige transaksjonsformer for en kapitalisering av selskapet på et overordnet nivå. Selskapet har overfor Oslo Børs opplyst at dette skjedde uten at det ble utvekslet innsideinformasjon.
- På ettermiddagen den 16. mai beslutter selskapet å diskutere en konkret rettet emisjonsplan med utvalgte investorer. Den endelige investorpresentasjonen som blir benyttet i møtet med investorene inkluderer, på samme måte som utkastene, et estimat for total prosjektkostnad på Sevan Voyageur på USD 135 millioner. Selskapet har opplyst at det i møtene/samtalene med investorene ble presisert at endelig beløpsstørrelse fremdeles var gjenstand for kvalitetsvurdering. Innsidelister ble ført for mottakere av presentasjonen eller personer som aksepterte å bli satt i innsidedeposisjon.
- Av protokoll fra styremøte avholdt 17. mai fremgår det at selskapet hadde besluttet at børsmelding med informasjon om Q1-tall og kostnadsoverskridelser på Sevan Voyageur likevel ikke skulle publiseres som planlagt den 16. mai. Bakgrunnen for dette opplyses å være uklarhet rundt fakta samt at børsmeldingen ikke ville bidra til å oppklare usikkerhet rundt selskapets finansielle situasjon, men at det snarere kunne forverre situasjonen for selskapet og dets eiere i en kritisk fase hvor det ble arbeidet med å få investorer med på en kapitalforhøyelse. Med referanse til i vphl. § 5-3 besluttet selskapet derfor ikke å publisere børsmeldingen på dette tidspunkt.
- Selskapet har opplyst at de den 16. mai søkte å nå selskapsansvarlig ved Oslo Børs for å orientere om prosessen og utsatt offentliggjøring av informasjon, men at hun ikke var tilgjengelig. Selskapet varslet ikke andre ved Oslo Børs på dette tidspunktet. Selskapet fikk imidlertid kontakt med selskapsansvarlig og markedsovervåkingen ved Oslo Børs før børsåpning den 18. mai og orienterte om situasjonen.
- I styremøte avholdt 19. mai informerer administrasjonen styret om mottatt ny oppdatering fra prosjektet hvilket underbygger det tidligere estimatet på en total kostnad for oppgraderingen av Sevan Voyageur på USD 135 millioner. Det erkjennes at det fremdeles eksisterer usikkerhet når det gjelder kostnadsoverskridelsene, men at informasjonen nå er tilstrekkelig pålitelig til at overskridelsen kan kommuniseres til markedet.
- Børsmelding med oppdatert finansiell informasjon, informasjon vedrørende status med å styrke selskapets likviditet og kostnadsoverskridelsen på Sevan Voyageur

sendes ut til markedet den 20. mai 2011 kl 13:26.

3.2. Rettslig grunnlag

3.2.1 Informasjonsplikt i markedet

Etter vphl. § 5-2 (1), jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, skal børsnoterte selskaper uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder.

Innsideinformasjon er definert i vphl. 3-2 (1):

“Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.”

Definisjonen stiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses som innsideinformasjon. For det første må det dreie seg om presise opplysninger om de aktuelle finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold. Videre må opplysningene være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart. Til slutt må det dreie seg om opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

De to første hovedvilkårene i definisjonen av innsideinformasjon (dvs. kravet om at opplysningene skal være presise og påvirke kursen merkbart) er nærmere utdypet i vphl. § 3-2 (2) og (3):

“Med presise opplysninger, menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.

Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.”

Etter det første hovedvilkåret må opplysningene i det minste indikere at en omstendighet har inntruffet, eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe. Verken ordlyden, forarbeider eller praksis begrenser hva som saklig kan utgjøre en opplysning, gitt at de øvrige vilkårene er innfridd. Opplysningene må i følge vphl. § 3-2 (2), være såpass spesifikke at det kan trekkes en konklusjon om opplysningenes mulige påvirkning på prisen til det aktuelle finansielle instrumentet. Kravet loven stiller til opplysningenes presisjon er i følge forarbeidene ment å avgrense mot rykter og spekulasjoner, jf. Ot. prp. nr.12 (2004-2005) pkt. 4.5. Finanstilsynet la i forbindelse med direktivgjennomføringen til grunn at opplysninger kan være presise selv om de ikke er fullstendige, entydige, endelige eller ubetingede, forutsatt at de er tilstrekkelig spesifikke.

Det andre hovedvilkåret i definisjonen av innsideinformasjon, at opplysningene skal være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart, er i loven nærmere angitt som en “fornuftig investor test”, jf. § 3-2 (3). Etter forarbeidene er det avgjørende kriteriet i denne sammenheng hvorvidt “den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningene vekt dersom den inngikk i vedkommendes beslutningsgrunnlag”, jf.

Ot. prp. nr 12 (2004-2005) pkt. 4.5. Det er etter loven intet vilkår at kursen til de finansielle instrumentene faktisk påvirkes. Vurderingen skal således foretas "ex ante", dvs. i forkant av den aktuelle handling.

Det må vurderes konkret om en opplysning er å anse som innsideinformasjon. Vurderingen er relativ og vil kunne falle ulikt ut for forskjellige selskap og markeder.

Tilsyn og sanksjonering av reglene knyttet til offentliggjøring av innsideinformasjon i vphl. §§ 5-2 og 5-3 er delegert til Oslo Børs, jf. vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og vphl. § 15-2 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1.

3.2.2 Utsatt offentliggjøring

På nærmere vilkår kan offentliggjøringen av innsideinformasjon utsettes, jf. vphl. § 5-3:

"(1) Utsteder kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. § 3-4.

(2) Legitime interesser som nevnt i første ledd kan typisk relatere seg til:

- 1. Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring. I særdeleshet der utsteders finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent, kan offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utsteders langsiktige finansielle situasjon.*
- 2. beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av utsteders organisering, forutsatt at offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne viliede allmennhetens korrekte vurdering av forholdet."*

Innsideinformasjon som er utsatt offentliggjort skal behandles konfidensielt, jf. vphl. §§ 5-3 (1) og 3-4. Børsen har i sine løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 til 3.1.3 fastsatt regler som tilsvarende vphl. §§ 5-2, 5-3 og 3-4.

Det følger av løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3) at utsteder selskapet ved utsatt offentliggjøring uoppfordret og umiddelbart skal varsle børsen om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen. Tilsvarende plikt følger av verdipapirforskriften § 5-1. En underretning til børsen gir børsens markedsovervåkningsfunksjon anledning til å intensivere markedsovervåkingen av selskapets aksjer og anvende virkemidler i kursnoteringen som børs pause og suspensjon dersom det er grunn til å tro at noen i markedet er i ferd med å bli kjent med opplysningene.

Utsatt offentliggjøring er nærmere omtalt i børs sirkulære 3/2005 pkt. 3.6.

3.3 Selskapets anførsler

I brev til Oslo Børs av 21. november 2011 utdyper selskapet sitt syn i anledning børsens forhåndsvarsel om mulig sanksjon.

Selskapet er ikke enig i at informasjonen om kostnadsoverskridelsene i Voyageur

prosjektet var innside informasjon på tidspunktet Børsen legger til grunn, 3. mai 2011. Man begrunner sitt syn med kompleksiteten i vurderingene og at man ikke kunne kvantifisere kostnadsoverskridelsen på ett så tidlig tidspunkt. Selskapet anfører at børsen i sin vurdering legger for stor vekt på ordlyden i styrevedtaket av 3. mai 2011. Det er for kortfattet og må leses i lys av de for styret manglende fakta om overskridelsene. Det hitsettes fra selskapets brev ;

"Etter vår oppfatning synes Oslo Børs å legge for mye i det kortfattede utsagnet i styrereferatet fra 3. mai.

Utgangspunkt må tas i at man tidsmessig befinner seg bare to dager etter at styret for første gang har fått høre om muligheter for kostnadsoverskridelser, og da ikke på ordinært og forberedt vis fra administrasjonen, men ved gjengivelse av rykter fanget opp av styreleder like i forkant av styremøtet. Gitt kompleksiteten i vurderingen av kostnadsestimatene, se pkt. 2.2 ovenfor, sier det seg selv at administrasjonen kun to dager senere på ingen måter vil ha noe bestryket grunnlag for å gi noen form for kvalifisert vurdering av kostnadsestimatene. Etterfølgende styrereferater bekrefter da også at administrasjonen igangsatte noe helt annet enn en 1-2 dagers prosess. Av referatet fra styremøte 11. mai 2011 fremgår det at administrasjonen har etablert en prosessgruppe som skal evaluere prosjektet og fastslå omfanget av kostnadsoverskridelsen. Det fremgår av referat fra styremøte 19. mai 2011 at det er gitt en "oppdatering" fra denne prosessgruppen, hvilket vel kan indikere at selv på dette tidspunkt har gruppen langt fra avsluttet sitt arbeid.

Utsagnet i referatet fra styremøtet 3. mai 2011 er altså på ingen måte noe resultat av arbeidet til prosessgruppen som ble opprettet. Det kan følgelig ikke legges til grunn at MUSD 106-145 var noe etablert intervall; det eneste som sies er at det er konstatert ulike indikasjoner, og at disse varierer fra MUSD 106 til 145. Verken MUSD 106 eller 145 var imidlertid identifisert som holdbare ytterpunkter for noe intervall. På denne bakgrunn blir det etter vår oppfatning misvisende når børsen taler om at "Dette må gjelde selv om Sevan Marine på det aktuelle tidspunktet ikke hadde full oversikt over omfanget av kostnadsoverskridelsene". Selskapet manglet ikke bare "full oversikt", men enhver oversikt som kunne gi grunnlag for noen mer presis oppfatning om kostnadsoverskridelser. En eventuell melding på dette tidspunkt måtte derfor ha gått ut på at selskapet fryktet kostnadsoverskridelser, men foreløpig ikke hadde grunnlag for å kunne bekrefte dette, langt mindre hva eventuelle kostnadsoverskridelser ville beløpe seg til. Dette er ikke presise opplysninger, og det er ikke noe en fornuftig investor kunne ha vektlagt i sine investeringsbeslutninger.

Selskapet deler på denne bakgrunn ikke den oppfatning at det forelå innsideinformasjon om kostnadsoverskridelser på Voyageur-oppgraderingen den 3. mai 2011".

Sevan legger videre til grunn at mangelen på presisjon fører til at selskapet også i perioden 3 til 20. mai er avskåret fra å melde om overskridelsene til markedet. Styret tar i styremøte den 11. mai nye grep for å fastslå størrelsen på overskridelsene. Heller ikke på dette tidspunkt anser selskapet at det er gjennomført tilstrekkelige undersøkelser til å kunne konstatere at det vil bli kostnadsoverskridelser i slikt omfang at det vil være omfattet av selskapets informasjonsplikt.

Også i styremøtet den 19. mai 2011 gir inntrykk av usikkerhet rundt anslagene slik at man valgte å ikke sende melding. Meldingen om overskridelsene ble sendt 20. mai til markedet og det poengteres at også denne var prematur idet anslagene etter hvert er

justert. Selskapet har i arbeidet vært klar over sine forpliktelser til markedet og mener referater og dokumentasjon fra Sevan Marine i den vanskelige perioden viser dette. Det hitsettes fra selskapets kontradiksjons brev;

"Prosjektgjennomgangen fortsatte også etter at meldingen om kostnadsoverskridelse ble sendt den 20. mai 2011. Denne gjennomgangen resulterte i at det allerede 11. juli 2011 var behov for ytterligere endringer i estimatet. Selskapet meldte nå at antatt kostnad ved oppgraderingen var USD 160-170 millioner. I etterpåklokskaps lys ville det følgelig kanskje vært mer nærliggende å spørre om prosjektgjennomgangen burde vært brakt videre før noen melding ble sendt, enn å spørre om den burde vært sendt tidligere enn 20. mai, og altså på et enda svakere grunnlag.

Gitt kompleksiteten i de vurderinger som måtte gjøres, synes det strengt om man i ettertid skulle overprøve de vurderinger selskapet foretok i en svært vanskelig situasjon. Dokumentasjonen viser at selskapets styre og administrasjon var høyst oppmerksomme på sine plikter som børsnotert selskap, og at det var behovet for en viss forsvarlighet i prosjektgjennomgangen som var styrende for informasjonsvurderingen."

På denne bakgrunn mener Selskapet at det ikke forelå innsideinformasjon på et slikt tidspunkt at meldingen av 20. mai 2011 representerer brudd på selskapets informasjonsplikt.

I den utstrekning Oslo Børs likevel skulle komme til at det forelå meldepliktig innsideinformasjon tidligere enn 20. mai 2011 anfører selskapet subsidiært at man hadde rett til utsatt offentliggjøring. Det hitsettes fra kontradiksjonsbrevet fra selskapet;

"Hvis børsen skulle mene at innsideinformasjon forelå tidligere enn 20. mai, og da vel antakelig fra 16. mai av, oppstår spørsmålet om selskapet hadde rett til å utsette offentliggjøring av informasjonen, se vphl. 5-3 og løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 til 3.1.3. På basis av beslutning fattet 16. mai, kontaktet nemlig selskapet børsen før åpning den 18. mai og orienterte om situasjonen".

"På det angjeldende tidspunkt befant Sevan Marine ASA seg i en akutt økonomisk situasjon. Selskapet var nødt til å styrke egenkapitalen for å kunne oppfylle sine løpende forpliktelser. Omfanget av kapitalbehovet berodde til dels på hvilke kostnader som oppgraderingen av Voyageur ville kreve. En ukvalifisert melding om kostnadsoverskridelser uten tilstrekkelig fundert tallangivelse, ville altså samtidig fremstå som en melding om et uavklart kapitalbehov. Slik selskapet vurderte det, også på basis av den dialog som fant sted med enkelte av de største aksjonærene og noen andre potensielle investorer, ville en slik melding hatt potensiale til å fjerne hele grunnlaget for å kunne få tilført ny egenkapital. Det skulle derfor være rimelig klart at en tidligere offentliggjøring kunne ha skadet selskapets legitime interesser."

Etter dette mener selskapet at man ikke har brutt en eventuell informasjonsplikt da man ville ha kunnet påberope seg utsatt offentliggjøring. Man bemerker dog at denne beslutningen ikke ble meddelt børsen før om morgenen 18. mai. 2011 og med utgangspunkt i en antatt meldepliktsdato den 16. mai 2011 er dette ikke ett alvorlig brudd.

3.3 Børsens vurdering

For å kunne konkludere i spørsmålet om Sevan Marine har brutt sin informasjonsplikt, jf. vphl. § 5-2, må det vurderes om opplysningene om kostnadsoverskridelsene på Sevan

Voyageur utgjorde innsideinformasjon som definert i vphl. § 3-2 før forholdet ble offentliggjort ved børsmelding 20. mai 2011. Opplysningene om kostnadsoverskridelsene var ikke offentlig tilgjengelige eller allment kjent i markedet. Spørsmålet er da om, og i så tilfelle på hvilket tidspunkt, informasjonen utgjorde presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart.

Den 1. mai ble styret første gang orientert om at det verserte rykter internt i organisasjonen om potensielle kostnadsoverskridelser på oppgraderingen av Sevan Voyageur.

I Sevans styremøte 3. mai kunne administrerende direktør informere styret om at "signalene om kostnadsoverskridelser dessverre har hold". Oslo Børs anser at selskapet på dette tidspunktet hadde presise opplysninger om at det kunne forventes betydelige kostnadsoverskridelser på Sevan Voyageur. Dette må gjelde selv om Sevan Marine på det aktuelle tidspunktet ikke hadde full oversikt over omfanget av kostnadsoverskridelsene.

Det vises til at kravet loven stiller til opplysningenes presisjon er ment å avgrense mot rykter og spekulasjoner, og at opplysningene dermed kan være presise selv om de ikke er fullstendige, endelige, ubetingede eller entydige, forutsatt at de er tilstrekkelig spesifikke til å trekke en konklusjon om den mulige påvirkningen på kursen. Det ingen tvil om at opplysninger om betydelige kostnadsoverskridelser på en av selskapets FPSOer ville kunne medføre et negativt kursutslag for selskapets aksje. Etter børsens mening forholdt Sevan Marine seg den 3. mai 2011 ikke lenger til ett rykte om overskridelser, men ett faktum.

Usikkerhet og variasjon knyttet til estimatene når det gjaldt størrelsen på kostnadsoverskridelsen vil ha betydning for vurderingen av på hvilket tidspunkt opplysningene var egnet til å påvirke kursen merkbart. Dette spørsmålet kan også formuleres som et spørsmål om på hvilket tidspunkt det var sannsynlig at en fornuftig investor ville benytte opplysningene som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

Etter Oslo Børs' vurdering får selskapets anstrengte finansielle situasjon på det aktuelle tidspunkt direkte betydning for vurdering av dette spørsmålet. Selskapet hadde allerede på styremøte 27. april erkjent et kapitalbehov i størrelsesorden USD 200-300 millioner etter at selskapet hadde mislykkes med å foreta det planlagte nedsalget av Sevan Marines aksjer i Sevan Drilling i forbindelse med IPOen. Sevan Marine var i krise. Når styret så ble informert 1. mai om potensielle kostnadsoverskridelser på Sevan Voyageur, tallfestet i styremøte 3. mai til å være i størrelsesorden USD 16-55 millioner, mener Oslo Børs at det på dette tidspunkt hadde oppstått et forhold av en slik karakter at informasjonen skulle meddeles markedet.

På bakgrunn av selskapets øvrige finansielle situasjon mener Oslo Børs at selv om beløpet skulle vise seg å være i nedre del av overslaget ville det vært betydelig og egnet til å påvirke prisingen på selskapet merkbart.

Det er således Oslo Børs vurdering at selskapet den 3. mai 2011 hadde innsideinformasjon knyttet til kostnadsoverskridelsene som skulle vært meddelt markedet. Dette selv om selskapet på dette tidspunktet ikke hadde oversikt over det endelige kostnadsomfanget. Det vises i denne forbindelse til at selskapet heller ikke i børsmeldingen av 20. mai hadde slik endelig oversikt. Kostnadsoverskridelsene som da ble meldt var på USD 45 millioner.

I senere meldinger har det estimerte omfanget av kostnadsoverskridelsene økt betydelig til USD 80-100 millioner. Dette tydeliggjør utfordringene ved å fastslå det endelige

omfanget av kostnadsoverskridelsen.

Undertiden viser børsen til at selskapet allerede kort tid etter 3. mai, og over to uker før underhåndenmelding til børsen og senere offentliggjøring av innsideinformasjon, opererer med et tall som ligger i øvrige sjiktet av det opprinnelige estimatintervallet gitt i styremøte 3. mai. Det vises til at det i utkast til børsmelding og i utkast til investorpresentasjoner som ble sirkulert fra 11. -12. mai var inntatt informasjon om en kostnadsoverskridelse på USD 45 millioner på Sevan Voyageur, som er identisk med beløpet som ble presentert i børsmelding av 20. mai. I styremøtet avholdt 11. mai erkjenner også selskapet at omfanget av kostnadsoverskridelsen vil være betydelig, og av en slik karakter at det måtte meddeles markedet. Børsen har således grunn til å tro at selskapet i en tid forut for børsmeldingen av 20. mai hadde klare indikasjoner på at kostnadene ville beløpe seg til rundt USD 45 millioner selv om det konkrete beløp ikke var kvalitetssikret.

Oslo Børs registrerte et relativt kraftig kursfall i perioden 27. april til 20. mai 2011 frem til datoen da Sevan Marine publiserte en oppdatering om forholdene rundt overskridelsen og den foreslåtte emisjonen. Meldingen medførte at aksjekursen falt ytterligere 28,6 % fra åpning og 27,8 % fra sist omsatt dagen i forveien. Omsetningsvolumet denne dagen var i overkant av 100 millioner aksjer, til sammenligning lå omsetningsvolumet i perioden 1. mai til 20. mai mellom 4 og 24 millioner aksjer.

Selv om kriteriet "egnet til å påvirke kursen merkbart" ikke innebærer at det må påvises et faktisk kursutslag, mener Oslo Børs at den kraftige kursutviklingen styrker vurderingen av at opplysningene om overskridelsen var av betydelig kurssensitiv karakter.

Selskapet traff i styremøte den 16. mai med henvisning til vphl. § 5-3 en beslutning om utsatt offentliggjøring av informasjon om kostnadsoverskridelser på Sevan Voyageur. Selskapet forsøkte å varsle selskapsansvarlig på Oslo Børs 16. mai 2011, men oppnådde ikke kontakt og det ble på dette tidspunktet ikke forsøkt oppnådd kontakt med andre på Oslo Børs. Oslo Børs ble imidlertid informert om beslutningen før børsåpning den 18. mai.

Beslutningen i styremøte om utsatt offentliggjøring ble tatt nesten to uker etter tidspunktet hvor det etter Oslo Børs' vurdering forelå innsideinformasjon om kostnadsoverskridelsen, dvs. senest 3. mai. Oslo Børs er ikke kjent med at det ble fattet en beslutning om utsatt offentliggjøring den 3. mai, og ble på dette tidspunktet heller ikke underrettet om at selskapet hadde fattet slik beslutning. I vurderingen av om det foreligger brudd på informasjonsplikten etter vphl. § 5-2 er det etter børsens oppfatning derfor ikke nødvendig å ta stilling til om vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt på det tidspunktet det etter børsens vurdering forelå innsideinformasjon om kostnadsoverskridelsene på Sevan Voyageur, jf. vphl. § 5-3.

4 Forsinket offentliggjøring av informasjonsdokument

4.1 Nærmere om plikten til å offentliggjøre informasjonsdokument

Det følger av børsens løpende forpliktelser punkt 3.5.1 at et selskap som inngår avtale om en transaksjon som innebærer en endring på mer enn 25 prosent målt opp mot nærmere angitte kriterier, skal utarbeide og offentliggjøre et informasjonsdokument. Informasjonsdokumentet skal blant annet inneholde en beskrivelse av selskapet og av transaksjonen og den virksomhet eller eiendelen transaksjonen omfatter. Videre skal dokumentet redegjøre for transaksjonens betydning for selskapets inntjening, eiendeler og forpliktelser. Dette anses som viktig informasjon for selskapets aksjonærer og markedet for øvrig.

Informasjonsdokumentet skal offentliggjøres så snart som mulig etter at avtale er inngått, og senest innen børsåpning den 20. børsdag etter dette tidspunkt, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.5.4. Børsen kan i særlige tilfeller gi forlengelse av fristen for noen av eller alle de opplysninger som kreves inntatt i informasjonsdokumentet, jf. pkt. 3.5.4 (2), jf. pkt. 3.4.3 (3). Slik forlenget frist var ikke gitt i denne saken.

4.2 Nærmere om hendelsesforløpet

Etter utskillelsen av borevirksomheten var Sevan Marine forpliktet til å publisere et informasjonsdokument så snart som mulig og senest innen børsåpning den 20. børsdag etter at "avtale om utskillelse av borevirksomheten" var inngått. Selskapets selv ved selskapets juridiske rådgivere vurderte at fristutgangspunktet var den 27. april, dvs. dato for børsstyrets vedtak om notering av Sevan Drillings aksjer, og følgelig at fristen for publisering av informasjonsdokumentet utløp den 26. mai. Oslo Børs tiltrådte denne vurderingen. Fristen ble tydelig kommunisert til selskapet og selskapets rådgivere flere ganger underveis i selve saksbehandlingen, uten at det ble søkt om og innvilget fristforlengelse. Likevel ble ikke informasjonsdokumentet ferdigstilt og publisert i børsmelding før den 18. juli 2011, dvs. nærmere åtte uker etter utløpet av fristen.

4.2 Selskapets anførsler

Vedrørende offentliggjøringen av informasjonsdokument er selskapet enig i de nøkkeldata børsen presenterer og erkjenner at det objektivt sett foreligger en ikke ubetydelig fristoverskridelse. Man anfører likevel at forutsetningene for IF dokumentet stadig forandret seg og gjorde publisering vanskelig. Det hitsettes fra kontradiksjonsbrevet fra selskapet;

"Som det fremgår av det ovenstående, har det altså på ingen måte vært slik at selskapet har ignorerte sin plikt til å publisere informasjonsdokument. En særdeles vanskelig finansiell stilling gjorde at situasjonen stadig endret seg, slik at det fortløpende måtte gjøres nye vurderinger mht. informasjonsdokumentets innhold. I sær gjaldt dette i forhold til den finansielle informasjonen, derunder forholdet til lånevilkår o.l."

4.3 Børsens vurdering

Etter børsens vurdering utgjør fristoverskridelsen for publisering av informasjonsdokument på syv og en halv uke et vesentlig brudd på børsens løpende forpliktelser. Stadig ny utvikling er ikke en beskyttelsesverdig interesse som kan tilside sette selskapets forpliktelse til å publisere informasjonsdokument, en forpliktelse som er spesielt viktig under restrukturering av ett selskap i en vanskelig finansiell situasjon. Det bemerkes at Børsen til tross for gjentatt kommunikasjon av fristen, aldri mottok noen søknad om forlengelse.

5 Sanksjon

Børsen kan ilegge overtredelsesgebyr for brudd på selskapets løpende informasjonsplikt etter vphl. §§ 5-2 og 5-3, jf. vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og § 15-1 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1. Overtredelsesgebyret tilfaller statskassen, jf. vphl. § 17-4 (4) annet punktum. Det følger også av børsforskriften § 31 og børsens løpende forpliktelser pkt. 15.4 at børsen kan ilegge overtredelsesgebyr ved vesentlige brudd på børsens regler, herunder brudd på pkt. 3.5.4 om plikten til rettidig offentliggjøring av informasjonsdokument.

Børsen har i valg og utmåling av sanksjon sett hen til avgjørelser i lignende saker vedrørende brudd på informasjonsplikten. I sak 32/2008 Global Geo Services ASA

(Vedtak og Uttalelser 2008 s. 64) ble selskapet ilagt et overtredelsesgebyr tilsvarende to ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på løpende informasjonsplikt og prospektplikt, og to ganger årlig kursnoteringsavgift for kortvarig brudd på børsreglens bestemmelser, herunder varslingsplikten ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Det ble særlig lagt vekt på at GGS hadde overtrådet flere børsrettslige plikter og at det forelå to tidligere sanksjonssaker mot selskapet for brudd på løpende forpliktelser.

Fast Search and Transfer ASA ble ved børsstyrevedtak 23. april 2008 ilagt overtredelsesgebyr tilsvarende fire ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på børsreglens bestemmelser, herunder varslingsplikten ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Ved utmålingen la børsen særlig vekt på at overtredelsen av plikten til å melde underhånden gikk over et langt tidsrom på to måneder.

PA Resources ASA ble i børsstyrevedtak av 16. juni 2010 ilagt overtredelsesgebyr for brudd på varslingsplikten ved utsatt offentliggjøring tilsvarende én gang årlig kursnoteringsavgift. Det ble blant annet tillagt vekt at det hadde gått lang tid mellom overtredelsen og ileggelse av sanksjon.

Selv om sakene mot Fast Search and Transfer ASA og PA Resources ASA er sanksjonert for manglende underhåndenvarsling til Oslo Børs om utsatt offentliggjøring er faktum sammenlignbart med nærværende sak. Derfor gir utmålingen i de nevnte saker veiledning med henhold til utmåling av gebyret i denne sak.

Bionor Pharma ble i 2011 sanksjonert for overtredelse av informasjonsplikten, som resultat av en trinnvis prosess. Selskapet ble ilagt et overtredelsesgebyr på to ganger årlig kursnoteringsavgift. I vurderingen av utmåling ble det særlig sett hen til at saken dreide seg om særdeles kurssensitive opplysninger. I formildende retning ble det vektlagt at sakens faktum fremstod som svært komplisert og at det tidspunktet børsen senest la til grunn for informasjonsplikt innebar at selskapet hadde vært i brudd i en relativ kort periode.

I skjerpene retning bemerkes at Sevan Marine tidligere i år er sanksjonert for brudd på informasjonsplikten i en tilsvarende sak. Saken gjaldt for sen offentliggjøring av opplysninger om nedetid på en av selskapets borenheter. Sevan Marine ble i børsstyrevedtak av 16. februar 2011 ilagt overtredelsesgebyr på to ganger kursnoteringsavgiften for brudd på selskapets løpende informasjonsplikt. Den aktuelle overtredelse av informasjonsplikten relaterer seg til primo mai 2011, kort tid etter Børsens forrige reaksjon i anledning selskapets informasjons håndtering til markedet. Individual og allmenn preventive hensyn tilsier en streng reaksjon ved repeterte overtredelser.

Oslo Børs registrerte i perioden etter meldingen den 25. mars 2011 om utskillelse av Sevan Drilling fra selskapet et relativt kraftig fall i aksjekursen til Sevan Marine. Etter at opplysninger om kostnadsoverskridelsene og prosesser knyttet til kapitalinnhenting ble kjent for markedet den 20. mai, fant børsen det nødvendig å gå gjennom handler som var gjort i forkant av offentliggjøringen. Dette resulterte i en rapport til Finanstilsynet vedrørende mistanke om ulovlig innsidehandel. Oslo Børs bemerker også at det fra selskapets og rådgiveres innsidelister fremkommer at 150 navn var oppført på innsidelister i perioden før markedet ble underrettet om kostnadsoverskridelsene og arbeidet med kapitalinnhenting. Oslo Børs anser at det foreligger en fare for lekkasjer når et så stort antall mennesker besitter innsideinformasjon om selskapet.

Selskapet har i perioden vært i en svært utfordrende finansiell situasjon preget av krisehåndtering. Børsen vil bemerke at det nettopp i er slike situasjoner særlig viktig at børsnoterte selskap utøver en korrekt håndtering av innsideinformasjon. Det er avgjørende for markedets integritet at forpliktelser knyttet til rettidig offentliggjøring av

innsideinformasjon etterleves hos utstederne.

Ved utmålingen og sanksjon av bruddet på Oslo Børs løpende forpliktelser pkt. 3.5.4 ved å unnlate å rettidig offentliggjøre informasjonsdokument i forbindelse med utskillelse av Sevan Drilling ASA ("Sevan Drilling") fra Sevan Marine vises det til at det er tale om en overtredelse over lang tid av en tydelig kommunisert og forhåndsklarert frist. Oslo Børs har også ved en tidligere anledning sanksjonert en utsteder for brudd på løpende forpliktelser pkt. 3.5.4. Copeinca ASA ble i børsstyresak av 23. april 2008 ilagt overtredelsesgebyr tilsvarende to ganger kursnoteringsavgift for brudd på informasjonsplikten, forsinket prospekt og manglende offentliggjøring av utvidet melding og informasjonsdokument ved to anledninger. I formildende retning når det gjaldt sistnevnte overtredelser ble det sett hen til at reglene om publisering av utvidet melding og informasjonsdokumentet var relativt nye på tidspunktet da transaksjonene ble gjennomført.

Etter en totalvurdering settet overtredelsesgebyr passende til

1. overtredelsesgebyr for brudd på selskapets løpende informasjonsplikt etter vphl. §§ 5-2 og 5-3, jf, vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og § 15-1 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1 settes til 6 ganger årlig kursnoteringsavgift av kr. 205 325,- lik 1 231 950 kroner
2. overtredelsesgebyr for brudd på offentliggjøring av informasjonsdokument jfr. løpende forpliktelser pkt. 3.5.4 jfr. pkt. 15.4 og børsforskriften § 31 settes til 1 ganger årlig kursnoteringsavgift lik 205 325 kroner

4.1.2 Kritikkbrev/Generell veiledning

4.1.2.1 Dolphin – informasjonsplikt i forbindelse med reparasjonsemisjon (e-post av 11.1.2011)

Det vises til Dolphins børsmelding av 8. desember der selskapet annonserer den rettede emisjonen og reparasjonsemisjonen (her er børsmeldingen: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=272403>). Det fremgår av meldingen at reparasjonsemisjonen skal være på maksimum USD 2 millioner.

På bakgrunn av denne meldingen ble selskapet kontaktet av børsen, hvor vi ba selskapet gi utfyllende informasjon for ex dato, med antall aksjer og kurs.

Deretter distribuerte Dolphin en ny børsmelding, 10. desember 2010 kl 08:05 på morgenen (se link: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=272503>).

Av denne børsmeldingen fremgår det at styret i selskapet foreslår å gjennomføre en etterfølgende reparasjonsøvelse mot de aksjonærene i Dolphin som ikke fikk delta eller ikke ble invitert til å delta i den rettede emisjonen omtalt i samme børsmelding. Det fremgår imidlertid ikke nærmere hvilket antall aksjer det var tale om i reparasjonsemisjonen.

(Vi nevner også for ordens skyld at børsen selv sendte ut en børsmelding kl 08:33 samme dag, (se link <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=272517>) hvor det gikk frem at aksjene noteres eksklusiv rett til å delta i reparasjonsemisjonen, fra og med samme dag).

Børsen tok kontakt med selskapet på morgenen 10. desember, da det fortsatt ikke fremkom av børsmeldingene fra selskapet hvilket antall (maksimalt) aksjer som ville bli emittert i reparasjonsemisjonen. Selskapet henviste da til meldingen den 8. desember

hvor det fremkom at de hadde informert om at den påfølgende emisjonen skulle være maksimum USD 2 millioner. Imidlertid, denne meldingen inneholdt ikke valutakurs og det var av den grunn ikke mulig å beregne utvanningen.

Etter at børsen kontaktet selskapet enda en gang på formiddagen 10. desember ble det lagt ut en presiserende børsmelding (se <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=272532>), hvor det fremgikk det maksimale antallet aksjer som reparasjonsemisjonen skulle omfatte var inkludert.

Det vises i denne sammenheng til løpende forpliktelser pkt. 3.2, annet ledd, hvor det fremgår at slike meldinger skal inneholde nødvendig informasjon som gjør det mulig å beregne virkningen av slike transaksjoner (her altså reparasjonsemisjonen). Antall aksjer er i denne sammenhengen svært viktig for at investorene skal være i stand til å regne på den økonomiske verdien av den rettigheten som aksjonærene tildeles, når disse får være med på reparasjonsemisjonen.

Vi ønsker i denne sammenheng kun å presisere at det er viktig at slike børsmeldinger inneholder nødvendig informasjon som gjør det mulig å beregne virkningen av slike transaksjoner, slik det fremgår av Løpende forpliktelser kap 3.2, andre avsnitt. Når slik informasjon mangler, blir prisingen av aksjene usikker. Vi ber derfor om at selskapet sørger for å ha bedre rutiner for slike børsmeldinger i fremtiden.

Såfremt selskapet har noen kommentarer til dette, så ta gjerne kontakt med undertegnede.

4.1.2.2 Fairstair Heavy Transport – Private Placement (brev av 14.1.2011)

For the facts of the case we refer to the correspondence between Oslo Børs and Fairstar Heavy Transport ("Fairstar") in the period November 10 to December 17 2010.

Oslo Børs has assessed whether Fairstar has breached the continuing obligations for listed companies section 3.1.2 third paragraph and the Regulations to the Securities Trading Act section 5-1 by not giving the exchange promptly notification of the private placement agreement with Indofin. The notification should at the latest have been given to the exchange before the start of trading on Monday November 8.

After a complete assessment Oslo Børs find reason to criticize the company's information handling in regard to the private placement.

The exchange deems that the private placement with Indofin was inside information on Friday November 5 2010 when Indofin agreed to purchase the shares, even though certain conditions had to be met. If this happened after the exchange had closed, this should have been made public on Monday morning November 8. If the company on Monday morning deemed that a publication would damage the process with Indofin, the company would have legitimate reasons to delay publication cf. Securities Trading Act section 5-3 and Continuing Obligations 3.1.2. However the exchange should have been made aware of such a delayed publication cf. Regulations to the Securities Trading Act section 5-1 and Continuing Obligations 3.1.2 (3). Oslo Børs notes that the company is of a different opinion. In relation to this Oslo Børs refers to a sanction case by the Stock Exchange Board April 23 2008 (translation done by the exchange):

"The exchanges assessment was that the precise plans and negotiations at this point represented such opportunities for a take-over, that they are deemed to be sufficient enough to be "precise" and therefore inside information. The fact that there was still uncertainty whether the counterpart would go through with the offer and that alternative methods of cooperation was discussed, does not entitle,

in the exchanges opinion, that the negotiations were not inside information, cf. the general remarks in point 4.2 above. This has however bearing on whether or not the company could delay publication of the information cf. below. It should be emphasized that the terms of the regulation is met even before the parties have begun with what they refer to as real negotiations where for example price was discussed."

Normally these cases will involve a right to delayed publication cf. Securities Trading Act section 5-3. In this particular matter it is clear to Oslo Børs that the agreement on Friday November 5 would have influenced the share price. In addition the board's decision on Saturday November 6, shows that the information is of a precise nature. It is in the exchanges opinion that a reasonable investor would use this information in his or hers investment decisions.

The exchange would like to takes this opportunity to remind the company that it is sufficient that one or more circumstances or events have occurred or may occur for it to be information of a precise nature. In processes which are conducted in steps, each step of the process could represent inside information in itself.

It is important that the notification obligations to the exchange are upheld. Knowledge of these circumstances will frequently influence the share price and it is vital that the Market Surveillance department has information of these processes to better understand the market and the specific movements in the shares prices cf. continuing obligations 3.1.2.

With this letter the matter is concluded at the exchange.

4.1.2.3 Emisjon i Eitzen Maritime Services ASA (brev av 2.2.2011)

Det vises til korrespondanse 20. desember 2010 samt telefonsamtaler 17. desember 2010.

Oslo Børs har undersøkt og konkludert vedrørende fire hendelser som relateres til Eitzen Maritime Services (Eitzen) informasjonsplikt.

1. I forbindelse med konvertering av 45 686 224 aksjer i mai 2010 ble disse aksjene ikke tatt opp til notering før 23. desember 2010 i forbindelse med godkjenning av prospekt. Dette er et brudd på løpende forpliktelser punkt 11.4 (1) ettersom aksjene ikke kan sies å være tatt opp til handel uten "ugrunnet opphold" etter at de var registrert i Foretaksregisteret 15. september. Oslo Børs er også informert om at selskapet avbrøt prospektgodkjenning av disse aksjene i september 2010.
2. I forbindelse med de ovenstående aksjene, ble disse registrert i Foretaksregisteret 15. september uten at selskapet meldte dette til markedet jf. løpende forpliktelser punkt 11.4 (2).
3. I forbindelse med 3. kvartalsrapporten ble det gjennomført en revisjon av kvartalstallene. Denne revisjonen var ferdig i etterkant av at rapporten var offentliggjort. Selskapet offentliggjorde ikke revisjonsrapporten ihht. verdipapirforskriften § 5-5 (4). Oslo Børs er av den oppfatning at denne skulle vært offentliggjort så snart den forelå. Det er allikevel formildende at konklusjonen i revisjonsrapporten var tatt inn i kvartalsrapporten. Revisjonsrapporten ble offentlig i forbindelse med prospektet godkjent 23. desember.
4. 6. desember ble Eitzen handlet ex reparasjonsemisjon uten at selskapet

offentliggjorde antall aksjer som reparasjonsemisjonen skulle omfatte. Konsekvensen av dette ble at markedsaktørene ikke kunne regne på utvanningseffekten av emisjonen noe som er et brudd på løpende forpliktelser punkt 3.2 (2). Selskapet offentliggjorde de nødvendige opplysningene kl. 13:25 samme dag.

Oslo Børs har vurdert om forholdene totalt sett egner seg for sanksjon fra børsens styre. Selv om hvert enkelt forhold kanskje ikke fremstår som sanksjonssak isolert, er omfanget av brudd på bestemmelsene kvalifisert. Børsen finner etter en totalvurdering å ikke be om sanksjon fra styret, men begrense seg til kritikk av selskapets informasjonspliktshåndtering i forbindelse med de ovenstående punktene. Bakgrunnen for dette er primært at forholdene enten har pågått over tid uten at børsen har reagert og at selskapet har rettet seg etter børsens anvisninger. En benytter likevel anledningen til å minne om at aksjenes frie omsettelighet, markedets behov for informasjon om utestående aksjer, revisors forbehold og mulighet for å beregne utvanningseffekter i transaksjoner er sentrale forhold i prisingen av selskapet aksjer.

Oslo Børs vil derfor ved denne henvendelsen be om at selskapet revitaliserer sine rutiner for å forhindre at slike forhold gjentas i fremtiden. Børsen vil i sakens anledning be selskapet om et møte slik at vi kan gå gjennom de aktuelle forholdene i brevet og i samarbeid med selskapet sikre at gode rutiner er implementert. Saken er med dette brev avsluttet hos oss.

4.1.2.4 Informasjonsplikt utenom børsens åpningstid – kontakt med media (brev av 21.2.2011)

Oslo Børs presiserer for ordens skyld at innholdet i dette brevet ikke er å anse som en ny tolkning av gjeldende regelverk, men en påminnelse av den tolkning Oslo Børs tidligere har kommunisert. Dette brevet erstatter tilsvarende brev sendt alle børskontakter 4. mai 2007.

Oslo Børs har mottatt flere henvendelser vedrørende offentliggjøring av innsideinformasjon utenom børsens åpningstid. Bakgrunnen for disse henvendelsene er å avklare hvordan offentliggjøring av innsideinformasjon kan skje i denne perioden. Oslo Børs har også i forlengelse av dette observert en del hendelser hvor innsideinformasjon er gitt til media i forkant av offentliggjøring.

Plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon er nedfelt i verdipapirhandelloven (vphl) § 5-2 jf. løpende forpliktelser punkt 3.1.1 (1) og obligasjonsreglene og ABM reglene punkt 3.2.1.1 (1). Fremgangsmåten for offentliggjøring fremgår av vphl § 5-12 jf. løpende forpliktelser punkt 5.1 og obligasjonsreglene og ABM reglene punkt 3.5.1. I børssirkulære 18/2007 punkt 4 fremgår det at børsen mener at offentliggjøringen kun trenger å skje i børsens åpningstid. Forhold som oppstår etter at børsen har stengt vil være offentliggjort iht. vphl §§ 5-2 og 5-12 så sant det skjer før børsen åpner påfølgende dag. Selv om kravet til offentliggjøring av informasjon gjelder i børsens åpningstid er det mulig å offentliggjøre utenom åpningstiden men dette må gjøres på en effektiv og ikke diskriminerende måte. Oslo Børs NewsPoint er åpent 24 timer i døgnet.

Som nevnt over har børsen registrert at aviser har tilgang til innsideinformasjon før forhold offentliggjøres i meldinger og da ofte samme morgen som meldingen offentliggjøres. Børsen ønsker i den forbindelse å minne om at det er lagt begrensninger på hvem som kan motta innsideinformasjon i vphl § 3-4. Som et utgangspunkt gjelder det en streng taushetsplikt for alle som besitter innsideinformasjon. Følgelig kan den som innehar innsideinformasjon ikke gi slike opplysninger til uvedkommende.

Det sentrale i vurderingen er da hvem som er rette vedkommende til å motta

innsideinformasjon. I vurderingen kan blant annet følgende utdrag fra Finanstilsynets rundskriv 9/2009 fremheves.

Bestemmelsen skal sikre at det kun er personer med et saklig og velbegrunnet behov for innsideinformasjon som gis tilgang til slike opplysninger. Dette gjelder både internt i selskapet og overfor eksterne. Hvem som er vedkommende for informasjonen må vurderes konkret. Det er viktig at ansatte i utstederselskap mv. har et bevisst og kritisk forhold til hvem som er rett vedkommende for innsideinformasjon.

Slik børsen ser det er det ingen saklig grunn for pressen å motta innsideinformasjon før andre aktører i markedet. Ved å gi opplysninger til uvedkommende åpnes det for misbruk. Denne misbruksmuligheten er spesielt stor i forhold til journalister i trykte medier ettersom det kan ta lang tid før informasjonen blir tilgjengelig for allmennheten. I tillegg kan det legges til at andre ansatte og trykkeriet i situasjoner hvor en journalist mottar innsideinformasjon, i en kortere periode også kan inneha denne informasjonen. Børsen påpeker i den sammenheng at muligheten til å handle utenfor børsens åpningstid er tilstede, og benyttes daglig.

Ettersom Oslo Børs NewsPoint er åpnet 24 timer i døgnet er det ikke noe i veien for å offentliggjøre meldinger etter børsens stengtids og samtidig kontakte media for å kommentere forholdet. Det viktige i slike sammenhenger er at informasjonen tilflyter aktørene samtidig. Selv om børsen er stengt vil kravet til bred distribusjon i vphl § 5-12 gjelde i de tilfellene offentligjøringen skjer utenom åpningstid.

Til slutt ønsker børsen å fremheve at det etter vårt syn ikke er tilstrekkelig å sette journalister på selskapets innsideliste for å unngå misbruk. Hvis en person i utgangspunktet er uvedkommende vil ikke en slik håndtering kvalifisere personen til vedkommende i relasjon til lovens bestemmelser.

Avslutningsvis kan det nevnes at mistanke om brudd på verdipapirhandelens regelverk som beskrevet over, vil bli oversendt Finanstilsynet for videre behandling hvis mistanken ikke kan avkrefte. Reaksjoner fra Finanstilsynet eller påtalemyndighet kommer i tillegg til de reaksjoner børsens kan gjøre under børsregelverket.

Oslo Børs er tilgjengelig for å diskutere konkrete henvendelser fra aktører i markedet og gi veiledning om dette temaet.

4.1.2.5 Prospector Offshore Drilling – Private Placement (brev av 14.4.2011)

For the facts of the case we refer to the correspondence between Oslo Børs and Prospector Offshore Drilling ("Prospector") as of March 2011.

Oslo Børs has assessed whether Prospector has breached:

1. Stock Exchange Regulations section 14 cf. Continuing Obligations for listed companies section 2.2 for not issuing an announcement of the private placement before the opening of the exchange on March 1 2011
2. Continuing Obligations section 3.2 (1) nr. 3 and (2) for omitting the number of shares in the announcement of the possible subsequent offering
3. Continuing Obligations 11.3 (2) for not informing the exchange at 14:00 the day before the right to a subsequent offering was given to the shareholders

After a complete assessment Oslo Børs finds reason to criticize the company's information handling in regard to the private placement.

The exchange deems that the Board Meeting's decision to increase the share capital

should have been held at such time that the announcement could have been made public before the opening of trading on March 1. The company should have included in the initial announcement, the number of shares in the subsequent offering according to the above mentioned rules in the Continuing Obligations. The reason for this is that the Prospector shares traded without the right to the subsequent offering on March 1 and the market needed this variable to be able to calculate the value of the rights in the subsequent offering. The above mentioned issues resulted in a halt in trading from the opening of the market at 9 a.m. until 10:50 a.m.

Finally the company should have informed the exchange about the rights to a subsequent offering on February 28 by 14:00 CET as mentioned in the rules above. If this had been done, the exchange would have been prepared and advised on the matter.

It is important that the notification obligations to the market are upheld and that the announcements are released in a timely manner. In this case the market could not trade Prospector for 1 hour and 50 minutes due to the company's information handling.

This letter concludes the matter at the exchange. This letter can be made public if the exchange deems that this is necessary for educating the market about exchange decisions.

4.1.2.6 Statoil – oljefunn på Skrugard (brev av 1.6.2011)

Viser til korrespondanse av 15. april og 12. mai samt møte samme dag.

Oslo Børs har vurdert oljefunnet på Skrugard i relasjon til verdipapirhandelloven § 5-2 jfr. løpende forpliktelser 3.1.1. I vurderingen er både størrelsen på funnet i seg selv og om funnet har en strategisk betydning for Statoil og dermed kan ansees som innsideinformasjon jfr. verdipapirhandelloven § 3-2, relevant. Begge momenter er vurdert og på bakgrunn av undersøkelsene mener børsen at meldingen om oljefunnet ikke er å anse som innsideinformasjon.

I vår analyse inkluderer vi også vurderingene fra analytikerne som følger Statoil aksjen. De analyser vi har lest anslår funnet til å ha et kurspåvirkningspotensial på 1 til 2 kroner. Oslo Børs vil nok mene at kurspåvirkningspotensial utover dette kan medføre at merkbart kriteriet i loven er oppfylt, og at informasjonen da ansees som innsideinformasjon. På denne bakgrunn har børsen konkludert med at opplysningene om funnet ikke kvalifiserer som meldepliktig innsideinformasjon i verdipapirhandellovens forstand.

Vi ønsker likevel i forlengelsen av dette å dele noen av våre betraktninger rundt informasjonshåndteringen av oljefunnet:

1. Innkallingen til pressekonferanse som ble sendt ut i forkant av pressemeldingen om oljefunnet har nok bidratt til at markedet spekulerte i et funn på Skrugard. Det betyr at noe av kursutviklingen i forkant av pressemeldingen kan tilskrives dette. Børsen fikk i møte den 12. mai forståelse av at det sjelden var pressekonferanser på oljefunn og at man da holder en slik kan nok ha bidratt til kursutviklingen.
2. I tillegg er det en generell observasjon at nyheter som enten er ventet eller hvor markedet forventer at det snart kommer informasjon i åpningstiden, medfører ofte overreaksjoner i kursen den ene eller andre vei. Derfor er kurstigningen rett etter pressemeldingen ble offentliggjort sannsynligvis påvirket av at det var skapt en forventning til hva som skulle komme, og at mange i markedet fikk bekreftet sin spekulasjon om at funnet gjaldt Skrugard. Slike kortsiktige svingninger blir da

reversert når markedet får tid til å fordøye meldingen. Derfor anbefaler børsen alltid, i den grad man kan velge, å offentliggjøre meldinger utenfor åpningstiden.

3. Statoil bidro sannsynligvis også selv til kursutviklingen og mediedekningen ved å bruke betegnelsen det viktigste funnet på ti år på norsk sokkel. Oslo Børs betviler ikke utsagnet men dette bidrar også til at man kan stille spørsmålstegn ved om informasjonsplikten er opprettholdt og da spesielt opp mot strategiske verdien for Statoil. Vi registrerer at Statoil ønsket å bruke funnet for å få oppmerksomhet rundt norsk sokkel og Barentshavet og at det er bakgrunnen for uttalelsene. Oslo Børs merker seg også at det den siste tiden har vært nye oppslag vedrørende oljefunnet som tegner et tydelig positivt bilde.

Oslo Børs ønsker med dette brevet å gi Statoil en tilbakemelding på de undersøkelser og vurderinger vi har foretatt i anledning saken og børsen har med dette brev avsluttet undersøkelsen.

4.1.2.7 RXT – varslingsplikt ved offentliggjøring av særlig kurssensitive begivenheter (brev av 2.9.2011)

Det vises til korrespondanse i forbindelse med børsmelding fra Reservoir Exploration Technology ASA (RXT) den 16. mai 2011 kl. 15:45 som blant annet varslet frivillig tilbud.

Børsen tar selskapets vurdering av informasjonsplikt til etterretning, likevel ønsker Børsen å kritisere selskapet for brudd på Oslo Børs løpende forpliktelser pkt. 3.1.4 om varslingsplikt ved offentliggjøring av særlig kurssensitive begivenheter.

Det fremkommer direkte i bestemmelsen at dersom selskapet i markedets åpningstid skal offentliggjøre overtagelsestilbud eller andre særlige forhold som må antas å kunne påvirke kursen på selskapet i betydelig grad, skal børsen kontaktes før offentliggjøring. Oppkjøpstilbud vil alltid utløse varslingsplikt.

Det bemerkes at varslingsplikten kommer i tillegg til plikten til å underrette børsen ved utsatt offentliggjøring, en plikt selskapet i saken har etterlevd. jfr. løpende forpliktelser pkt 3.1.2.3.

Det er videre Oslo Børs vurdering at meldingen om interessentene, vilkår, prising og at det var flere som konkurrerte om selskapet for markedet fremstod som konkret og med det representerte en særlig kurssensitiv begivenhet. Denne vurderingen styrkes av handelsmønsteret i papiret etter publiseringen som endres umiddelbart. Kursen steg på høyere volumer enn normalt for aksjen fra NOK 1.60 til 2.70 på det høyeste og stabiliserte seg intradag opp 73 %. Etter dette er børsen ikke i tvil om at meldingen også var av kvalifisert sensitiv art.

Regelen om forhåndsvarsling er forholdsvis ny og ble implementert 1. januar 2008. Regelen har bl.a. annet som formål å sette Oslo Børs i stand til å vurdere virkemidler i forbindelse med meldingen, som børspause eller lignende. Hovedhensynet er likevel hos investorene som må gis noe tid til å absorbere meldinger av denne art.

Alvorlige eller gjentatte brudd på løpende forpliktelser sanksjoneres som hovedregel av Børsstyret. Etter en totalvurdering finner Oslo Børs likevel grunn til å begrense reaksjonen til kritikk av selskapet for brudd på bestemmelsen. Børsen legger til grunn at selskapet gjennomgår sine rutiner i forbindelse med forholdet.

Saken er etter dette avsluttet fra vår side, men det opplyses at Oslo Børs uttalelse i denne sak vil kunne gjøres offentlig tilgjengelig der det er behov for å opplyse markedet om markedsplassens praksis.

4.1.2.8 Flex LNG – Announcement of April 11 regarding agreement with InterOil, Pacific LNG, LNGL and Samsung (brev av 15.9.2011)

Reference is made to the correspondence between Flex LNG ("Flex") and Oslo Børs in the period May 6 to August 26 2011.

The negotiations with Samsung Heavy Industries Co. Ltd. and InterOil Corporation/Pacific LNG Operations Ltd where time consuming with repeated meetings and subsequent exchanges of revised draft agreements between the parties. There was continuing uncertainty with respect to the possible outcome, and a high risk that the discussions would not succeed. The most crucial period seems to be from March 10 until the agreement was reached April 11.

Oslo Børs has assessed whether or not Flex has breached its continuing obligations for listed companies section 3.1.2 third paragraph and the Regulations to the Securities Trading Act section 5-1 by not giving the exchange promptly notification of the agreement between Flex, Samsung Heavy Industries Co. Ltd. and InterOil Corporation/Pacific LNG Operations Ltd. The notification should at the latest have been communicated to the exchange Friday April 8.

After a complete assessment Oslo Børs find reason to criticize the company's information handling in regard to the agreement.

As stated earlier the exchange deems that the agreement was inside information on Friday April 8 when the agreement was initialed and the parties seemed to agree on the overall transaction. Only details remained. In hindsight this seems to be an adequate assessment due to the extent of the problems which arose during the negotiations in the last days before the announcement.

However Oslo Børs finds it necessary to point out that the assessment should be done ex ante, i.e. ahead of knowing whether a final agreement was reached or not. The exchange emphasizes that on March 18 the Board of Directors at Flex gave management the possibility to sign the deal that weekend if an agreement was reached. This indicates that the board was positive to the agreement and anticipated that a solution would be reached.

On this note the exchange would like to underline that The Securities Trading Act section 3-2 defines inside information as information of a precise nature which has a significant effect on the price of the instrument in question. It is further stated that this means that a reasonable investor is likely to use the information as part of his investment decision. In relation to this Oslo Børs refers to a sanction case by the Stock Exchange Board April 23 2008 (translation done by the exchange):

"The exchanges assessment was that the precise plans and negotiations at this point represented such opportunities for a take-over, that they are deemed to be sufficient enough to be "precise" and therefore inside information. The fact that there was still uncertainty whether the counterpart would go through with the offer and that alternative methods of cooperation was discussed, does not entitle, in the exchanges opinion, that the negotiations were not inside information, cf. the general remarks in point 4.2 above. This has however bearing on whether or not the company could delay publication of the information cf. below. It should be emphasized that the terms of the regulation is met even before the parties have begun with what they refer to as real negotiations where for example price was discussed."

Normally such cases will involve a right to delayed publication cf. Securities Trading Act section 5-3. In this particular matter it is clear to Oslo Børs that the negotiations with all the uncertainty would give the company the right to delayed publication either the information became inside information on March 18 or April 8. Also the fact that the agreement was essential for Flex supports the assumption that a reasonable investor would have taken this into account when deciding to invest in the company.

The exchange would like to take this opportunity to remind the company that it is sufficient that one or more circumstances or events have occurred or may occur for it to be information of a precise nature. In processes which are conducted in steps, each step of the process could represent inside information in itself.

It is important that the notification obligations to the exchange are upheld at all times. Knowledge of qualified company related negotiations will frequently influence the share price and it is vital that the Market Surveillance department has adequate information of these processes to assess the market and movements in the shares prices cf. continuing obligations 3.1.2.

With this letter the matter is concluded at the exchange, but the letter may be used for educational purposes as a general prevention to other market participants.

4.1.2.9 Repant ASA – Kritikk av informasjonshåndtering ifm inngåelse av rammeavtale med Kesko Food Ltd (brev av 28.9.2011)

1. Bakgrunn

Det vises til korrespondanse per e-post mellom Oslo Børs ASA og Repant ASA i perioden 13. til 16. september 2011 vedrørende informasjonshåndtering i forkant av selskapets børsmelding av 8. sept. 2011 kl 13:10. I nevnte børsmelding fremkom det at Repant hadde inngått en rammeavtale med Kesko Food LTD ("Kesko") om leveranse av minst 120 panteautomater i løpet av de neste to årene. Videre vises det til telefonsamtaler mellom selskapet og Oslo Børs den 8. september hhv. kl 10:25 og 10:32. I sistnevnte samtale ble selskapet oppfordret til å offentliggjøre børsmeldingen vedrørende inngåelse av rammeavtalen med Kesko umiddelbart og i tråd med løpende forpliktelser pkt 3.1.1 første ledd jf vphl § 5-2 første ledd. Dette da børsen, basert på den informasjon man besatt på det tidspunktet, vanskelig kunne se at det var grunnlag for å utsette børsmeldingen til etter børs slutt (løpende forpliktelser pkt 3.1.2 jf vphl § 5-3).

2. Drøftelse

I selskapets etterfølgende redegjørelse anføres det at det ikke forelå "innsideinformasjon som kunne meldes" før etter at Kesko bekreftet innholdet i børsmeldingen overfor Repant sin finske salgsrepresentant, noe som ble gjort 8. september ca kl. 11:45. Herunder hadde Kesko vært meget tydelige på at ordlyden i meldingen skulle godkjennes før Repant kunne offentliggjøre avtalen. Bekreftelsen av børsmeldingen ville også være bekreftelse på avtalen. Etter godkjenningen av teksten kl 11:45 måtte teksten redigeres og ble deretter oversendt Repants ledelse ved CEO kl 12:18. Den endelige meldingen ble ferdigstilt rett før det ble innført børs pause kl 12:59 (jf løpende forpliktelser pkt 3.1.4)

Oslo Børs er av den formening at det forelå innsideinformasjon iht. vphl § 3-2 allerede da den muntlige avtalen (omtalt som "handshake") forelå. Møtet mellom Kesko og Repant ble avsluttet kl 17:30 den 7. september. Informasjonsplikten inntrådte da senest i forkant av børsåpning 8. september, forutsatt at informasjonen ble behandlet konfidensielt i mellomtiden. Børsen påpeker dog at en avtalebestemt plikt til å bevare konfidensialitet etter at avtale er inngått ikke i seg selv gir grunnlag for utsatt offentliggjøring. Oslo Børs anser imidlertid den manglende bekreftelsen på avtalen som

en legitim grunn til å utsette offentliggjøring av informasjonen jf løpende forpliktelser pkt 3.1.2 første til annet ledd jf vphl § 5-3 første til annet ledd. Meldingens sensitivitet kom tydelig frem ved at aksjekursen steg med 35,1 % ift. sluttkurs dagen før børs pausen ble hevet. Da markedet stengte kl 17:30 var aksjen opp 25,9 % ift sluttkurs dagen før. Det kan også bemerkes at det ikke var handel i aksjen den 8. sept før meldingen ble offentliggjort. Etter meldingen ble publisert var det relativt stor aktivitet i papiret (594.320 aksjer omsatt, fordelt på 137 handler).

Det følger imidlertid av løpende forpliktelser pkt 3.1.2 tredje ledd jf verdipapirforskriften § 5-1 at "Ved utsatt offentliggjøring skal børsen uoppfordret og umiddelbart gis melding om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen". Videre fremkommer det av veiledningen til bestemmelsen i løpende forpliktelser pkt 3.1.2 at "melding om utsatt offentliggjøring som nevnt i tredje ledd skal rettes til børsens avdeling for markedsovervåking og -administrasjon, og kan gis muntlig".

Hensikten med bestemmelsen om å underrette børsen ved utsatt offentliggjøring er å gjøre børsen i stand til å observere den aktuelle aksjen særskilt og gripe inn ved mistanker om markedsmissbruk, jf. Børsloven § 27 og børsforskriften § 19. Oslo Børs følger rutinemessig en aksjes kursutvikling der det er gitt melding om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Bruk av virkemidler som børs pause og suspensjon ved tegn til lekkasjer er et av de viktigste forebyggende tiltakene børsen har. For å iverksette slike tiltak er imidlertid børsen avhengig av at det gis underhånden melding i de tilfellene selskaper har utsatt offentliggjøringen av innsideinformasjon. Selskapers plikt til å underrette børsen i situasjoner som dette bygger således på hensynet til investorene og tilliten til verdipapir-markedet.

Oslo Børs mottok ikke slik melding før kl 10:25 den 8. september. På denne bakgrunn anser Oslo Børs at selskapet var i brudd med bestemmelsen den 8. september fra kl 09:00 da markedet åpnet og frem til kl 10:25 da man hadde første samtale med Repants CEO.

Etter en samlet vurdering av saken har Oslo Børs besluttet å avslutte denne saken uten at det ilegges sanksjon i form av overtredelsesgebyr etter børsforskriften § 31 for overtredelsen av dette forholdet. I denne vurderingen er det blant annet lagt vekt på at selskapet på eget initiativ varslet børsen relativt raskt etter at plikten hadde oppstått. Videre var det ingen omsetning i Repant aksjen den aktuelle dagen da meldingen ble offentliggjort og skadepotensialet ansees derfor begrenset. Det understrekes imidlertid at selskapets informasjonshåndtering har vært kritikkverdig, og ikke er akseptabel for et børsnotert selskap. Gjentatte brudd vil således kunne medføre sanksjon i form av ileggelse av overtredelsesgebyr.

Uavhengig av ovennevnte forhold er børsen av den formening at selskapets listeføring har vært mangelfull og for lite detaljert ift til de krav som oppstilles i vphl § 3-5. Dette gjelder både i inneværende sak og i de tidligere saker som fremkommer av listen som børsen har fått oversendt. I denne sammenheng antar børsen det også er relevant å se hen til Finanstilsynets Rundskriv 9/2009 pkt 6 (se vedlegg). Herunder nevnes bl.a. at primærinnsidere med kjennskap til det aktuelle forhold ikke er inkludert på listen, det fremkommer ikke klokkeslett de aktuelle personer er gitt tilgang til innsideinformasjon, årsaken til at personene er på listen er i enkelte tilfeller vag og det synes som om listen ikke er oppdatert etter som det enkelte forhold har utviklet seg. Videre antas det at det ville vært hensiktsmessig om Repant førte en liste per begivenhet, noe som også ville vært i overensstemmelse med Finanstilsynets anbefaling gitt i Rundskriv 9/2009 pkt 6.5. Det er Finanstilsynet som formelt forvalter vphl § 3-5. Børsen er forpliktet til å rapportere mulige brudd på denne bestemmelsen, og har derfor besluttet rutinemessig å oversende denne saken til Finanstilsynet.

3. Konklusjon

Oslo Børs vil ikke sende pressemelding vedrørende kritikken som fremkommer i dette brev, men vil kunne gjøre dette brevet kjent i andre sammenhenger. Oslo Børs anser saken vedrørende den sene underrettingen om ovennevnte avtaleinngåelse som avsluttet, men vil som nevnt oversende en rutinemessig rapport til Finanstilsynet vedrørende den mangelfulle listeføringen. Videre legger Oslo Børs til grunn at selskapet gjennomgår sine rutiner for informasjonshåndtering.

4.1.2.10 Birdstep Technology ASA – Announcement of September 14 regarding replacement of CFO (brev av 18.10.2011)

Reference is made to the correspondence between Birdstep Technology ASA ("Birdstep") and Oslo Børs in the period September 22 to September 26 2011 regarding the disclosure of a new CFO of Birdstep through a stock exchange announcement on September 14.

Oslo Børs received a call from Birdstep on the morning of September 14 with an inquiry of how the company should disclose that the former CFO had been replaced. Oslo Børs advised the company in two different telephone calls that such an announcement should be made public immediately when the decision of replacing the former CFO was taken. Even though Oslo Børs' answer was unambiguous the company did not publish an announcement until 16:30 (CET) the same day. During the correspondence with the company it became clear that the decision to replace the CFO was made on the previous day, September 13, and should have been disclosed before the market opened on September 14.

The relevant regulation is the Continuing Obligations of stock exchange listed companies section 3.2 (1) 3.a). In this section it states: "*changes to the company's board of directors, a change of managing director or a change of financial director;*" must immediately be disclosed. The market will regularly have need for information about changes to the top management of the company. Oslo Børs has therefore regulated this issue especially and not just relied on the general information requirements for listed companies.

After an assessment Oslo Børs finds reason to criticize the company's information handling in regard to the late publication, especially since the advice from the exchange was very clear.

Oslo Børs is confident that the company shares our concern for correct and timely disclosure of information and for regulatory compliance in general, and trusts that the company will examine and implement the necessary routines to manage its disclosure and filing obligations in the future.

With this letter the matter is concluded at the exchange without imposing a violation charge in accordance with Section 15.4 of the continuing obligation cf. the Stock Exchange Regulation Section 31. This letter may be used for educational purposes as a general prevention to other market participants.

4.1.2.11 Orkla – Investor Day-presentasjon 14. September (brev av 8.11.2011)

Viser til brev til selskapet av 27. september samt telefonsamtale med juridisk direktør den 28. september og svar fra selskapet datert 14. oktober.

Oslo Børs har vurdert informasjonsgivningen til Orkla i forbindelse med Investor Day-presentasjonen avholdt i London den 14. september 2011, og i hvilken grad informasjonen i presentasjonen utgjorde informasjonspliktig innsideinformasjon, jfr.

verdipapirhandeloven (vphl) § 5-2, jfr. løpende forpliktelser 3.1.1, jfr. vphl § 3-2.

Børsen har i vurderingen blant annet sett hen til Orklas skriftlige redegjørelse samt egne analyser av kursutviklingen. På denne bakgrunn har børsen konkludert med at opplysninger gitt i presentasjonen ikke kvalifiserer som meldepliktig innsideinformasjon i verdipapirhandelovens forstand.

I forlengelsen av hendelsen og redegjørelsen fra Orkla ønsker børsen likevel å dele noen rundt selskapets informasjonshåndtering:

1. Oslo Børs ser ut fra svaret at det ved flere anledninger kommer oppdateringer rundt selskapets strategi i media før dette offentliggjøres gjennom børsmeldinger fra selskapet. Eksempler er styreleders uttalelser 6. juli 2010 til Dagens Næringsliv og uttalelse til Dagens Næringsliv fra konsernsjefen 8. oktober 2010. I begge tilfellene uttrykkes det en ny holdning fra selskapet eller det gis mer informasjon enn det selskapet tidligere har meldt til markedet. Tatt i betraktning at den informasjon som formidles er av en slik art at den – hver for seg eller samlet sett – lett kan utgjøre et grensetilfelle med henhold til hva som ut fra en konkret vurdering er å vurdere som innsideinformasjon, kan det stilles spørsmål ved om slike endringer av fokus eller detaljer om den nye retningen bør kommuniseres gjennom børsmeldinger til markedet før slik informasjon formidles gjennom media. Børsen ber derfor om at selskapet vurderer dette for fremtiden.
2. Når det gjelder informasjonen om at Sapa er utenfor selskapets langsiktige vekststrategi, så oppfatter Oslo Børs dette som en nyhet som ikke tidligere har vært kommunisert gjennom børsmeldinger. Vi registrerer at selskapet viser til en analyse fra Arctic Securities samt artikkel fra Dagens Næringsliv 6. mai 2011 hvor et ansattevalgt styremedlem uttaler seg. Oslo Børs tar selskapets vurdering om at nyheten om Sapa ikke er å anse som innsideinformasjon til etterretning. Børsen påpeker imidlertid at i den grad dette skulle vært en feilaktig vurdering fra selskapets side så ville verken analysen fra Arctic Securities eller uttalelsen fra styremedlemmet være tilstrekkelig til å anse informasjonen som offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet. I tillegg ville det da også være naturlig å stille spørsmålstegn ved om styremedlemmets uttalelser til pressen om forhold som diskuteres i styremøtene ville ha vært å betrakte som et brudd på taushetsplikten i vphl § 3-4.
3. Oslo Børs registrerer at selskapet ikke ønsket å legge ut presentasjonen som børsmelding til markedet ettersom informasjonen etter selskapets vurdering ikke var informasjonspliktig. I den forbindelse ønsker Oslo Børs å vise til at en rekke selskaper offentliggjør slike presentasjoner gjennom Oslo Børs' meldingssystem og at børsen også, i forskjellige sammenhenger, har anbefalt at presentasjoner offentliggjøres gjennom børsmelding senest samtidig med at presentasjonen avholdes. Dette sikrer at alle investorer uavhengig av om man følger Orkla-aksjen spesielt blir oppmerksom på innholdet i presentasjonen.
4. Når det gjelder kursutviklingen den aktuelle dagen, så var Orkla-aksjen opp 6 % klokken 13:57. Deretter stiger Orkla-aksjen fra klokken 13:57 frem til klokken 14:22 med 5,1 prosent før deretter å falle noe tilbake frem til klokken 15:22. Dog er stigningen i perioden 13:57 til 15:22 på 2,5 %. Denne kurstigningen kommer i en periode hvor presentasjonen holdes. Oslo Børs registrerer at selskapet viser til sluttkurs 14. til 16. september og at man der har hatt en svakere kursutvikling enn markedet. Dette virker som en naturlig reaksjon på at kursen steg 10,6 % den 14. september. Undertiden vil man ofte i etterkant av tydelige kursendringer oppleve en tid med svakere kursutvikling, uten at dette kan tilskrives at markedet ikke tolket nyheten positivt.

Oslo Børs ønsker med dette brevet å gi Orkla en tilbakemelding på de undersøkelser og vurderinger vi har foretatt i anledning saken og børsen har med dette brev avsluttet undersøkelsen.

Eventuelle spørsmål kan rettes til undertegnede.

4.1.3 INFORMASJONSDOKUMENT

4.1.3.1 Oversikt over informasjonsdokument

SELSKAP	Dokument	Dato kontrollert/ godkjent
Birdstep ASA	Informasjonsdokument	7.2.2011
Eltek ASA	Informasjonsdokument	15.2.2011
GTB Invest ASA	Informasjonsdokument	15.3.2011
PSI Group ASA	Informasjonsdokument	21.3.2011
Avocet Mining	Informasjonsdokument	11.3.2011
Aker Solutions ASA	Informasjonsdokument	5.4.2011
Imarex ASA	Informasjonsdokument	12.4.2011
Bakkafrost P/f	Informasjonsdokument	9.5.2011
Rygge-Vaaler Sparebank	Informasjonsdokument	13.4.2011
Sevan Marine ASA	Informasjonsdokument	18.7.2011
NorDiag ASA	Informasjonsdokument	22.6.2011
Belships ASA	Informasjonsdokument	26.7.2011
DNO International ASA	Tilsvarende dokument	29.9.2011
Archer Limited	Informasjonsdokument	12.9.2011
AF Gruppen ASA	Informasjonsdokument	18.10.2011
Bridge Energy ASA	Informasjonsdokument	26.10.2011
Aker Seafoods ASA	Informasjonsdokument	28.10.2011
Seabird Exploration PLC	Informasjonsdokument	16.12.2011

4.1.3.2 Vurdering av fristens utgangspunkt (e-post av 8.4.2011)

Spørsmål:

Vi viser til forespørsel nedenfor vedrørende på hvilket tidspunkt informasjonsdokument ("IM") for Sevan Marine ASA skal offentliggjøres.

Hva gjelder vurderingen av startpunkt for fristen etter Løpende Forpliktelser, er som kjent regelen at IM skal offentliggjøres så snart som mulig etter at "avtale er inngått" og senest innen 20. børsdag deretter. Fremsettelsen av tilbud om salg av aksjer fra Sevan Marine (annenhåndssalg) og Sevan Drilling ASA (emisjon) skjer her før børsstyret har behandlet børssøknaden for Sevan Drilling, og det er en forutsetning for gjennomføring at man oppnår et gitt volum samt at børsstyret godkjenner notering og at eventuelle vilkår for notering er oppfylt. Etter vår vurdering er det da først når utfallet av tilbudet er kjent og tildeling gjort samt børsstyret har godkjent noteringen at 20-dagers fristen for offentliggjøring av IM begynner å løpe. Før disse forhold er avklart foreligger det ikke noen gjensidig bindende avtale mellom Sevan Marine, Sevan Drilling og investorer om salg av aksjer i Sevan Drilling, og man kan da etter vårt syn heller ikke anse at "avtale er inngått" i relasjon til fristen for offentliggjøring av IM før dette.

Svar:

Jeg viser til vår samtale nå nettopp. Vi aksepterer vurderingen av tidspunktet for når 20-dagers fristen for offentliggjøring av informasjonsdokument i denne transaksjonen begynner å løpe, ref. din e-post nedenfor.

4.1.3.3 Spørsmål om beregning av prosentterskler i løpende forpliktelser pkt 3.4. og 3.5 (e-post av 22.8.2011)

Spørsmål:

Som nevnt på telefon har vi et spørsmål knyttet hvordan en skal beregne om en transaksjon innebærer en endring på mer enn 5/25 % i henhold til Løpende Forpliktelser pkt. 3.4 (utvidet børsmelding) og 3.5 (informasjonsdokument).

Notert selskap A ("Selskap A") eier (indirekte) 60 % ("Majoritetsposten") av notert selskap B ("Selskap B"). Selskap A og Selskap B vurderer å gjennomføre en trekantfusjon der Selskap B fusjonerer med et nystiftet selskap ("NewCo") og slik at minoritetsaksjonærene i Selskap B mottar vederlagsaksjer i Selskap A som vederlag i fusjonen. Forutfor gjennomføring av fusjonen vil Majoritetsposten overføres til NewCo (hvilket for øvrig forutsetter dispensasjon fra tilbudspliktreglene). Transaksjonen er illustrert i forenklet form i vedlagte.

Selskap B er konsolidert inn i Selskap As konsernregnskaper. Den regnskapsmessige effekten av transaksjonen på eiendeler, driftsinntekter og årsresultat i konsernregnskapet til Selskap A vil således i praksis bli null. For så vidt gjelder årsresultatet i konsernregnskapet til Selskap A henføres imidlertid dette til majoritetens andel (eierne av Selskap A) og minoritetsinteresser (i eksemplet, minoriteten i Selskap B).

Dersom en tenker seg at det rapporterte konsoliderte årsresultatet for 2010 for Selskap A var 100, hvorav 20 utgjorde årsresultatet for Selskap B (konsolidert inn i årsresultatet for Selskap A med 100 %) og minoritetsandelen av de 20 var 8 (40 %) ville transaksjonen innebære en "endring" på 8 % ($100 - 40\% \times 20 = 8\%$) i den forstand at (i) årsresultatet unntatt minoritetsinteresser var 92 og (ii) årsresultatet som om fusjonen hadde vært gjennomført 1. januar 2010 – hvoretter det ikke ville ha vært noen minoritetsinteresser – ville ha vært 100.

Etter vår vurdering skal pkt. 3.4/3.5 i Løpende Forpliktelser forstås slik at det er det rapporterte konsoliderte årsresultatet (totaltallet) som er den relevante målestokken når en vurderer hvorvidt en transaksjon innebærer en endring på mer enn 5/25 %; dette samsvarer best med ordlyden i Løpende Forpliktelser som kun henviser til "årsresultat" som det relevante kriterium. Det er etter vår vurdering heller ingen andre grunner som skulle tilsi at en endring i henføring av årsresultatet mellom minoritetsinteresser og majoritetsandel skulle være relevant så lenge transaksjonen ikke vil innebære noen endring i det rapporterte konsoliderte årsresultatet (totaltallet). Vi ønsker imidlertid børsens syn på spørsmålet.

Ta kontakt om noen i det ovenstående er uklart eller om dere behøver ytterligere informasjon.

Svar:

Når det gjelder beregning av om en transaksjon innebærer en endring på mer enn 5/25 % i henhold til Løpende Forpliktelser pkt. 3.4, fremgår følgende av kommentaren til nevnte bestemmelse: "Kriteriene er fastsatt på bakgrunn av de kriterier som gjelder ved beregning av 25-prosentterskelen for pro forma informasjon i prospekt, og børsen vil ved fortolkningen kunne se hen til hvordan kriteriene nærmere er forstått i prospektreglene, men uten å være bundet av dette." Det vises i Løpende Forpliktelser pkt. 3.5.1, 3. ledd til Kommisjonsforordning (EF) nr. 809/2004 (prospektforordningen) art. 4a (6), jf. vedlegg I pkt. 20.2 og CESRs prospektanbefaling del II kapittel 6. Begrepet årsresultat synes ikke å være entydig definert i prospektreglene, og børsen har heller ikke

utarbeidet noen egen definisjon av dette begrepet hvor det er tatt stilling til om det er årsresultat før eller etter minoriteter som skal anvendes. Børsen er i denne konkrete saken enig i at en realitetsvurdering av den tenkte trekantfusjonen som beskrevet i din e-post tilsier at transaksjonen ikke skal utløse krav til utvidet børsmelding. Det kan imidlertid ikke utelukkes at årsresultat etter minoritetsinteresser kan være et relevant målekriterie ved andre transaksjoner, men det vil bero på en konkret vurdering.

4.1.3.4 Løpende forpliktelser punkt 3.4 og 3.5 og byggekontrakter for skip/rigg (e-post av 7.9.2011)

Spørsmål:

Det gjelder et spørsmål som det er jeg tok opp før sommeren angående bygging av skip/rigg i forhold til reglene om utvidet informasjonsplikt og informasjonsmemorandum. Jeg oppfattet det slik at Oslo Børs ikke har ansett inngåelse av byggekontrakter som "erverv" i henhold til Løpende forpliktelser punkt 3.4 og 3.5. Videre er det jo også slik at byggekontrakter ikke ved inngåelsen påvirker inntekter, eiendeler eller overskudd (men de vil kunne påvirke eiendeler ved ferdigstilling av skip/rigg).

Spørsmålet har dukket opp igjen. I den aktuelle kontrakten betales 20 % ved kontraktsinngåelse og 80 % ved ferdigstilling. Avtale inngåelsen medfører ikke påvirkning av de relevante kriteriene i punkt 3.4 og 3.5, men ved levering vil eiendeler kunne øke med mer enn 25 %. Ettersom levering først skjer om 18 mnd, har man imidlertid stor usikkerhet knyttet til konkret påvirkning på det tidspunktet. Selskapet kan jo ha ervervet (eller solgt) andre eiendeler. En proformaoppstilling på nåværende tidspunkt som ikke viderefølges i de løpende regnskapsperiodene virker helt uhensiktsmessig.

Svar:

Vi anser normalt ikke at inngåelse av byggekontrakt utløser plikt til utvidet melding eller informasjonsdokument iht Løpende forpliktelser punkt 3.4 og 3.5, heller ikke ved ferdigstilling.

Det lille forbehold som ligger i "normalt" her, skyldes at vi ikke kan utelukke transaksjoner hvor vi anser at plikten til å offentliggjøre informasjon i samsvar med 3.4 eller 3.5 kan oppstå i forbindelse med byggekontrakter, men så vidt jeg har oversikt over har vi aldri krevd utvidet melding eller IM i forbindelse med inngåelse av byggekontrakt.

4.2 Regnskapsrapportering

4.2.1 Søknad om dispensasjon fra kravet om utarbeidelse av halvårsrapport for låntager med obligasjoner notert på ABM (brev av 3.1.2011)

Søknad om unntak fra regnskapsrapportering iht ABM-reglens punkt 3.4.5 (2):

Norsk Rikskringkasting AS (NRK) er et statlig eid foretak som utarbeider årsregnskap (konsernregnskap) i samsvar med regnskapsloven og god regnskapskikk.

NRK AS har utstedt flere sertifikatlån og legger ut et obligasjonslån med flytende rente. Lånet er rentebærende fra 3. desember 2010 med forfall 3. desember 2013. Første transje er NOK 300.000.000 med emisjonsramme NOK 500.000.000. Andelsstørrelse NOK 500.000.

I henhold til ABM-reglene punkt 3.4.5 (2) søkes det herved dispensasjon fra kravet om utarbeidelse av halvårsrapport etter ABM-reglens punkt 3.4.4. (1).

Fra e-post hvor selskapet utdyper søknaden:

NRK er i en spesiell situasjon med hensyn til risiko for långiver. NRK har en lovfestet rett til å kreve inn kringkastingsavgift. Inntektene fra Kringkastingsavgiften utgjør 96-97 % av NRKs samlede inntekter. Videre har NRK full kontroll over sin kostnadsside. NRKs oppdrag er selvsagt nedfelt i Lov om kringkasting med forskrifter og NRKs vedtekter, men NRK har stor frihetsgrad med hensyn til hvordan oppdraget løses og med hvilke kostnader. I sum betyr dette at risiko for långiver er svært liten.

Med hensyn til rapportering så utarbeider og publiserer NRK i utgangspunktet kun årsregnskap, ikke halvårsregnskap. Et slags unntak her er at NRK utarbeider et halvårsregnskap til Statens eierberetning. Frist for dette er en dato i september. Månedlig er det kun rapportering på driftsregnskap og nøkkeltall til NRKs styre.

Børsens svar:

Det vises til deres brev av 2. desember 2010 hvor det søkes om fritak fra plikten til å utarbeide halvårsrapport for Norsk Rikskringkasting AS ("NRK") i henhold til ABM-reglene punkt 3.4.4 (1).

ABM-reglene punkt 3.4.5 andre ledd åpner for at børsen kan gjøre unntak for at det utarbeides halvårsrapport for låntager som bare utsteder obligasjoner hvis pålydende verdi er minst 50 000 euro.

Basert på informasjon mottatt av Oslo Børs i forbindelse med søknad om dispensasjon, herunder brev av 2. desember 2010 som nevnt over, samt e-postkorrespondanse av 3. desember 2010, kan Oslo Børs ikke se at det foreligger forhold som tilsier at slik dispensasjon skal kunne innvilges.

På bakgrunn av ovennevnte har Oslo Børs besluttet at NRK ikke gis dispensasjon fra kravet om utarbeidelse av halvårsrapport.

4.2.2 T.O: Obligasjonsutstedere notert på Oslo Børs og Oslo ABM: Krav til rapportering for garantister (e-post av 16.3.2011)

Vi ønsker å informere om at Oslo Børs har besluttet å justere praksis ift. rapporteringskrav for garantister som er datterselskaper av utsteder. Dette gjelder ved notering av obligasjonslån på Oslo Børs og Oslo ABM. For ordens skyld nevner vi at det unntaksvis fortsatt vil kunne være aktuelt å stille tilleggskrav også for datterselskaper, avhengig av lånestruktur, covenants, mal som ligger til grunn for endelig låneavtale o.l.

Nedenfor oppsummert hva som nå blir gjeldende:

- For 100 % eide datterselskaper, som er garantister i "vanlige" oppstrømsgarantier, vil vi normalt ikke stille rapporteringskrav utover kravene til utsteder og "obligor" i låneavtalen mellom utsteder av lånet og Norsk Tillitsmann.
- Det samme vil gjelde for garantister som ikke er heleid, men som konsolideres i et konsernregnskap.
- Når eierandelen i en garantist endres ila. lånets løpetid er vi i utgangspunktet innstilt på å forholde oss til skissert rapporteringsregime i låneavtalen, men vi vil gjøre en konkret vurdering.
- Når utsteder av lånet ligger nedover i en konsernstruktur, og garantien ligger i konsernspiss viderefører vi dagens regime. Vårt inntrykk er at underliggende regnskap uansett må konsolideres i konsernspissen som grunnlag for rapportering av covenants osv. I tillegg er ofte konsernspissen børsnotert og da vil det uansett være behov for konsoliderte tall i forhold til vanlig løpende regnskapsrapportering.

- For øvrig minner vi om at utsteder må offentliggjøre informasjon som er egnet til å påvirke kursen på det enkelte lån, selv om det ikke faller inn under informasjonsplikt for aksjeutstedere, eller når et forhold oppstår og er vesentlig for obligasjonseierne, men uvesentlig for utsteder på konsolidert basis. Dette gjelder også informasjon fra garantistene.

Dette kan ha betydning for "Teekay saken" som er i prosess, jf. tidligere korrespondanse, men vi er nødt til å se nærmere på avtalen igjen før vi kan konkludere. Sannsynligvis kommer vi tilbake til dere i løpet av neste uke ang. dette. Evt. ta gjerne kontakt dersom dere har øvrige spørsmål til dette.

4.2.3 Exemption from the requirement to include management report and responsibility statement in annual report and semi annual report cf. Bond Rules 3.7.2 (brev av 30.5.2011)

With reference to the application for listing of the bond TOP01 – ISIN NO 0010591423 ("the bond") on Oslo Børs dated December 20, 2010, section 5, submitted by BA-HR on behalf of Teekay Offshore Partners L.P. ("the issuer" or "TOP").

The issuer has applied for an exemption from the obligation to include a management report and responsibility statement in its annual reports and semi annual reports as required under the Bond Rules section 3.7.2 (1) and (2) cf. section 5-5 (2) and 5-6 (2) of the Norwegian Securities Trading Act.

The application states:

- The rationale for applying for these exemptions is to enable the issuer to continue to report in the form it currently is reporting under the rules applicable to it as a US listed entity, and that the reporting requirements under the U.S. rules (Form 20-F in respect of annual reports and Form 6-K in respect of quarterly reports) fulfill equivalent requirements as those under the Bond Rules.
- In respect of the application for exemption from having to include a management report in the annual report of the issuer, the relevant equivalent disclosures in form 20-F are found primarily in Item 3 Key Information: A: Selected Financial Data and B: Risk Factors, Item 4 Information on the Partnership: A: Overview, History and Development and B: Business Overview, Item 5 Operating and Financial Review and Prospects and Item 8B Significant Changes.
- In respect of the application for exemption from having to include a management report in the half year financial statements of the Issuer, the relevant disclosures in Form 6 K are found primarily in the section on Management Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations.
- In respect of the application for exemption from having to include a responsibility statement in the annual reports for the Issuer, the relevant equivalent requirement under the US regime is that the management of the Issuer is required to provide a certification of the annual financial statements to the SEC. No such certification are however required in respect of the quarterly financial statements, and the rationale for the application for exemption from having to include a responsibility statement in the Issuer's half – year financial statements is hence to enable the Issuer to continue its current form of reporting under the US regime.

Oslo Børs has decided to grant Teekay Offshore Partners L.P. with exemption from the obligation to include a management report and responsibility statement in their annual

reports and semi annual reports. The exemption is granted on condition that:

- The face value of the Bond remains at least EUR 50,000 (or equivalent in other currency) until maturity of the Bonds.
- Teekay Offshore Partners L.P. themselves is of the opinion that the equivalent information that they are granted exemption from in this letter is already covered in the financial reports that are being filed with the SEC and distributed through stock exchange announcements to the Norwegian Market in relation with the listing of TOP01
- Teekay Offshore Partners L.P continues to do their financial reporting on the 20F and 6 K formats.

If any of the abovementioned conditions are not met in the future, the exemption will no longer be valid and Oslo Børs reserves the right to initiate delisting of any bonds issued by Teekay Offshore Partners L.P. on Oslo Børs.

Oslo Børs reserves the right to do a reassessment of the exemption if any other loan issued by Teekay Offshore Partners L.P. is applied for listing on Oslo Børs or Oslo ABM.

4.2.4 AB Stena Metall Finans - exemption from the requirement to issue annual and semi annual company accounts (brev av 7.12.2011)

Please refer to your application (the "Application") dated November 9, 2011, where you apply for exemption from the requirements of the ABM rules section 3.4.2, 3.4.3, 3.4.4, 3.4.6 and 3.4.7 to prepare and disclose publicly annual and interim reports for the issuer of the bonds with ISIN NO 0010612203 (the "Bonds"), AB Stena Metall Finans.

Your application is made on the basis of section 3.4.9 of the ABM rules: "Oslo ABM may grant exemptions in whole or part from section 3.4.1 to section 3.4.8 if called for by special circumstances".

AB Stena Metall Finans (company registration number 556008-2561) is the issuer of the Bonds and a wholly owned subsidiary of Stena Metall AB, only serving as the intercompany bank of the Stena Metall group (the "Group"), with no external relations reflected in their annual accounts. The issuer's financial obligations under the bond agreement entered into with Norsk Tillitsmann are secured with an unconditional on-demand guarantee covering all of the issuer's obligations including interest and expenses (No. påkravsgaranti) from Stena Metall AB (company registration number 556138-8371), the parent company of the Group.

In the application it is argued that financial reporting under the bond agreement should be performed by only reporting financial reports for the guarantor on a group level. Norsk Tillitsmann has confirmed in writing in the Application that the bond agreement will be amended to solely reflect financial reporting obligations consolidated for the guarantor, even though the loan agreement originally set out all reporting obligations on the issuer AB Stena Metall Finans itself.

Based on this AB Stena Metall Finans is granted exemption from the requirements to prepare and disclose publicly annual and interim reports. The exemption is granted on the condition that:

- The face value of the Bond remains at least NOK 1.000.000 until maturity of the Bonds.
- The Stena Metall Group will publish consolidated statements according to the ABM rules.

- AB Stena Metall Finans themselves is of the opinion that the semi annual and annual reports of the issuer would not contain material information for the bondholders.
- The 100 % ownership in the issuer by the Group remains unchanged for the tenor of the loan.
- The guarantee structure of the bond remains unchanged for the tenor of the loan.
- No further changes to the financial reporting requirements as set out in the loan agreement will be made for the tenor of the loan, except for the committed changes by Norsk Tillitsmann on November 9, 2011, as stated in the Application.
- The role of AB Stena Metall Finans only serving as the intercompany bank of the Stena Metall group with no external relations outside the Group reflected in their annual accounts remains unchanged for the tenor of the Bond.

If any of the abovementioned conditions are not met in the future, the exemption will no longer be valid and Oslo Børs reserves the right to initiate delisting of any bonds issued by AB Stena Metall Finans on Oslo ABM.

Oslo Børs reserves the right to do a reassessment of the exemption if any other loan issued by AB Stena Metall Finans is applied for listing on Oslo Børs or Oslo ABM.

4.3 Fremgangsmåte for offentliggjøring - språk

4.3.1 Norske Skogindustrier ASA – Avslag på søknad om dispensasjon fra verdipapirhandelloven § 5-13 vedrørende krav til språk ved informasjonspliktige opplysninger (brev av 7.1.2011)

Det vises til søknad fra Norske Skogindustrier ASA av 27. desember 2010. I søknaden søkes det om dispensasjon fra kravet i verdipapirhandelloven § 5-13 om å rapportere informasjonspliktige opplysninger på norsk. I denne sammenheng søkes det om å benytte engelsk som språk ved rapportering av informasjon som nevnt.

Utstedere med Norge som hjemstat skal i utgangspunktet offentliggjøre opplysninger på norsk, jf. verdipapirhandelloven § 5-13 første ledd. Oslo Børs har hjemmel til å gi dispensasjon fra dette utgangspunktet, jf. forskrift 6. desember 2007 nr. 1359 om innsendelse av flaggemeldinger, offentliggjøring av flaggemeldinger og meldepliktige handler, samt delegering av myndighet til å unnta fra språkkrav etter verdipapirhandelloven (heretter benevnt "forskriften"). I forskriften § 3 heter det følgende:

"§ 3 Delegering av dispensasjonsmyndighet fra språkkrav

Regulert marked der verdipapirene er opptatt til handel kan gjøre unntak fra kravet i verdipapirhandelloven § 5-13 første og annet ledd om å gi opplysninger på norsk. Ved vurderingen av om det skal gjøres unntak skal det legges vekt på utstederens aksjonærsammensetning, hvor byrdefullt det fremstår for utstederen å gi opplysninger på norsk i tillegg til andre språk, utstederens arbeidsspråk, og om utstederen før forskriftens ikrafttredelse har hatt dispensasjon."

Forskriften er utarbeidet av Kredittilsynet (nå Finanstilsynet), og i høringsnotatet av 5. november 2007 til forskriften uttalte Kredittilsynet følgende om delegeringen (høringsnotatet punkt 3):

“Drøftingene i verdipapirhandelens forarbeider tilsier at kravet om at opplysninger skal gis på norsk skal være det klare utgangspunktet for utstederne med Norge som hjemstat. Forarbeidene omtaler derimot ikke aktuelle momenter som bør tas i betraktning ved utøvelsen av dispensasjonsskjønnet. Kredittilsynet mener at dispensasjon bare bør gis etter en individuell vurdering, og oppstiller noen vilkår for det regulerte markedets utøvelse av dispensasjonsskjønnet. Momenter ved vurderingen bør være aksjonærsammensetning, hvor byrdefullt det fremstår for utstederen å gi opplysninger på norsk i tillegg til andre språk, utstederens arbeidsspråk, og hvilken tradisjon utstederselskapet har hatt (dvs om de før forskriftens ikrafttredelse har hatt dispensasjon).”

Børsen har foretatt en konkret vurdering av forholdene som er beskrevet i selskapets søknad i forhold til kriteriene i ovennevnte forskrift.

Etter børsens vurdering er de anførte forholdene ikke tilstrekkelige for å kunne innvilge dispensasjon fra språkkravet for Norske Skogindustrier ASA.

Oslo Børs har i vurderingen lagt vekt på at selskapet er norsk og i det vesentligste har norsk tilknytning både i eierskap og sentral administrasjon. Det vises til at selskapets aksjonær-sammensetning målt prosentvis norsk/utenlandsk eierskap per 31.10.2010 angir ca 63 % norsk eierskap. Dette innebærer imidlertid at andelen utenlandsk eierskap har økt fra ca 25 % til ca 37 % fra selskapets tidligere søknad om språkdispensasjon i mars 2010. Aksjonærsammensetning norsk/utenlandsk i forhold til antall aksjonærer var i følge selskapets søknad kun 1.300 av totalt 24.900 aksjonærer utenlandske statsborgere. Det vil si at eierskap målt etter antall aksjonærer så er ca 95 % av aksjonærene norske som er omtrent samme situasjon som ved selskapets tidligere søknad om språkdispensasjon i mars 2010.

Tre nasjonaliteter er representert i konsernledelsen, mens alle konsernets nåværende styremedlemmer er norske statsborgere. Oslo Børs har imidlertid også sett hen til at selskapets arbeidsspråk er engelsk og at virksomheten er av internasjonal karakter. Dette anses dog ikke alene som avgjørende i dispensasjonsspørsmålet.

Det fremstår etter en samlet vurdering ikke urimelig byrdefullt for selskapet å rapportere på norsk.

Det bemerkes for øvrig at dersom selskapets forhold på områder av betydning for dette spørsmålet endres, har selskapet anledning til å søke om tilsvarende dispensasjon på et senere tidspunkt.

På denne bakgrunn har Oslo Børs truffet følgende vedtak:

Med hjemmel i forskrift 6. desember 2007 nr. 1359 § 3 første punktum avslår Oslo Børs søknaden fra Norske Skogindustrier ASA om dispensasjon fra verdipapirhandelloven § 5-13.

Vedtaket er enkeltvedtak og kan påklages til Finanstilsynet innen 3 uker fra underretning om vedtaket er kommet frem til vedkommende part, jf. forvaltningsloven §§ 28 og 29, jf. § 1. Eventuell klage stiles til Finanstilsynet og sendes til Oslo Børs.

Vi har for øvrig notert oss selskapets innspill i forhold til språkkravet i verdipapirhandelloven og retningslinjene for innvilgelse av dispensasjon.

4.3.2 Nordea Bank Norge ASA – Innvilgelse av søknad om dispensasjon fra verdipapirhandelloven § 5-13 vedrørende krav til språk ved informasjonspliktige opplysninger (brev av 8.4.2011)

Det vises til søknad mottatt på e-post fra Nordea Bank Norge ASA 1. april 2011, samt e-poster av 6. og 8. april med utfyllende opplysninger. I søknaden søkes det om dispensasjon fra kravet i verdipapirhandelloven § 5-13 om å rapportere regnskaper på norsk. I denne sammenheng søkes det om å benytte engelsk som språk ved rapportering av informasjon som nevnt.

Utstedere med Norge som hjemstat skal i utgangspunktet offentliggjøre opplysninger på norsk, jf. verdipapirhandelloven § 5-13 første ledd. Oslo Børs har hjemmel til å gi dispensasjon fra dette utgangspunktet, jf. forskrift 6. desember 2007 nr. 1359 om innsendelse av flaggemeldinger, offentliggjøring av flaggemeldinger og meldepliktige handler, samt delegering av myndighet til å unnta fra språkkrav etter verdipapirhandelloven (heretter benevnt "forskriften"). I forskriften § 3 heter det følgende:

"§ 3 Delegering av dispensasjonsmyndighet fra språkkrav

Regulert marked der verdipapirene er opptatt til handel kan gjøre unntak fra kravet i verdipapirhandelloven § 5-13 første og annet ledd om å gi opplysninger på norsk. Ved vurderingen av om det skal gjøres unntak skal det legges vekt på utstederens aksjonærsammensetning, hvor byrdefullt det fremstår for utstederen å gi opplysninger på norsk i tillegg til andre språk, utstederens arbeidsspråk, og om utstederen før forskriftens ikrafttredelse har hatt dispensasjon."

Forskriften er utarbeidet av Finanstilsynet, og i høringsnotatet av 5. november 2007 til forskriften uttalte Finanstilsynet følgende om delegeringen (høringsnotatet punkt 3):

"Drøftingene i verdipapirhandellovens forarbeider tilsier at kravet om at opplysninger skal gis på norsk skal være det klare utgangspunktet for utstedere med Norge som hjemstat. Forarbeidene omtaler derimot ikke aktuelle momenter som bør tas i betraktning ved utøvelsen av dispensasjonsskjønnet. Kredittilsynet mener at dispensasjon bare bør gis etter en individuell vurdering, og oppstiller noen vilkår for det regulerte markedets utøvelse av dispensasjonsskjønnet. Momenter ved vurderingen bør være aksjonærsammensetning, hvor byrdefullt det fremstår for utstederen å gi opplysninger på norsk i tillegg til andre språk, utstederens arbeidsspråk, og hvilken tradisjon utstederselskapet har hatt (dvs om de før forskriftens ikrafttredelse har hatt dispensasjon)."

For renteutstedere vil aksjonærsammensetning ikke være relevant, og det vil heller legges vekt på hvilke investorer de noterte papirene er rettet mot, og søknad om dispensasjon må gi opplysninger om dette, samt utenlandsk eierandel i prosent og lånets pålydende valuta, jf. fotnote 74 til obligasjonsreglene punkt 3.8.3 annet ledd.

Børsen har foretatt en konkret vurdering av forholdene som er beskrevet i selskapets søknad og i etterfølgende korrespondanse i forhold til kriteriene i ovennevnte forskrift.

Etter børsens vurdering er de anførte forholdene tilstrekkelige for å kunne innvilge dispensasjon fra språkkravet for Nordea Bank Norge ASA.

Oslo Børs har i vurderingen lagt vekt på at selskapet i dag har seks børsnoterte obligasjonslån hvor pålydende verdi er mindre er 50 000 euro. Obligasjonslån med pålydende verdi mindre enn 50 000 euro eller tilsvarende beløp i annen valuta må som et

utgangspunkt antas å være rettet mot private investorer ("retail"). Nordea Bank Norge har overfor Oslo Børs bekreftet at obligasjonene i lån med ISIN NO0010055940 ("NOKR08") opprinnelig ble solgt til profesjonelle investorer. NOKR08 utgjør en vesentlig del av Nordea Bank Norges utestående volum i børsnoterte obligasjonslån med pålydende verdi mindre enn 50 000 euro, og basert på opplysninger fra Nordea Bank Norge utgjør andel av utestående volum solgt til retail-investorer kun ca 1,32 %. Oslo Børs har videre lagt vekt på at konsernets interne og eksterne skriftlige arbeidsspråk er engelsk, og at Nordea Bank Norges styre har medlemmer som ikke behersker norsk. Det fremstår etter en samlet vurdering byrdefullt for selskapet å rapportere på norsk.

Dersom Nordea Bank Norge ASA i fremtiden søker om notering av obligasjonslån på Oslo Børs med pålydende verdi mindre enn 50 000 euro eller tilsvarende i annen valuta, kan Oslo Børs bestemme at vedtak om dispensasjon fra verdipapirhandelloven § 5-13 må omgjøres.

På denne bakgrunn har Oslo Børs truffet følgende vedtak:

Med hjemmel i forskrift 6. desember 2007 nr. 1359 § 3 første punktum innvilger Oslo Børs søknaden fra Nordea Bank Norge ASA om dispensasjon fra verdipapirhandelloven § 5-13.

Vedtaket er enkeltvedtak og kan påklages til Finanstilsynet innen 3 uker fra underretning om vedtaket er kommet frem til vedkommende part, jf. forvaltningsloven §§ 28 og 29, jf. § 1. Eventuell klage stiles til Finanstilsynet og sendes til Oslo Børs.

4.3.3 Njord Gas Infrastructure AS – Approval of application for exemption from Section 5-13 of the Securities Trading Act in respect of the language requirement for disclosure of notifiable information (brev av 1.7.2011)

We refer to the application from Njord Gas Infrastructure AS of 17th June 2011 together with e-mail dated 30 June providing additional information. The application seeks exemption from the requirement set out in Section 5-13 of the Securities Trading Act to use the Norwegian language when publicly disclosing notifiable information. The company has applied for permission to use the English language when disclosing such information.

An issuer for which Norway is the home state must, in principle, use the Norwegian language when publicly disclosing notifiable information, cf. Securities Trading Act, Section 5-13, first paragraph. Oslo Børs has the authority to grant exemptions from this general principle, cf. Regulation No. 1359 of 6 December 2007 on submission of disclosure of acquisition of large shareholdings announcements, publication of disclosure of acquisition of large shareholdings announcements and publication of notifiable trades, as well as delegation of authority to grant exemptions from the language requirements of the Securities Trading Act (hereinafter the "Regulation"). Section 3 of the Regulation states as follows:

"Section 3 Delegation of authority to grant exemptions from the language requirement

A regulated market on which securities are admitted to trading can grant exemptions from the requirements set out in Section 5-13, first and second paragraphs, of the Securities Trading Act to use the Norwegian language when publicly disclosing notifiable information. When considering whether to grant such an exemption, consideration shall be given to the composition of the issuer's shareholders, how onerous it is seen to be for the issuer to publish information in Norwegian in addition to the other language, the issuer's working language, and

whether the issuer was exempted from the language requirement prior to this Regulation coming into force."

The Regulation was prepared by The Financial Supervisory Authority of Norway ("Finanstilsynet"), and in the consultation document for the Regulation issued on 5 November 2007, Finanstilsynet made the following comments on the delegation of authority (Consultation document, item 3):

"The preparatory work on the Securities Trading Act recognized the general principle that issuers for which Norway is the home state should provide information in the Norwegian language. However, the preparatory work did not address which matters should be taken into account when exercising judgement to grant exemptions. Kredittilsynet takes the view that exemptions should be considered on a case-by-case basis, and specifies certain conditions that the regulated market should take into account when considering exemptions. Matters to be taken into account should be the composition of shareholders, how onerous it is seen to be for the issuer to publish information in Norwegian in addition to the other language, the issuer's working language, and the issuer's historic practice (i.e. whether the issuer was exempted from the language requirement prior to the regulation coming into force)."

In the case of issuers of fixed income instruments, the shareholder structure will not be relevant, and consideration will instead be given to which investors are targeted for the listed securities in question, hence an application for exemption must provide information in this respect and state the level of foreign ownership as a percentage of the nominal currency value of the loan, cf. footnote 74 to the Bond Rules section 3.8.3 second paragraph.

Oslo Børs has carefully evaluated the supporting information set out in the company's application and in subsequent correspondence in relation to the criteria set out in the Regulation mentioned above.

Oslo Børs is of the view that the supporting information provided is sufficient to justify an exemption from the language requirement for Njord Gas Infrastructure AS.

In reaching its decision, Oslo Børs has taken into account that except for the Chairman of the issuer, the issuer's board of directors is comprised of non-Norwegians speaking individuals, the issuer's working language is English and the current contact person to Oslo Børs and the IR responsible is a non-Norwegian individual. Specifically, Oslo Børs notes that the placement of the issued bond loans was solely directed at professional institutional investors at approximately 78 %, and two of the bond loans are issued with USD and GBP as their nominal currency. After taking all these matters into account, it is apparent that it would be onerous to require the company to use the Norwegian language for reporting.

Against the background described above, Oslo Børs has reached the following decision:

Pursuant to Section 3, first paragraph, of Regulation No. 1359 of 6 December 2007, Oslo Børs hereby approves the application by Njord Gas Infrastructure AS for exemption from the provisions of Section 5-13 of the Securities Trading Act.

This decision is an individual decision in the terms of the Public Administration Act and can be appealed to Finanstilsynet, and any appeal must be made within three weeks from the date on which notification of the decision reaches the party concerned, cf. Sections 28 and 29 of the Public Administration Act, cf. Section 1. Any appeal must be addressed to Finanstilsynet and sent to Oslo Børs.

4.4 Redegjørelse for eierstyring og selskapsledelse

4.4.1 Rapportering om foretaksstyring – krav til tredjelandsutstedere (e-post av 13. mai 2011)

Spørsmål:

Vi har et spørsmål om hvilket krav som gjelder for utenlandske utstedere som er underlagt plikten til å gi foretaksopplysninger i regnskapsloven § 3-3 b, jf, verdipapirforskriften § 5-7 tredje ledd.

Det fremgår av nevnte bestemmelser at utenlandske utstedere (utstedere etablert utenfor EØS-området) blant annet skal gi opplysninger om:

"Vedtektsbestemmelser som helt eller delvis utvider eller fraviker bestemmelser i allmennaksjeloven kapittel 5" (jf. regnskapsloven § 3-3b annet ledd nr. 5)

Som nevnt i telefonsamtalen, synes dette noe spesielt mht til utstedere som er etablert utenfor EØS, og som driver sin virksomhet i samsvar med lovgivningen i den jurisdiksjon der selskapet er registrert. Tilbakemelding fra dere var at man for slike utstedere ville se hen til direktivteksten, slik at rapporteringskravet ville følge ordlyden i direktivet.

I Direktiv 2006/46/EC er den korresponderende ordlyden som følger:

(e) unless the information is already fully provided for in national laws or regulations, the operation of the shareholder meeting and its key powers, and a description of shareholders' rights and how they can be exercised;

Kan dere bekrefte at det er dette som blir innholdskravet for tredjelandsutstedere med Norge som hjemstat (i forhold til det korresponderende kravet i verdipapirforskriften § 5-7 tredje ledd jf. regnskapsloven § 3-3b annet ledd nr. 5), slik at det de skal rapportere om, er avvik i forhold til nasjonal rett vedrørende generalforsamlingen og aksjonærenes rettigheter (og således ikke avvik i forhold til allmennaksjeloven kap. 5).

Børsens svar:

Viser til spørsmålet ditt vedrørende opplysningskrav for tredjelandsutstedere etter regnskapsloven § 3-3b. Det er vår oppfatning som du sier at utstedere fra tredjeland som har Norge som hjemstat må søke veiledning i direktivteksten når det gjelder hva det skal opplyses om etter regnskapsloven § 3-3b (2) nr. 5.

Merk imidlertid at det følger av forarbeidene at § 3-3b nr. 5 i tillegg til å gjennomføre direktiv 78/660/EEC art. 46a bokstav e (som du refererer til), også gjennomfører takeoverdirektivet (2004/25/EF) art. 10 (1) bokstav f og delvis også h når det gjelder eventuelle særlige prosedyrer for vedtektsendringer, jf. bl.a. NOU 2008:16 pkt 3.4 og merknadene til bestemmelsen i Prop. 117 L (2009-2010). Dette må hensyntas i vurderingen av om utstederen er omfattet av "likeverdige krav", jf. vpf. § 5-7 (3).

4.4.2 Redegjørelse for foretaksstyring – Dispensasjon fra plikt til å rapportere iht regnskapsloven § 3-3 b for utsteder utenfor EØS med Norge som hjemstat (e-post av 30.11.2011)

Vi må bare beklage at det har tatt såpass lang tid å gi dere en tilbakemelding. Vi har brukt noe tid på å vurdere 20-F opp mot kravene i regnskapsloven § 3-3b, samt hatt en dialog med Finanstilsynet om forståelsen av regelverket og praktisering av dispensasjon.

Oslo Børs finner å kunne legge til grunn at selskaper som er notert ved New York Stock

Exchange/Nasdaq og som rapporterer 20-F normalt kan påregne å få innvilget dispensasjon fra det nye kravet til redegjørelse for foretaksstyring. Børsen vil imidlertid gjøre en konkret vurdering i hvert tilfelle. Børsen vil kreve at de lovpålagte opplysningene enten skal fremgå i sin helhet av 20-F, eller være inntatt i 20-F ved konkret henvisning til webside, evt. vedtekter eller andre offentlig tilgjengelige dokumenter.

På denne bakgrunn finner børsen at det i Frontlines tilfelle er grunnlag for å gi dispensasjon. Som nevnt ovenfor er det imidlertid en forutsetning for å få innvilget dispensasjon at alle innholdskravene i henhold til regnskapsloven § 3-3b er omtalt i 20-F rapporten. Basert på det mottatte utkastet til søknad kan vi ikke se at Frontlines 20-F rapport for 2010 omfatter alle de påkrevde opplysningene etter RL 3-3b. Der opplysningene fremgår av dokumenter som ikke er inntatt i selskapets 20-F rapportering fra og med regnskapsåret 2011, vil det følgelig være en forutsetning for å få innvilget dispensasjon at selskapet fremover inntar konkrete henvisninger til hvor disse opplysningene er tilgjengelige, som f. eks. i selskapets vedtekter, eller i andre dokumenter som er offentlig tilgjengelige.

Børsen har videre funnet grunn til å knytte en særlig kommentar til opplysningskravet i § 3-3b nr. 5. Merk at det her skal opplyses om vedtektsbestemmelser som utvider eller fraviker hjemlandets lovgivning om generalforsamling, særlige prosedyrer for vedtektsendringer, opplysninger om vedtektsfestede regler for gjennomføring av generalforsamling, generalforsamlingens myndighet og vedtektsfestede regler om utøvelse av aksjeeierbeføyelser m.m (se børsens søknadsskjema). I den grad dette kravet skal oppfylles ved henvisning til punkter i vedtektene må selskapet være bevisst at det er utvidelser og fravik fra bakgrunnsretten i det landet hvor selskapet er registrert som skal rapporteres. Selskapet bør også innta en nærmere forklaring sammen med henvisningen i 20-F om at det nettopp er slike fravik og utvidelser man henviser til. Når det gjelder børsens krav til revisorerklæring anser vi innholdet i det mottatte utkastet som ok.

4.5 Annet

4.5.1 Vedrørende notering av aksjer etter rettet emisjon (brev av 18.5.2011)

Det vises til tidligere korrespondanse i saken med Argo Securities AS ("Argo"). Saken omhandler notering av nye aksjer i allerede notert aksjeklasse før prospekt utarbeidet i henhold til verdipapirhandelloven § 7-3 var godkjent.

Oslo Børs har forstått saken dit hen at Netconnect ASA ("Netconnect") etter å ha gjennomført en rettet emisjon og registrert kapitalforhøyelsen i Foretaksregisteret hadde til hensikt å plassere de nyutstedte aksjene på et eget ISIN nummer. Dette for at aksjene ikke skulle kunne handles før prospektet ble godkjent. Ved en feil ble aksjene registrert på samme ISIN nummer som de allerede noterte aksjene. Da feilen ble oppdaget tok Argo kontakt med Oslo Børs og fikk råd om hvordan saken skulle håndteres. Aksjene er slik børsen forstår det nå satt på et eget ISIN nummer og feilen har etter det opplyste ikke medført at noen aktører har blitt skadelidende fordi det kun var få omsetninger i aksjen i den aktuelle perioden

Oslo Børs understreker viktigheten av at nye aksjer ikke er handlebare før kapitalforhøyelsen er registrert i Foretaksregisteret og prospektet er godkjent, jf. blant annet verdipapirhandelloven §§ 7-3 og 7-19. I den forbindelse kommer løpende forpliktelser pkt 8.1 og 8.3, jf pkt 11.4, vedrørende godkjennelse av prospekt og varsling til børsen ved opptak av nye aksjer til anvendelse.

Selskapet har i den aktuelle situasjonen ikke opptrådt i samsvar med børsens regler

samt verdipapirhandellovens regler. Etter børsens syn representerer dette også et brudd på god børsskikk jfr. børsforskriften § 14 og løpende forpliktelser 2.2.

Oslo Børs velger ikke å forfølge forholdet utover dette brevet på grunn av at skadevirkningene har vært begrensede. Børsen påpeker at brevet kan offentliggjøres for å veilede markedet om børsens praksis.

4.5.2 Krav om notering av tegningsretter for Petrolia ASA (utdrag fra e-poster i perioden 27.6 til 1.7.2011)

E-post fra Petrolia ASA 27.6.2011:

Viktigste grunn til at tegningsrettene ikke gjøres omsettelige er å motivere eksisterende aksjonærer til å tegne.

E-post sendt fra Oslo Børs 28.6.2011:

Det vises til telefonsamtale og e-post av i går.

Opptaksreglene for Oslo Børs pkt 8.2 (1) lyder: "Fortrinnsretter til tegning av aksjer, herunder tegningsrettsaksjer, i en aksjeklasse som er eller vil bli børsnotert, skal tas opp til børsnotering med mindre børsen finner at rettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke anses egnet for børsnotering."

Den begrunnelse som ble mottatt med e-post av i går er etter vårt syn ikke tilstrekkelig grunnlag til å vurdere spørsmålet om tegningsrettene ikke skal tas opp til børsnotering.

Vi ber om at det oversendes en redegjørelse som gir tilstrekkelige opplysninger til at børsen kan ta stilling til om rettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke anses egnet for børsnotering.

Vi ber om at slik redegjørelse oversendes så snart som mulig, og senest innen 30. juni.

E-post sendt fra Petrolia ASA 30.6.2011:

Det vises til e-posten under fra Oslo Børs om vilkåret i Opptaksreglene pkt 8.2 (1). Etter vår mening er tegningsrettene ved denne emisjonen ikke "egnet for børsnotering".

I prosessen frem til styrets beslutning har det vært stor usikkerhet knyttet til om tegningsrettighetene vil ha noen verdi i seg selv. Emisjonskursen er riktignok satt lavere enn siste omsetningsverdi på aksjene, men dette er vurdert som markedspris for å få fulltegnet emisjonen. Prisen er fastsatt etter råd fra selskapets tilrettelegger, First Securities AS, som har gjennomført en markedsundersøkelse blant selskapets større aksjonærer for å få avklart hvor prisen bør ligge. Det vises i denne sammenheng også til det generelt vanskelige kapitalmarkedet for tiden, der flere store emisjoner er avblåst pga. manglende interesse for å tegne til ønsket kurs.

PDR har en særdeles spredt eierstruktur med over 7000 aksjonærer som har aksjer for mindre enn kr. 500 hver. En høy omsetning av tegningsrettigheter kan medføre uforholdsmessig store administrasjonskostnader. Dette må ses i lys av at forventet proveny fra emisjonen er begrenset oppad til kr. 23 millioner (etter at kostnader er fratrukket). Som tidligere nevnt, ønsker dessuten selskapet å motivere dagens aksjonærene til å tegne aksjer. Dette vil kunne bidra til større oppslutning om emisjonen slik at fulltegning i større grad muliggjøres. Dertil vil en fortrinnsrettemisjon som bare

kan tegnes av dagens aksjonærer, ikke medvirke til ytterligere spredning av aksjene i PDR.

Det fremheves også at styret i PDR har valgt å gjennomføre innhenting av kapital som en fortrinnsrettsemisjon med prospekt, med de kostnadene det innebærer, og ikke som en rettet emisjon mot større aksjonærer med åpning for å unnlate etterfølgende reparasjonsemisjon. Styret har altså valgt å prioritere hensynet til likebehandling av aksjonærene. Vi mener at PDR ikke bør "straffes" for dette ved at selskapet påføres ytterligere kostnader. En slik praksis kan bidra til at noterte selskapet i større grad velger rettede emisjoner der hvor dette er mulig.

E-post fra Oslo Børs 1.7.2011:

Det vises til e-post av 30. juni.

Oslo Børs kan ikke se at de opplyste grunner tilser at rettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke kan anses egnet for børsnotering. Oslo Børs har derfor besluttet at hovedregelen i opptaksreglene punkt 8.2 må følges, og at tegningsrettene må tas opp til børsnotering.

4.5.3 NEXUS - Omsetningskurs på selskapets aksjer (e-post av 1.9.2011)

Spørsmål:

Jeg viser til samtaler og korrespondanse vedrørende tiltak for å øke selskapets aksjekurs til et nivå høyere enn kr. 1,-. Styret i Nexus Floating Production Ltd har i møte 25. august 2011 gjort et vedtak om å gi styrets leder i samarbeid med administrasjonen fullmakt til å kalle inn til og gjennomføre en ekstraordinær generalforsamling for å vedta og gjennomføre en aksjespleis med en faktor på 20. Tidspunkt for innkalling og gjennomføring skal fastsettes av styreleder og administrasjon.

I den forbindelse viser jeg til formuleringene i selskapets rapport for 2. kvartal som ble publisert 26. august, hvor vi skriver:

On this basis the work to develop the Nexus#2 project is still ongoing. However the Board wishes to emphasize that the outcome of such work, including the discussions for an extended option period, is uncertain, and that the Company's ability to continue as a going concern on the basis of its present capital, will require a successful outcome of such work during 2011.

Selskapet arbeider med konkrete prosjekter knyttet til opsjonsavtalen for Nexus 2, men vi vil først vite hvorvidt dette kan bli en realitet mot slutten av året. Dersom dette arbeidet ikke lykkes, er det sannsynlig at styret vil iverksette en avviklingsprosess for de fire Nexus selskapene. Gjennomføringen av en generalforsamling påfører selskapet ikke ubetydelige kostnader, og vedtak om en aksjespleis innenfor 4 måneders fristen (14. november) for deretter muligens å iverksette en avviklingsprosess en måned senere ser vi på som ulogisk.

Vi ber derfor om at Oslo Børs forlenger tiltaksfristen for Nexus Floating Production Ltd til 28. februar 2012. Dette tidspunktet foreslås med hensyn til utløpet av opsjonsavtalen med Samsung Heavy Industries (se vedlagte rapport), samt gir rom for noe forsinkelse knyttet til arbeidet med å sikre en kontrakt for Nexus 2 FPSO.

Svar:

Det vises til søknad om utsettelse av fristen til å iverksette tiltak for å oppfylle kravet til

minste kursverdi i løpende forpliktelser pkt 2.4. Selskapet har hatt en aksjekurs under NOK 1 siden januar 2010. Oslo Børs var i kontakt med selskapet første gang i september 2010, men på grunn av endringer i denne bestemmelsen i løpende forpliktelser juli 2011, fikk selskapet førts i juli en frist frem til 14. november 2011 til å iverksette tiltak. Selskapet ønsker å utsette innkalling til ekstraordinær generalforsamling, hvor en såkalt spleis av selskapets aksjer skal foreslås for generalforsamlingen, fra 14. november 2011 til 28. februar 2012. Oslo Børs har på bakgrunn av de spesielle forholdene i denne saken valgt å etterkomme søknaden.

Hovedregel etter løpende forpliktelser pkt 2.4 er at kursverdien for selskapet aksjer ikke skal være lavere enn NOK 1. Dersom kursverdien har vært lavere enn NOK 1 over en periode på seks måneder, skal styret iverksette tiltak for å oppfylle kravet så snart som praktisk mulig og senest innen fire måneder etter utløpet av seks måneders perioden. Det følger av kommentaren til regelen om minste kursverdi i pkt 2.4 at børsen i unntakstilfeller kan forlenge nevnte tidsfrist for å iverksette tiltak for å bedre kursverdien. Det må i så fall godtgjøres ovenfor børsen at det foreligger særlige grunner som gjør det byrdefullt eller umulig for å selskapet å oppfylle fristen. Bakgrunnen for at Oslo Børs i denne situasjonen under tvil har innvilget en utsettelse av fristen er selskapets meget vanskelige finansielle situasjon. Oslo Børs ser at det på denne bakgrunn vil være byrdefullt for selskapet å kalle inn til ekstraordinær generalforsamling to ganger i løpet av så kort tid og at det vil medføre økte kostnader for selskapet. Oslo Børs understreker at 28. februar 2012 er absolutt seneste first for å ha iverksatt tiltak for å forbedre kursverdien, herunder ha innkalt til ekstraordinær generalforsamling. En ny utsettelse – for eksempel til ordinær generalforsamling for 2012 - vil i utgangspunktet ikke bli gitt.

Vi ber om at selskapet holder oss oppdatert på situasjonen.

4.5.4 Egenkapitalbevis med ulike rettigheter (e-poster 14. og 15.9.2011)

Oslo Børs mottok følgende forespørsel per e-post:

Jeg viser til dagens telefonsamtale. Som avtalt oversendes en kort e-post om problemstillingen:

Ifølge børsmelding 28.4.2011 har Sparebanken Vest og Sparebanken Hardanger avtalt at de egenkapitalbevisene som utstedes av Sparebanken Vest til Sparebankstiftinga Hardanger skal ha rett til ½ utbytte for 2011.

Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt 11.4 (1) 1. punktum legger opp til en automatisk børsnotering av senere kapitalforhøyelser i samme aksjeklasse og iflg. 2. punktum at opptak til notering skal skje uten ugrunnet opphold etter registrering av kapitalforhøyelse.

Det vil på grunn av avtalen om rett til ½ utbytte for 2011 i realiteten være forskjellige rettigheter knyttet til de egenkapitalbevisene som utstedes til Sparebankstiftinga Hardanger og øvrige egenkapitalbevisiere i Sparebanken Vest frem til utbetaling av utbytte i Sparebanken Vest for 2011 som antas å bli fastsatt i forbindelse med representantskapsmøte ca i midten av april 2012. Følgelig må disse egenkapitalbevisene stå på et eget ISIN nr frem til tidspunktet for utbyttebetaling i 2012. I og med at børsen kan gjøre unntak fra løpende forpliktelser pkt 11.4 (1) annet punktum, mener vi at en praktisk tilnærming til problemstillingen er at børsnoteringen av de nyutstedte egenkapitalbevisene utsettes til dato for utbyttebetaling i Sparebanken Vest for 2011.

Vi ber om en snarlig tilbakemelding på børsens syn på saken, idet spørsmålet for opptak til notering av de nyutstedte egenkapitalbevisene har betydning for tidspunktet for utarbeidelse av "tilsvarende dokument" etter verdipapirhandelloven § 7-5 første ledd nr

5, jf. § 7-13.

Oslo Børs svarte følgende:

Det opplyses at egenkapitalbevisene som utstedes til Sparebankstiftinga Hardanger skal stå på et eget ISIN nr frem til utbyttebetaling i april 2012 pga forskjellige rettigheter knyttet til ek-bevisene frem til utbyttebetalingen.

Videre opplyses det at ek-bevisene kun utstedes til én egenkapitalbeviser og det er muntlig opplyst at partene er enige om at børsnoteringen av de nyutstedte egenkapitalbevisene utsettes til dato for utbyttebetaling i Sparebanken Vest i april 2012.

På denne bakgrunn vil Oslo Børs ikke ha innvendinger mot en fremgangsmåte som nevnt. For ordens skyld minnes imidlertid om bankens plikt til straks å offentliggjøre at kapitalforhøyelsen er registrert i Foretaksregisteret, jf løpende forpliktelser pkt 11.4 annet ledd. I denne forbindelse bør det også opplyses at de nyutstedte egenkapitalbevisene ikke vil bli overført til bankens ordinære ISIN og børsnoteres før etter representantskapsmøte i april 2012.

4.5.5 Discovery Offshore S.A: - Brudd på plikt til å sende kopi av flaggemelding – løpende forpliktelser pkt 13.2.2 (10) (brev av 14.10.2011)

Reference is made to the correspondence between Discovery Offshore S.A. ("Discovery") and Oslo Børs in the period 5 October to 9 October 2011 regarding the disclosure of Goldman Sachs Investment Strategies L.L.C.'s ("Goldman Sachs") disposal of shares through a stock exchange announcement on 27 September.

Even if the notification of the crossing of the 15 % and 10 % thresholds, made by Goldman Sachs, occurred on 13 September 2011 the notification is dated 19 September. However, and in accordance with above mentioned correspondence, the notification was not received by Discovery before 21 September. As described in our e-mail of 5 October the Norwegian Securities Trading Act section 4-2 does not apply for listed companies for which Norway is host state owing to the fact that similar requirements apply in the company's home state. Notwithstanding, Oslo Børs has, through section 13.2.2 (10) of the Continuing obligations of stock exchange listed companies, imposed an independent duty for host state issuers to "immediately send to Oslo Børs any notices it receives in respect of disclosure of large shareholdings". Consequently, Discovery should on 21 September either have forwarded the notification received from Goldman Sachs to the Surveillance and Operations Department at Oslo Børs for publication or publicly disclosed the notification through the Oslo Børs information system by itself. The notification was not made public before 27 September at 16:31 (CET), and the company was then in breach with Oslo Børs' continuing obligation for approximately six days (four business days). Discovery has explained that complexities associated with the application of dual regulatory regimes as well as circumstances caused by the company's service provider account for the delay.

After an assessment Oslo Børs find reason to criticize the company's information handling in regard to the late publication. An overdue of several days is not acceptable for a listed company even if it might be perceived challenging for a non-Norwegian company to deal with dual regulatory regimes. Further, in cases where a service provider does not fulfill any of its obligations on behalf of a listed company, the company will irrespectively be responsible towards Oslo Børs.

Oslo Børs is confident that the company shares our concern for correct and timely disclosure of information and for regulatory compliance in general, and trusts that the

company will examine and implement the necessary routines and back-up routines to manage its disclosure and filing obligations in the future. In respect of the latter we take into account that the company already has adopted a new routine for handling future notifications received.

Notwithstanding the above referred breach of Oslo Børs' internal rules made by Discovery Offshore S.A, Oslo Børs has on a matter of routine reported the facts in this case to The Financial Supervisory Authority of Norway ("Norwegian FSA"). The purpose of this report is that the Norwegian FSA might consider forwarding the report to the competent authority in Luxembourg. This in order to evaluate whether Goldman Sachs Investment Strategies L.L.C. and/or Discovery Offshore S.A. have breached any of the notification requirements of the Transparency Directive as implemented in Luxembourg legislation.

With this letter, and the report to the Norwegian FSA, the matter is concluded at the exchange without imposing a violation charge in accordance with Section 15.4 of the continuing obligation of the Stock Exchange Regulation Section 31. This letter may be used for educational purposes as a general prevention to other market participants.

4.5.6 NetConnect – suspensjon av aksjen pga usikkerhet i prisingen (Børsens vurdering av 07.12.2011)

Selskapet NetConnect vedtok på ekstraordinær generalforsamlingen den 7. desember 2011 at det skulle gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon og at aksjonærer pr. 7. desember 2011 skulle få rett til å motta omsettelige tegningsretter. Generalforsamlingen vedtok et prisintervall på NOK 2,5 til 10 og ga videre styret fullmakt til å fastsette endelig tegningskurs innenfor intervallet. Aksjen handlet på det tidspunktet til rundt 30 øre (etter planlagt gjennomført spleis 10:1 tilsvarte dette ca. NOK 3).

Utfordringen som oppstod var at intervallet dette skulle gjøres innenfor var NOK 2,5 til 10 kombinert med at aksjen gikk ex rett til å delta i fortrinnsrettsemisjonen den 8. desember, altså før den endelige prisfastsettelsen ville bli avklart. Aksjen handlet på det tidspunktet til rundt 30 øre (etter planlagt gjennomført spleis 10:1 tilsvarte dette ca. NOK 3). Børsen vurdering var at det ble vanskelig å prise aksjen når intervallet var så uavklart på datoen aksjene skulle handles uten rett til deltagelse i fortrinnsrettsemisjonen. Dette ble kommunisert til selskapet at aksjen sannsynligvis kom til å bli stoppet for handel fra neste dag hvis det ikke forelå ny informasjon om tegningskursen. Tegningskursen ble ikke avklart innen børsåpning 8. desember og følgelig besluttet børsen å innføre suspensjon av selskapets aksjer fra notering. Selskapet kom med melding om endelig tegningskurs den 14.12.2011. Selskapets aksjer ble da tatt opp igjen til notering. Nedenfor er inntatt børsmeldinger offentliggjort i denne forbindelse.

Ex tegningsretter i dag (Melding offentliggjort av selskapet den 07.12.2011)

Det vises til børsmelding datert 7. desember 2011, vedrørende generalforsamlingens vedtak om å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon i NetConnect ASA ("Selskapet").

Aksjene i Selskapet noteres ex tegningsretter fra og med i dag, 8. desember 2011.

For ytterligere informasjon ta kontakt med:

Pål Storehaug

CEO

Tel: (+47) 930 96 490

E-post: ps@netconnect.com

NETCONNECT

Tegningskurs i fortrinnsrettsemissjon (Melding offentliggjort av selskapet den 14.12.2011)

Det vises til børsmelding datert 7. desember 2011, vedrørende generalforsamlingens vedtak om å gjennomføre en fortrinnsrettsemissjon i NetConnect ASA. Styret i NetConnect ASA har i dag besluttet at tegningskurs i fortrinnsrettsemissjon blir NOK 2,5 per aksje etter spleis.

For ytterligere informasjon ta kontakt med:

Pål Storehaug

CEO

Tel: (+47) 930 96 490

E-post: ps@netconnect.com

OSLO BØRS – SUSPENDED (Melding offentliggjort av Oslo Børs den 07.12.2011)

Due to uncertainty regarding the price in the Rights Issue announced on December 7 2011, Oslo Børs and The Financial Supervisory Authority of Norway has suspended the shares in NetConnect ASA in anticipation of a clarification on the matter from the company.

OSLO BØRS – SUSPENDED (Melding offentliggjort av Oslo Børs den 14.12.2011)

See the announcement issued by NETCO. In view of this Oslo Børs and The Financial Supervisory Authority of Norway has restored the company to listing with a pre-trade session to 11:05.

5. TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD

5.1 Kontrollerte tilbud

Selskap	Pliktig/ frivillig tilbud	Dato godkjent
Simtronics ASA	Frivillig	1.3.2011
Ignis ASA	Frivillig	7.4.2011
Simtronics ASA	Tvangsinnløsning	12.5.2011
Maritime Industrial Services Ltd. Inc.	Frivillig	19.5.2011
Ignis ASA	Pliktig	23.5.2011
Mamut ASA	Frivillig	17.6.2011
Maritime Industrial Services Co. Ltd. Inc.	Pliktig	19.7.2011
Saga Tankers	Frivillig	5.7.2011
AKVA Group ASA	Pliktig	21.7.2011
Mamut ASA	Tvangsinnløsning	19.7.2011
Aker Drilling ASA	Frivillig	25.8.2011
GC Rieber Shipping ASA	Frivillig	9.9.2011
Inmeta Crayon ASA	Frivillig	14.12.2011
Sevan Marine ASA	Pliktig	1.12.2011
Aktiv Kapital ASA	Pliktig	16.12.2011

5.2 Pliktig tilbud

5.2.1 Børsklagenemndens sak 1/2011: Wilh. Wilhelmsen

Avgjørelse av 1. juni 2011 av klage fra Wilhelm Wilhelmsen og Thomas Wilhelmsen over Oslo Børs ASAs vedtak av 1. mars 2011, knyttet til tilbudspliktsreglens anvendelse og rekkevidde på enkelte nærmere angitte disposisjoner i et generasjonsskifte i Wilh. Wilhelmsen-konsernet.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder problemstillinger knyttet til tilbudspliktsreglens anvendelse og rekkevidde på enkelte nærmere angitte disposisjoner etter et generasjonsskifte.

Etter drøftelser i 2010 om forståelse av reglene om tilbudsplikt ble Oslo Børs ASA ("Oslo Børs" eller "børsen") i brev av 17. januar 2011 fra advokatfirmaet Wikborg Rein, på vegne av Wilhelm Wilhelmsen og Thomas Wilhelmsen ("klagerne"), anmodet om å treffe vedtak knyttet til tilbudspliktsreglens anvendelse og rekkevidde på enkelte nærmere angitte disposisjoner etter et generasjonsskifte i Wilh. Wilhelmsen-konsernet.

Ved brev av 1. mars 2011 besluttet børsen ikke å treffe vedtak som anmodet, under henvisning til manglende hjemmelsgrunnlag for børsen til å treffe et slikt vedtak. Det ble videre redegjort for børsens vurdering av tilbudspliktsreglens anvendelse på de beskrevne disposisjonene, hvorpå børsen konkluderte med at enkelte av disse ville utløse en etterfølgende tilbudsplikt.

I brev av 7. april 2011 fra klagerne representert ved Wikborg Rein, ble børsens vedtak påklaget, jf. børsloven § 40. Klagen gjaldt børsens vedtak og vurderinger for så vidt angår fritak for tilbudsplikt ved etterfølgende erverv av aksjer i Wilh. Wilhelmsen Holding ASA ("WWH") for Tallyman AS ("Tallyman") vedkommende, og etterfølgende erverv av aksjer i Wilh. Wilhelmsen ASA ("WW ASA") for WWHs vedkommende.

Oslo Børs vurderte klagen, men fant ikke grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble derfor ved brev av 11. mai 2011 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 1. juni 2011. Ved behandlingen deltok Bjørg Ven, Trygve Bergsåker, Jøril Mæland, André Michaelsen og Bernt Zakariassen.

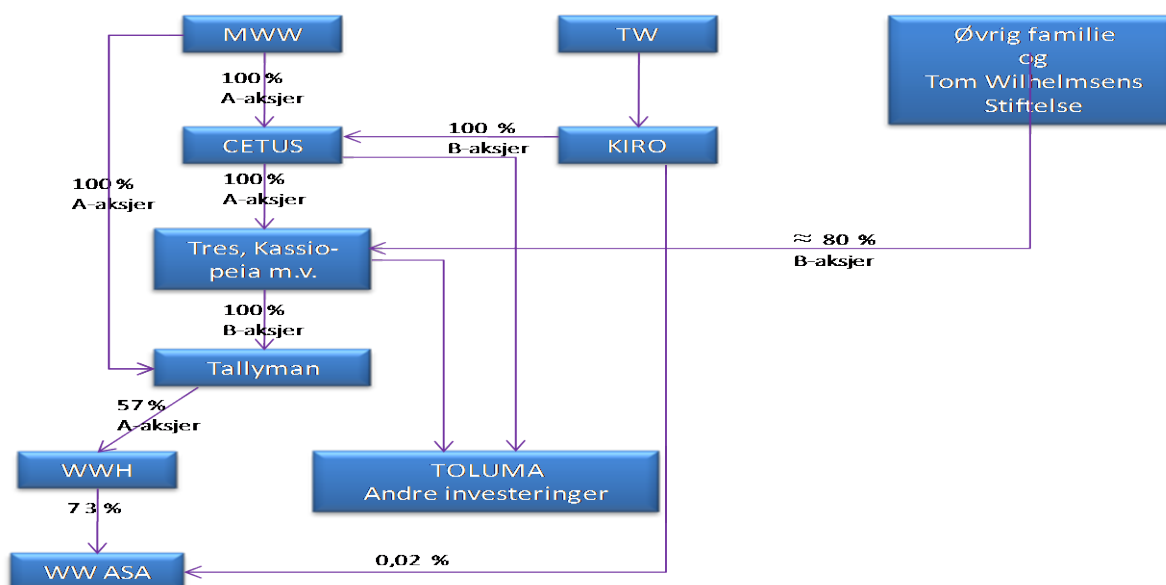
2. Om Wilh. Wilhelmsen-konsernet

2.1 Dagens selskaps- og eierstruktur

På bakgrunn av opplysninger i klagerens brev av 17. januar 2011 og fremstillingen i klagen av 7. april 2011 beskriver børsen selskaps- og eierstrukturen i Wilh. Wilhelmsen-konsernet på følgende måte i sitt oversendelsesbrev av 11. mai 2011:

"I juni 2010 ble det gjennomført en restrukturering av Wilh. Wilhelmsen ASA, hvor selskapet skiftet navn til Wilh. Wilhelmsen Holding ASA ("WWH") og noteringen ble videreført under det nye navnet. Ved restruktureringen ble en del av virksomheten skilt ut og lagt over i en ny juridisk enhet som ved gjennomføringen fikk navnet Wilh. Wilhelmsen ASA ("WW ASA"). Aksjene i WW ASA ble, etter et nedsalg av i overkant av 25 %, tatt opp til notering.

Dagens eierstruktur kan (i noe forenklet versjon) skisseres slik:



Tallyman AS ("Tallyman") eier i dag 57 % av de stemmeberettigede aksjene i WWH. WWH eier igjen ca. 7.3 % av aksjene i WW ASA. Det er opplyst at Tallymans primære virksomhet er å eie aksjer i WWH.

Tallyman har utstedt én stemmeberettiget aksje som eies av Morten Wilhelm Wilhelmsen ("MWW"). Øvrige aksjer i Tallyman er stemmerettsløse og eiet av andre selskaper knyttet til Wilhelmsen-familien. Utbytte fra Tallyman går indirekte videre inn i investeringselskapet Toluma AS, som forvalter overskuddene av den børsnoterte virksomheten på vegne av familien. Familiemedlemmer som ikke er i nedadgående linje fra MWW oppebærer ca. 80 % av avkastningen på de investeringer som foretas i denne strukturen, mens MWW oppebærer ca. 20 %. I tillegg til sitt eierskap i WWH via Tallyman, eier MWW ca 0,25 % av aksjene i WWH direkte, mens hans kone eier ca. 0,03 % av aksjene i WWH."

2.2 Dagens juridiske status for Tallyman og WWH

I børsens oversendelsesbrev av 11. mai 2011 legges det til grunn at gjeldende juridiske status for Tallyman og WWH er følgende:

- *"Tallyman (og den konsoliderte gruppe Tallyman inngår i) eide mer enn 50 % av aksjene i WWH ved ikrafttredelsen av verdipapirhandelloven av 2007. Tallyman og konsoliderte parter kan dermed erverve ytterligere aksjer i WWH uten å utløse tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (2). Dette følger etter gjeldende lovgivning av vphl. § 18-2 (3) hvor det fremgår at § 6-6 (2) som hovedregel kun får anvendelse for aksjeeier som passerer tilbudspliktstersklene etter lovens ikrafttredelse.*
- *WWH og dets konsoliderte parter eide mer enn 50 % av aksjene på tidspunkt for notering av WW ASA og utløser ikke tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (2) ved ytterligere erverv av aksjer i WW ASA ettersom WWH ikke anses å ha "passert" noen tilbudspliktsterskel, jf. også Ot. prp. nr. 38 (2006-2007) s. 447. (...)*

2.3 Arveovergang

Som ledd i et generasjonsskifte ønsker Morten Wilhelm Wilhelmsen ("MWW") å overdra den stemmeberettigede aksjen i Tallyman til sin sønn, Thomas Wilhelmsen ("TW"). Aksjen skal etter det opplyste overdras ved arv. TW er i dag CEO i WWH og styreleder i WW ASA. TW kontrollerer også (via investeringselskapet Kiro Invest og konsolidert med sin datter Elisabeth) 0,064 prosent av den stemmeberettigede aksjekapitalen i WWH.

Om arveovergangen uttaler børsen følgende i sitt oversendelsesbrev av 11. mai 2011:

"Tilbudsplikt utløses for den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et selskap notert på norsk regulert marked, jf. vphl. § 6-1 (1). Tilsvarende gjelder ved erverv av aksjer som representerer mer enn 50 % av stemmene i et selskap hvis vesentlig virksomhet består i å eie aksjer i et selskap som nevnt, jf. vphl. § 6-1 (2). I utgangspunktet vil derfor overdragelsen av den stemmeberettigede aksjen i Tallyman utløse tilbudsplikt på TWs hånd.

Det følger imidlertid av vphl. § 6-2 (1) nr. 1 at tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 som utgangspunkt ikke inntreer ved erverv i form av arv. Børsen har lagt til grunn at overdragelsen av Tallyman-aksjen fra MWW til TW gjennomføres ved en arvedisposisjon som faller inn under unntaket i vphl. § 6-2 (1) nr. 1.(...).

3. Sakens bakgrunn

På bakgrunn av omstendighetene rundt arvedisposisjonen, og det forhold at Tallyman og WWH i dag kan gjennomføre erverv i henholdsvis WWH og WW ASA uten å utløse tilbudsplikt, anmodet klagerne i brev av 17. januar 2011 Oslo Børs om å treffe vedtak med hjemmel i vphl. § 6-5 (2), om at følgende disposisjoner kan foretas etter at MWW

har overdratt sin stemmeberettigede aksje i Tallyman til TW ved arvedisposisjon:

- a) Tallyman gis rett til å erverve aksjer i WWH uten å utløse tilbudsplikt så fremt Tallymans aksjeeie i WWH ikke på noe tidspunkt faller under 50 prosent av stemmene i WWH.
- b) WWH gis rett til å erverve aksjer i WW ASA uten å utløse tilbudsplikt så fremt WWHs aksjeeie i WW ASA ikke på noe tidspunkt faller under 50 prosent av stemmene i WW ASA.

Ved brev av 1. mars 2011 besluttet børsen ikke å treffe vedtak som anmodet, under henvisning til manglende hjemmelsgrunnlag for børsen til å treffe et slikt vedtak. Oslo Børs uttalte videre at det var børsens vurdering at de beskrevne transaksjonene ville utløse tilbudsplikt. Oslo Børs opplyste i brevet av 1. mars 2011 at den anså *"børsens vurdering gjengitt under punkt 3.2 og 3.3 over om ikke å fatte vedtak som anmodet i Wikborg Reins brev av 17. januar 2011 romertall (i) og (ii) som et vedtak som kan påklages, jf. børsloven § 40."* Oslo Børs forlenget etter anmodning klagefristen til 8. april 2011.

På vegne av klagerne påklaget Wikborg Rein børsens vedtak i brev av 7. april 2011.

Oslo Børs vurderte klagen, men fant ikke grunn til å omgjøre vedtaket av 1. mars 2011. Saken ble derfor ved brev av 11. mai 2011 oversendt Børsklagenemnden for behandling.

Det nærmere innholdet og anførselene i klagerens henvendelse av 17. januar 2011 er nærmere beskrevet i punkt 5, og børsens vurderinger og vedtak av 1. mars 2011 er beskrevet i punkt 6 nedenfor. Klagen av 7. april 2011 over børsens vedtak er beskrevet i punkt 7, mens børsens merknader til klagen i oversendelsesbrev av 11. mai 2011 er omtalt i punkt 8. Børsklagenemndens vedtak fremgår av punkt 9.

4. Rettslig grunnlag

Verdipapirhandelloven (lov 29. juni 2007 nr. 76) ("vphl.") kapittel 6 inneholder regler om tilbudsplikt ved oppkjøp.

Det følger av vphl. § 6-1 (1) at tilbudsplikt inntreffer for *"Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked"*. Regler om gjentatt tilbudsplikt ved 40 og 50 prosent følger av vphl. § 6-6 (1).

Av vphl. § 6-1 (2) følger at

(2) 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,*

Av vphl. § 6-2 (1) nr. 1 følger at:

- 1) *Tilbudsplikt etter § 6-1 og § 6-6 inntreffer ikke ved erverv i form av*
 1. *arv eller gave,*

Av vphl. § 6-5 følger at:

(1) I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5. Tilbudsplikt inntreffer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i

§ 2-5.

(...)

(2) Tilbudsmyndigheten avgjør om det skal foretas identifikasjon etter første ledd. Tilbudsmyndighetens vedtak skal meddeles deltakerne i den i gruppen som er gjenstand for identifikasjon.

Av vphl. § 6-6 (2) følger at:

"[a]ksjeeier som har passert tilbudspliktsgrense som nevnt i § 6-1 eller § 6-6 første ledd på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud, plikter ved ethvert etterfølgende erverv som øker stemmeandelen, å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet".

Av vphl. § 18-2 (3) følger at:

(3) § 6-6 annet ledd gjelder for aksjeeier som passerer tilbudspliktsgrensene etter lovens ikrafttredelse. § 6-6 annet ledd gjelder likevel for

1. *den som eier aksjer som representerer mellom 1/3 og 40 prosent av stemmene i selskapet ved lovens ikrafttredelse,*
2. *den som før lovens ikrafttredelse har passert tilbudspliktsgrensen på 40 prosent på en måte som ikke utløser tilbudsplikt og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud,*
3. *den som per 1. desember 1997 eide aksjer som representerer mellom 40 og 45 prosent av stemmene, og som uavbrutt har eid aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene frem til lovens ikrafttredelse uten å fremme tilbud i samsvar med bestemmelsene om pliktig tilbud.*

5. Anmodning om vedtak

Under henvisning til vphl. § 6-5 (2) ble Oslo Børs i brev av 17. januar 2011 anmodet om å treffe vedtak om at Tallyman etter arveoverdragelsen gis rett til å erverve aksjer i WWH uten å utløse tilbudsplikt så fremt Tallymans aksjeeie i WWH ikke på noe tidspunkt faller under 50 prosent av stemmene i WWH. Som grunnlag for dette anføres i brevets punkt 4.1.3:

"Børsen skal i henhold til vphl. § 6-5 (2) ta stilling til om det foreligger grunnlag for konsolidering i forbindelse med tilbudsplikt. Etter vår oppfatning må børsen kunne tolke konsolideringss spørsmålet i lys av de konsekvenser tilbudsplikten får for den gruppe som rammes. Per i dag kan Tallyman erverve ytterligere aksjer i WWH uten å utløse tilbudsplikt som følge av at Tallyman representerer en konsolidert gruppe som eide aksjer før innføring av tilbudspliktsreglene. Ca 80 % av det økonomiske utbyttet vil også etter overdragelsen av den stemmeberettigede aksje i Tallyman tilhøre den samme grupperingen. Som nevnt blir utbyttet fra den noterte virksomheten gjennom den foreliggende selskapsstruktur forvaltet av et profesjonelt investeringsstyre på vegne av hele familien. På bakgrunn av de spesielle forholdene og den lange historien til Wilhelmsen familiens rederivirksomhet på Oslo Børs, vil ikke markedet etter vår oppfatning anse en overdragelse fra MWW til TW som et kontrollskifte. Uten at vi er direkte kjent med den Eiermessige organiseringen i andre børsnoterte selskaper legges det til grunn at tilsvarende historiske faktum kan tenkes å foreligge kun for et meget lite antall selskaper notert på Oslo Børs i dag. For å avskjære tvil om motivasjonen for denne tolkningen mener vi reelle hensyn tilsier at TW personlig eller selskaper han kontrollerer utenfor den forvaltningsstruktur som er opprettet for å ivareta familien Wilhelmsens investering, bør være avskåret fra å erverve ytterligere aksjer i WWH (med mindre det skjer etter unntatte former som erverv f. eks ved arv, gave eller for øvrig iht. § 6-2 (1)).

Per i dag gjelder det Kiro og etter arveovergang, AS Cetus. En beslutning om at Tallyman skal anses å videreføre det unntak som selskapet har per i dag, som følge av at Tallyman representerer en gruppe som eide aksjer før tilbudsreglene, antas ikke få omfattende ringvirkninger, da det må legges til grunn at en tilsvarende problemstilling kun kan være aktuelt for et svært lite antall selskaper på Oslo Børs.”

Under henvisning til vphl. § 6-5 (2) ble Oslo Børs i brev av 17. januar 2011 videre anmodet om å treffe vedtak om at WWH gis rett til å erverve aksjer i WW ASA uten å utløse tilbudsplikt så fremt WWHs aksjeeie i WW ASA ikke på noe tidspunkt faller under 50 prosent av stemmene i WW ASA.

I brevet anføres det for det første at TWs erverv av den stemmeberettigede aksjen ikke kan anses som et indirekte erverv i WWH, hvilket som utgangspunkt utløser tilbudsplikt iht. § 6-1 (2). Det pekes imidlertid på at ervervet av aksjen i Tallyman medfører at det etableres en ny konsolidert gruppe hvor TW, Tallyman og WWH inngår som følge av eierskap, jf. vphl. § 2-5, og at selv om ikke etablering av nye konsoliderte grupper utløser tilbudsplikt ved etablering, vil etableringen anses som en passering av grensen uten tilbudsplikt som leder til tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, jf. vphl. § 6-6 (2). Det anføres imidlertid at WWHs isolerte unntak for erverv av ytterligere WW ASA aksjer som følge av at WWH eide mer enn 50 prosent av aksjene i WW ASA på det tidspunkt WW ASA ble børsnotert, må innebære at WWH likevel ikke pålegges tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (2) ved eventuelt etterfølgende erverv i WW ASA. Det anføres at det må vektlegges at erverv av den stemmeberettigede aksjen ikke kan anses som et indirekte erverv etter vphl. § 6-1 (2), og at TWs inntreden i gruppen ikke medfører et kontrollskifte. WWH eier fremdeles den kontrollerende posten i WW ASA og TWs direkte og indirekte kontroll begrenses av det rammeverk og de krav til uavhengighet som stilles til de børsnoterte selskapene, herunder styremedlemmenes uavhengighet og plikt til å fremme selskapets og aksjonærfellesskapets interesser.

6. Børsens vedtak og vurderinger

I brev av 1. mars 2011 (“vedtaket”) avslo børsen å treffe vedtak som anmodet i klagerens brev av 17. januar 2011, men gjennomførte en vurdering av om de beskrevne transaksjonene ville utløse tilbudsplikt.

Om Tallymans erverv av ytterligere aksjer i WW ASA

Når det gjelder spørsmålet om Tallyman gis rett til å erverve aksjer i WWH uten å utløse tilbudsplikt så fremt Tallymans aksjeeie i WWH ikke på noe tidspunkt faller under 50 prosent av stemmene i WWH, siteres følgende fra vedtaket punkt 3.2:

“Oslo Børs forstår henvendelsen dit hen at det anmodes om at Oslo Børs med hjemmel i § 6-5 (2) treffer vedtak om fritak for tilbudsplikt for etterfølgende erverv av stemmeberettigede aksjer i WWH foretatt av Tallyman. Et slikt vedtak måtte etter børsens forståelse i så tilfelle bygge på at Oslo Børs med hjemmel i § 6-5 (2), og under henvisningen til formålsbetraktninger og reelle hensyn i forhold til de konkret angitte transaksjonene, unntar Tallyman og TW fra konsolideringsbestemmelsen i § 6-5 (1), med den konsekvens at Tallyman ikke pålegges tilbudsplikt i WWH, jf. § 6-6 (2).

Den opprinnelige forløperen til vphl. § 6-5 var verdipapirhandelloven av 1985 § 1-5. Den nevnte bestemmelsen lister i andre ledd opp tre konsolideringsalternativer. Videre fremgår at ‘børsstyret ved Oslo Børs avgjør om det inntreer tilbudsplikt etter dette ledd’. I forarbeidene fremgår følgende om bakgrunnen for tillegget om børsens myndighet til å treffe vedtak: ‘Som nevnt vil det i det enkelte tilfelle kunne oppstå tvil om et tilfelle omfattes av regelen i alternativet c) [konsolidering ved forpliktende samarbeid]. Utvalget har derfor foreslått en regel om at dette spørsmål skal avgjøres med bindende virkning

av børsstyret.' (NOU 1985:33 s 86). Forslaget ble fulgt opp av Finansdepartementet i Odelstingsproposisjonen hvor det fremgår om dette: 'En kan stå overfor en vanskelig bevismessig situasjon i tilfelle av fordekt samarbeid, og bestemmelsen kan reise flere spørsmål som må avklares i praksis når de oppstår. Det vil være ønskelig at tvil mht. samarbeid og tilbudsplikt kan avklares raskt. Det er derfor foreslått at Oslo Børs kan avgjøre om tilbudsplikt inntreffer eller ikke i tilfelle det er uenighet om dette.' (Ot.prp. nr 53 (1988-1989) s.26).

Oslo Børs forstår § 6-5 (2) slik at børsen kan treffe vedtak om anvendelsen av verdipapirhandellovens konsolideringsregler på konkrete saker. Dette vil som beskrevet være aktuelt i tilfeller hvor det kan være tvil mht. om det er grunnlag for konsolidering etter loven, jf. vphl. § 2-5. Børsen er imidlertid av den oppfatning at bestemmelsen ikke hjemler noen skjønsmessig adgang til å foreta formålsbaserte fortolkninger utenfor de rammer lovens ordlyd oppstiller, jf. også vedtak og uttalelser 2008 s. 107. Slik eierkonstellasjonen er beskrevet i Wikborg Reins brev av 17. januar kan det ikke være tvil om at TW etter arveoverdragelsen vil kontrollere Tallyman på en slik måte at Tallyman er å anse som TWs nærstående etter vphl. § 2-5 nr. 4. Børsen kan dermed ikke se at det foreligger hjemmelsgrunnlag for børsen til å frita fra konsolidering etter vphl. § 6-5 (1).

Oslo Børs kan heller ikke se at det foreligger annet rettslig grunnlag for at Tallyman skal være unntatt fra tilbudsplikt ved etterfølgende erverv i den beskrevne situasjon, herunder ved en form for videreføring av det unntak Tallyman i dag er omfattet av etter at kontrollen over selskapet er overdratt til en annen. Det må legges til grunn at § 18-2 (3) gjelder for aksjeeieren eller den konsoliderte gruppe så langt det ikke etter lovens ikrafttredelse skjer en overdragelse som rammes av §§ 6-1 eller 6-6 (1), eller som medfører tilbudsplikt ved etterfølgende erverv etter vphl. § 6-6 (2). Børsen kan ikke se at de anførte reelle hensyn kan sette til side en klar lovbestemmelse og klare forarbeidsuttalelser om tilbudsplikt for aksjeeier og nærstående ved erverv etter overføring av kontrollerende aksjepost ved arvedisposisjon, jf. pkt 3.1 over. Det er således børsens forståelse at eventuelle etterfølgende erverv som Tallyman foretar og som øker stemmeandelen i WWH utløser tilbudsplikt, jf. vphl. § 6-6-(2), jf. § 6-5 (1)."

Om WWHs erverv av ytterligere aksjer i WW ASA

Når det gjelder spørsmålet om WWH gis rett til å erverve aksjer i WW ASA uten å utløse tilbudsplikt så fremt WWHs aksjeeie i WW ASA ikke på noe tidspunkt faller under 50 prosent av stemmene, siteres følgende fra vedtaket punkt 3.3:

"Som redegjort for under punkt 3.2 over er det Oslo Børs' forståelse at børsens myndighet etter § 6-5 (2) er begrenset til å håndheve lovens krav og at bestemmelsen ikke hjemler noen skjønsmessig adgang til å foreta formålsbaserte fortolkninger utenfor de rammer lovens ordlyd oppstiller. Etter en eventuell overdragelse av Tallyman-aksjen fra MWW til TW vil det dannes en ny konsolidert gruppe ved at TW kontrollerer 100 % av de stemmeberettigede aksjene i Tallyman, som kontrollerer 57 % av de stemmeberettigede aksjene i WWH, som igjen eier 73 % av de stemmeberettigede aksjene i WW ASA. Konsolideringsgrunnlaget er vphl. § 2-5 nr. 3 og 4. TW kontrollerer gjennom sitt eierskap i Tallyman flertallet av de stemmeberettigede aksjene i WWH og har således 'bestemmende innflytelse' i WWH etter lovens definisjoner. Dette gjelder uavhengig av om selskapet er børsnotert eller om vedkommende aksjeeier personlig er representert i styret. Børsen kan således ikke se at det foreligger rettslig grunnlag for børsen til å frita WWH fra konsolidering etter vphl. § 6-5 (1) ved eventuelle etterfølgende erverv i WW ASA.

Det vises til at dersom WWH erverver ytterligere aksjer etter arveoverdragelsen vil det innebære at unntaket som selskapet isolert sett har settet til side, og at selskapet vil få

tilbudsplykt ved eventuelt etterfølgende erverv i WW ASA. Som nevnt vil ikke tilbudsplykt utløses for WWH i dag ved erverv av aksjer i WW ASA som en konsekvens av en ordlydsfortolkning av § 6-5 (2). WWH anses ikke å ha "passert" tilbudsplyktsgrensen da selskapet eide over 50 % av de stemmeberettigede aksjene ved børsnotering. Bestemmelsen må imidlertid anses å gjelde så langt det ikke inntreer omstendigheter som innebærer at tilbudsplykt inntreer på annet grunnlag, herunder ved etablering av ny konsolidert gruppe på bakgrunn av eierskifte høyere opp i strukturen som ikke i seg selv utløser tilbudsplykt, jf. vphl. § 6-6 (2) jf. § 6-5 (1). Oslo Børs kan således heller ikke se foreligger annet rettslig grunnlag for en eventuell videreføring av dagens situasjon for WWH etter overdragelsen av Tallyman-aksjen. Det er således børsens vurdering at WWHs eventuelle erverv av stemmeberettigede aksjer i WW ASA etter en overføring av Tallyman-aksjen fra MWW til TW ved arv, vil utløse tilbudsplykt for WWH."

7. Klagernes anførsler

Klagen av 8. april 2011 over børsens vedtak av 1. mars 2011 er begrunnet med feil i rettsanvendelsen.

Klagerne viser til at en aksjeeier som ved notering eier 50 prosent eller mer, ikke anses å ha "passert" tilbudsplyktsterskelen på en måte som ikke utløser tilbudsplykt jf. § 6-6 (2), og at aksjeeieren da er unntatt fra den etterfølgende tilbudsplykten i § 6-6 (2). Klagerne viser videre til at det er gitt tilsvarende regler for aksjeeier som eide mer enn 50 prosent ved verdipapirhandellovens ikrafttredelse jf. vphl. § 18-2 (3). Klagerne anfører at børsens vedtak bygger på feil rettsanvendelse, fordi verdipapirhandelloven ikke inneholder "regler om tilsidesettelse av slikt isolert unntak for en av gruppens medlemmer dersom han inngår i en konsolidert gruppe med andre som ikke oppebærer samme unntak isolert sett" (klagen punkt 4.1).

I den forbindelse siterer klagerne (klagen punkt 4.1) følgende fra børsens vedtak: "Etter vphl. § 6-5 (1) gjelder reglene om tilbudsplykt tilsvarende for aksjeeiers nærstående etter vphl. § 2-5. Dette gjelder også vphl. § 6-6 (2), i den forstand at etterfølgende erverv foretatt av arvemottakerens nærstående også vil utløse tilbudsplykt. En motsatt regel ville legge til rette for omgåelser av tilbudsplykten". Til dette utsagnet kommenterer klagerne at:

"Det er enighet om at lovens formål å sørge for at alle aksjonærer får en mulighet til å innløses dersom det skjer et kontrollskifte (slik definert ved de lovbestemte terskler) i det børsnoterte selskapet og videre at dersom selve kontrollskiftet er unntatt fra tilbudsplykt så skal ytterligere økning av eierandelen gi dem tilsvarende rett. Børsen gir her uttrykk for en tolkning av reglene som tilsier at en aksjonærs isolerte unntak fra etterfølgende tilbudsplykt settes til side dersom han inngår i en konsolidert gruppe og den konsoliderte gruppe endres, for å unngå omgåelser av regleverket, m.a.o. en formålstolkning av lovens regler. Vår oppfatning er at denne tolkningen ikke kan oppstilles som en regel men må baseres på en konkret tolkning fra tilfelle til tilfelle". (...)

Formålsbetraktningen går ikke lenger enn å søke å hindre at noen reelt sett får kontroll med de børsnoterte aksjene uten å fremsette pliktig tilbud. (...)

Alternativet til påleggelse av tilbudsplykt i tilfelle hvor en av gruppens medlemmer har et isolert unntak, er å la unntaket stå seg i den grad ytterligere aksjer handles av den part som innehar unntaket, men pålegge gruppens øvrige medlemmer tilbudsplykt dersom disse erverver ytterligere aksjer. Loven løser etter vår oppfatning ikke denne problemstilling. Tilbudsplykten er en svært tyngende plikt som kan pålegges av Oslo Børs i henhold til vphl. § 6-5 siste ledd. Man bør etter vår oppfatning utvise varsomhet med å pålegge en så tyngende plikt uten klar lovhjemmel eller grunnlag i andre kilder."

Om WWHs erverv av ytterligere aksjer i WW ASA

Når det gjelder spørsmål knyttet til WWHs erverv av ytterligere aksjer i WW ASA etter arveoverdragelsen, har klagerne tre hovedanførsler:

Den første anførselen er at TWs erverv av Tallyman ikke er å anse som et indirekte erverv av aksjene som i utgangspunktet utløser tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (2) jf. (1). Fra klagens punkt 4.2.2 siteres:

“Indirekte erverv jf. vphl. § 6-1 (2) nr 1 rammer erverv av mer enn 50 % av stemmene i selskap (her: Tallyman) hvis vesentligste virksomhet er å eie aksjer i et børsnotert selskap. TW erverver aksjer i Tallyman hvis vesentligste virksomhet er å eie aksjer i WWH (og dermed er et indirekte erverv av WWH aksjene jf. § 6-1 (2) nr. 1). Det er imidlertid WWH som eier aksjene i WW ASA og TW erverver ingen aksjer i WWH. Vi er enige i at omgåelseshensyn kan begrunne at regelen om indirekte erverv muligens må tolkes slik at ervervet rammes, dersom bestemmelsens øvrige vilkår oppfylles for det andre leddet i kjeden. Det er etter vår oppfatning ikke tilfellet her da WWHs vesentligste virksomhet ikke er å eie aksjer i WW ASA. I NOU 1992:2 s. 117 uttales om dette:

I det engelske regelverket er det som nevnt tidligere, lagt til grunn at tilbudsplikt normalt vil inntre der 75 % av selskapets aktiva består av de børsnoterte aksjene. Utvalget antar at en lignende grense bør kunne være veiledende for skjønnet også etter den bestemmelse som foreslår i vphl.

Den bokførte verdien av WW ASA aksjene i balansen til WWH utgjør ca. 52 %. Basert på forarbeidenes veiledning utgjør dermed ikke eie av WW ASA aksjer det vesentligste av virksomheten i WWH. Etter vår oppfatning er dermed ikke TWs erverv av aksjer i Tallyman et indirekte erverv av aksjene i WW ASA jf. § 6-1 (2). Konsekvensen av dette er at TW erverv ikke utløser tilbudsplikt i forhold til aksjonærene i WW ASA og selve ervervet krever ikke unntak (jf. § 6-2 (1) nr 1) for å gjennomføres uten at slik tilbudsplikt pålegges med henvisning til § 6-1 (2) nr 1. Av samme grunn kan heller ikke ervervet sies å medføre passering av terskelen ‘på en måte som ikke utløser tilbudsplikt’, jf. § 6-6 (2), med henvisning til at det skjer et indirekte erverv som i første omgang er unntatt fra tilbudsplikt etter § 6-2 (1) nr. 1.”

Klagerne anfører dernest at det ved TWs erverv av Tallyman-aksjen ikke etableres en ny konsolidert gruppe for så vidt gjelder aksjeeie i WW ASA, der etableringen anses som en passering av grensen uten tilbudsplikt som leder til tilbudsplikt ved etterfølgende erverv dersom gruppen øker sin stemmeandel i WW ASA, jf. vphl. § 6-6 (2) jf. § 6-5 (1). Klagerne påpeker at det er klart at TW skal konsolideres med Tallyman, jf. vphl. § 2-5 (1) nr. 4, og videre at Tallyman skal konsolideres med WWH, jf. vphl. § 2-5 nr. 3 og nr. 4. Det anføres imidlertid at TW ikke skal konsolideres med WWH for så vidt gjelder aksjeeie i WW ASA. Det vises i den forbindelse til ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 4 som omfatter “selskap hvor vedkommende selv eller noen som nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd, allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd.”. Det anføres at bestemmelsen ikke viser til aksjeloven § 1-3 fjerde ledd som er hjemmelen for å utvide konsernbegrepet til å omfatte “bestemor”. Klagerne anfører at lovens ordlyd ikke bør gis utvidende tolkning med mindre det er klart at ervervet er strukturert med tanke på å omgå tilbudsplikt.

Klagerne kommenterer at det heller ikke foreligger andre grunnlag for konsolidering, herunder forpliktende samarbeid etter vphl. § 2-5 nr. 5, som skulle innebære at TW og WWH skal konsolideres for så vidt gjelder aksjeeie og utøvelse av stemmerett i WW ASA, jf. vphl. § 6-5. Klagerne redegjør for styresammensetningen i henholdsvis WW ASA og WWH, og anfører at TW er daglig leder i WWH, men at han ikke har noen beslutningsmyndighet i forhold til WWHs stemmegivning i generalforsamlingen i WWASA,

og at styret i WWH er uavhengig av styret i WW ASA.

Klagernes tredje anførsel er at dersom man skulle komme til at det etableres en ny konsolidert gruppe, må WWHs isolerte unntak for etterfølgende tilbudsplikt, som følge av at WWH eide mer enn 50 prosent av aksjene i WW ASA ved børsnotering av sistnevnte, likevel måtte gjelde, i den forstand at WWH kan erverve ytterligere aksjer i WW ASA etter arvedisposisjonen uten å utløse tilbudsplikt. Det anføres at en motsatt konklusjon må bygge på en formålsbasert tolkning av reglene, under henvisning til at det er skjedd et reelt kontrollskifte i WW ASA, slik at lovens formål ikke oppfylles uten at det pålegges tilbudsplikt ved etterfølgende økning av kontroll for den nye gruppen.

Etter klagernes oppfatning innebærer ikke arveoverdragelsen at det finner sted et reelt kontrollskifte, og det foreligger derfor heller ikke grunnlag for en innskrenkende tolkning av WWHs unntak fra etterfølgende tilbudsplikt som følge av omgåelseshensyn.

Følgende siteres fra klagen punkt 4.2.5:

"Ved notering av WW ASA var markedet kjent med at selskapet ville ha en stor aksjonær; WWH som ville eie i underkant av 75 % av aksjene. WWH kan per i dag erverve ytterligere aksjer eller selge seg ned så fremt selskapet ikke faller under 50 % av stemmene i WW ASA. Markedet har dermed etter verdipapirhandellovens system ingen berettiget forventning om å motta et pliktig tilbud dersom WWH øker sin stemmeandel i WW ASA. WWH er et børsnotert selskap med et styre som nevnt er uavhengig av Tallyman og MWW (og TW). WWH opererer innenfor et notert regime og corporate governance regler. WWHs styrende organer vil være de samme etter en eventuell arveoverdragelse av den stemmeberettigede aksjen i Tallyman. Basert på ovennevnte er det vår oppfatning at TW ikke reelt får kontroll over WW ASA aksjene gjennom ervervet av stemmene i Tallyman. Den reelle og formelle eier av WW ASA aksjene er WWH og denne utøves etter overdragelsen av Tallyman aksjen til TW av WWH som en selvstendig juridisk enhet.

Vi påpeker videre at dersom man hadde valgt å gjennomføre generasjonsskifte ved overdragelsen av Tallyman aksjen før denne omorganiseringen, ville WWH vært unntatt fra etterfølgende tilbudsplikt ved erverv av ytterligere WW ASA aksjer selv om TW eide aksjen i Tallyman. Det er en kjensgjerning at det før eller siden skal skje et generasjonsskifte i Wilhelmsen konsernet som det må legges til grunn at markedet er kjent med. Det fremstår da som en mer tilfeldig konsekvens enn en berettiget markedsforventning at WWH pålegges en tilbudsplikt ved etterfølgende erverv etter at TW har overtatt den stemmeberettigede aksjen i Tallyman.

Påleggelse av tilbudsplikt er en svært tyngende plikt for den som rammes. Ettersom verdipapirhandelloven ikke inneholder regulering som tilsier at WWHs unntak fra tilbudsplikt ved etterfølgende erverv skal settes til side når det skjer endringer i den konsoliderte gruppen, må det sterke reelle hensyn til for å begrunne en slik tilsidesettelse. Etter vår oppfatning foreligger ikke slike sterke grunner basert på omgåelsesbetraktninger som en konsekvens av at TW overtar kontrollen av Tallyman aksjen."

Om Tallymans erverv av ytterligere aksjer i WWH

Når det gjelder spørsmålet knyttet til Tallymans erverv av ytterligere aksjer i WWH etter arveoverdragelsen, legger klagerne til grunn at TWs erverv av Tallyman-aksjen er et indirekte erverv av WWH aksjene iht. vphl. § 6-1 (2) nr. 1, og at dersom TW erverver ytterligere aksjer, vil han pålegges tilbudsplikt ved etterfølgende erverv jf. vphl. § 6-6 (2). Klagerne legger videre til grunn at det gjennom TWs erverv dannes en ny konsolidert gruppe i forhold til kontroll over stemmene i WWH jf. vphl. § 6-5 jf. § 2-5 nr.

4, og at etableringen av konsolidert gruppe ikke utløser tilbudsplikt, men at gruppen vil utløse tilbudsplikt dersom den øker stemmekontrollen ytterligere, jf. § 6-6 (2) om etterfølgende erverv.

Klagerne anfører imidlertid at det må skje en videreføring av det isolerte unntaket Tallyman i dag er omfattet av som følge av at Tallyman eide over 50 prosent av stemmene i WWH ved verdipapirhandellovens ikrafttredelse, jf. vphl. § 18-2 (3), og at man da står overfor en regelkonflikt verdipapirhandelloven ikke selv regulerer. Fra klagen punkt 4.3 siteres følgende:

“Vphl inneholder regulering som tilsier at økningen av stemmeandelen etter gjennomføring av et indirekte erverv jf. vphl 6-1 (2) eller etablering av en ny konsolidert gruppe utløser tilbudsplikt. Verdipapirhandelloven inneholder imidlertid ikke regulering om hvorvidt dette er tilfelle der en av partene i den konsoliderte gruppe isolert sett har unntak fra etterfølgende tilbudsplikt og det er den part som innehar det isolerte unntaket som øker sin stemmeandel i det noterte selskapet. (...)

Ved slik regelstrid er det imidlertid naturlig å se om lovens formål ikke vil bli oppfylt uten at man lar den etterfølgende tilbudsplikten som følge av det indirekte ervervet eller etableringen av en ny konsolidert gruppe gå foran Tallymans isolerte unntak. Etter vår oppfatning må de reelle hensynene som begrunner en slik tilsidesettelse være sterke og klare ettersom tilbudsplikten vil være svært tyngende for den som underlegges plikten.

Vi viser til redegjørelsen for eierstruktur og historikk i Wilh. Wilhelmsen konsernet over i punkt 1 og mer utfyllende i Brevet punkt 2. Strukturen er foredlet gjennom 150 års erfaring og er ikke opprettet av omgåelseshensyn, men med formål å sikre optimal langsiktig drift samtidig som den økonomiske gevinsten skal fordeles mellom familiens medlemmer i bredere forstand. Utbytte fra Tallyman går indirekte videre i Toluma-systemet og forvaltes derfra. Den økonomiske realiteten er at ca. 80 % av utbytte fra WWH, gjennom den skisserte selskapsstrukturen, tilegnes andre familiemedlemmer enn MWW (TW etter overdragelsen) og Tom Wilhelmsens Stiftelse.

Eierstrukturen til familien Wilhelmsen via Tallyman er opprettet med det formål å sikre at familiens eie i WWH forvaltes på en hensiktsmessig og rettferdig måte både fra et økonomisk og driftsmessig perspektiv. Selv om de øvrige deler av familien oppebærer kun økonomisk fordel er dette selvsagt betinget av at WWH styres i alles interesse. Det vil få store konsekvenser for et av Norges eldste børsnoterte rederier dersom TWs overtakelse av stemmene i Tallyman medfører at Tallyman ikke lenger har fleksibilitet til å justere sitt eierskap i WWH i intervallet over 50 %.

Påleggelse av tilbudsplikt er en svær tyngende plikt som bør benyttes med varsomhet og kun i klare tilfelle. Når loven ikke inneholder klar regulering som medfører tilsidesettelse av Tallymans isolerte unntak fra tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, må tilsidesettelse under henvisning til formålsbetraktninger baseres på at det er klart at lovens formål ellers vil bli omgått (...)”

8. Børsens merknader til klagen

Oslo Børs har vurdert klagen av 8. april 2011 og ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket av 1. mars 2011.

I oversendelsesbrevet til Børsklagenemnden av 11. mai 2011 gjentar børsen innledningsvis at børsens myndighet etter vphl. § 6-5 (2) er begrenset til å håndheve lovens krav, og at bestemmelsen ikke hjemler noen skjønnsmessig adgang til å foreta formålsbaserte fortolkninger utenfor de rammer lovens ordlyd oppstiller.

Om WWHs erverv av ytterligere aksjer i WW ASA

Når det gjelder klagernes anførsel om at TW ikke skal konsolideres med WWH etter vphl. § 2-5 nr. 4, kommenterer børsen følgende i sitt oversendelsesbrev punkt 8.3:

"TW eier etter arveoverdragelsen alle de stemmeberettigede aksjene i Tallyman og skal således konsolideres med Tallyman etter § 2-5 nr. 4. Tallyman eier 57 % av de stemmeberettigede aksjene i WWH og skal således konsolideres med WWH etter § 2-5 nr. 3. Etter børsens vurdering er WWH også å anse som TWs nærstående etter vphl. § 2-5 nr. 4.

Vphl. § 2-5 nr. 3 og 4 innebærer konsolidering av organisatorisk nærstående og regulerer forholdet mellom aksjonær og selskap vedkommende aksjonær kontrollerer. Etter § 2-5 nr. 4 skal personlig aksjonær konsolideres med selskaper vedkommende aksjonær kontrollerer etter de samme regler som avgjør når selskaper skal konsolideres fordi de inngår i konsern. Det er utvilsomt at konsernbegrepet også omfatter mor og datterdatter, jf. asl. § 1-3. At kontrollbegrepet skal forstås på samme måte i begge tilfellene fremkommer blant annet av lovhistorikken. I den tilsvarende bestemmelsen i tidligere verdipapirhandelloven av 1985 ble det ikke skilt mellom de tilfeller hvor vedkommende aksjonær var en fysisk person og der vedkommende aksjonær var et selskap. Det avgjørende var om vedkommende hadde innflytelse som nevnt i aksjeloven av 1976 § 1-2, som var forgjengeren til dagens konserndefinisjon i aksjeloven og allmennaksjeloven § 1-3, og som i første ledd annet punktum inneholdt tilsvarende presisering som gjeldende asl. § 1-3 (4). I forarbeidene til verdipapirhandelloven av 1997 ble det foreslått å innta en egen bestemmelse om konsolidering ved konsern for å sikre at konsolideringen i dette tilfelle gikk begge veier, jf. NOU 1996:2 s. 114. Konsolidering mellom personlig aksjonær og kontrollerte selskaper ble videreført med henvisning til den gang gjeldende aksjelov § 1-2 samt selskapsloven § 1-2 andre ledd. Det fremkommer ingen steder at etterfølgende endring av henvisning til gjeldende aksjelov § 1-3 (2) skulle innebære en realitetsendring mht. hvem som skulle anses som nærstående etter bestemmelsen. Henvisningen til selskapsloven § 1-2 andre ledd gjelder fortsatt og omfatter klart nok også bestemmende innflytelse i datterdatter via datterselskap.

Aksjeloven § 1-3 (4) inneholder kun en presisering av begrepet "bestemmende innflytelse" i andre ledd, og det kan således ikke være avgjørende at det i vphl. § 2-5 nr. 4 kun henvises til andre ledd. Videre vises det til at vphl. § 2-5 nr. 3 og 4 gjennomfører takeoverdirektivet art. 2(2) om konsolidering av organisatoriske nærstående, jf. direktiv 2001/34/EF art. 87 som klart nok omfatter indirekte kontroll i datterdatter.

De ovennevnte omstendigheter, samt tilbuds- og konsolideringsreglenes formål tilsier etter børsens vurdering at vphl. § 2-5 nr. 4 må forstås slik at den også omfatter den personlige aksjonærs bestemmende innflytelse i et selskap ved indirekte eierskap. TW kontrollerer gjennom sitt eierskap i Tallyman flertallet av de stemmeberettigede aksjene i WWH og har således "bestemmende innflytelse" i WWH etter lovens definisjoner. Dette gjelder etter definisjonen uavhengig av om selskapet er børsnotert eller om vedkommende aksjeeier personlig er representert i styret. Det er således børsens vurdering at TW og WWH må anses som nærstående etter § 2-5 nr. 4 og at det ved TWs erverv av Tallyman-aksjen dannes en ny konsolidert gruppe hvor TW, Tallyman og WWH inngår".

Til klagernes anførsel om at TWs erverv av Tallyman ikke er å anse som et indirekte erverv av aksjene etter vphl. § 6-1 (2) nr. 1, kommenterer børsen følgende i sitt oversendelsesbrev punkt 8.3:

"Bestemmelsens ordlyd rammer strengt tatt ikke den situasjon at det er to mellomliggende selskaper mellom den reelle eier og det børsnoterte selskapet. Både

lovens forarbeider og reelle hensyn taler imidlertid for at bestemmelsen om indirekte erverv også gjelde disse i tilfellene så lenge eierstrukturen gir aksjonæren reell kontroll med de børsnoterte aksjene og selskapenes vesentlige virksomhet er å eie aksjer i børsnoterte selskapet" (...) "Spørsmålet om selskapets vesentlige virksomhet er å eie aksjer i det børsnoterte selskapet vil avhenge av en konkret vurdering i det enkelte tilfellet på tidspunktet for ervervet. I vurdering vil det være relevant å se hen til hvor stor andel av det mellomliggende selskaps virksomhet eierskapet i de børsnoterte aksjene utgjør (målt i for eksempel aktiva, markedsverdi og/eller profitt), i hvilken grad eierskapet må anses å påvirke prisen på aksjene i det mellomliggende selskap, art og omfang av det mellomliggende selskapets virksomhet for øvrig, formålet ved ervervet mv. Vurderingen vil normalt kreve en mer inngående analyse av de nevnte forhold på tidspunktet for det aktuelle ervervet. Etter børsens oppfatning foreligger det ikke grunnlag for nå å ta stilling til hvordan dette vil se ut på et fremtidig tidspunkt ved et eventuelt erverv etter en arveoverdragelse".

Børsen finner det imidlertid ikke nødvendig å avklare hvorvidt det foreligger et slikt indirekte erverv. Bakgrunnen for dette er at børsen konkluderer med at TW konsolideres med WWH etter ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 4, slik at en ny konsolidert gruppe anses etablert, og at tilbudsplikt utløses ved etterfølgende erverv etter vphl. § 6-6 (2) på dette grunnlag.

Til klagernes anførsel om at det ikke foreligger grunnlag for å foreta en innskrenkende tolkning av WWHs unntak fra etterfølgende tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (2) som følge av at de eide over 50 prosent ved noteringen, kommenterer børsen følgende i sitt oversendelsesbrev punkt 8.3:

"Børsen er uenig at det her foreligger en regelkonflikt. At WWH slik situasjonen er i dag ikke pålegges tilbudsplikt ved etterfølgende erverv av aksjer i WW ASA er ikke fordi det er omfattet av et særlig unntak, men som følge av en ordlydsfortolkning av § 6-6 (2), jf. Ot. prp. nr. 34 (2006-2007) s. 448. Tilbudsplikt gjelder for selskaper som er notert på norsk regulert marked. Aksjeeier som allerede eier over tilbudspliktsgrensen ved notering anses således ikke å ha "passert" tilbudspliktsgrensene på en måte som er omfattet av § 6-6 (2). Etablering av en konsolidert gruppe med eierbeholdning over tilbudspliktsgrensen innebærer imidlertid en passering av tilbudspliktsgrensen på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, og tilbudsplikt utløses derfor ved ethvert etterfølgende erverv som øker den konsoliderte gruppens stemmeandel i det aktuelle selskap § 6-6 (2). Dette følger av ordlyden, forarbeider og det klare utgangspunktet om at tilbudspliktsreglene må vurderes på selvstendig grunnlag for en hver ny gruppering og eierkonstellasjon.

I konsoliderte grupper der konsolideringen bygger på at en aksjonær har slik kontroll i et selskap som nevnt i aksjeloven § 1-3, vil utløsning av tilbudsplikt ved etterfølgende erverv være aktuelt der tilbudsplikt ikke utløses etter reglene om tilbudsplikt ved indirekte erverv i vphl. § 6-1 (2). Dette vil være tilfellet der vedkommende aksjonær eier mer enn 50 % av stemmene, men selskapet har vesentlig virksomhet utover å eie aksjer i et børsnotert selskap. At tilbudsplikt likevel utløses ved etterfølgende erverv i slike tilfeller er klart lagt til grunn i forarbeidene, og er en konsekvens av at etableringen av den konsoliderte gruppen i seg selv ikke medfører tilbudsplikt (jf. betraktninger i NOU 1996:2 s. 117-118). Tilsvarende som for øvrige situasjoner som er særlig unntatt etter vphl. § 6-2 har lovgiver vurdert at de hensyn som ligger til grunn for at tilbudsplikt ikke inntreer ved selve konsolideringen (til tross for at det har funnet sted et kontrollskifte), herunder hensynet til ikke å motvirke hensiktsmessige omstruktureringer i næringslivet, ikke gjør seg gjeldende i samme grad der vedkommende aksjonær og dennes nærstående senere beslutter å foreta erverv som øker stemmeandelen i det børsnoterte selskap". (...)

"Etter børsens vurdering medfører en overføring av Tallyman-aksjen fra MWW til TW at

det etableres en ny konsolidert gruppe. Dette innebærer at ethvert etterfølgende erverv som øker gruppens stemmeandel i WW ASA utløser tilbudsplikt, jf. vphl. § 6-6 (2)."

Om Tallymans erverv av ytterligere aksjer i WWH

Til klagernes anførsel om at det ikke foreligger grunnlag for å foreta en innskrenkende tolkning av Tallymans unntak fra etterfølgende tilbudsplikt etter vphl. § 18-2 (3), kommenterer børsen følgende i sitt oversendelsesbrev punkt 8.2:

"Etter børsens vurdering er det i nærværende tilfelle ikke tale om en regelkonflikt mellom to regler. En eventuell arveoverdragelse av Tallyman-aksjen fra MWW til TW vil innebære en passering av tilbudspliktsterskelen for TW og TWs konsoliderte gruppe som finner sted etter lovens ikrafttredelse, og overgangsreglene for anvendelsen av § 6-6 (2) slik disse er beskrevet i § 18-2 (3) vil således ikke være relevante. Gjennomføres overdragelsen som en ordinær overdragelse fra MWW til TW utløser selve overdragelsen tilbudsplikt for TW etter § 6-1 (2) nr. 1. Gjennomføres overdragelsen som en arvedisposisjon som er omfattet av særlig unntak, er det § 6-6 (2) som regulerer tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, jf. § 6-6 (2). Ethvert etterfølgende erverv utført av TW vil etter denne bestemmelsen utløse tilbudsplikt. Dette gjelder også ved erverv utført av TWs konsoliderte parter, herunder Tallyman, jf. § 6-5 (1).

Den fortolkning av regelverket som klagerne legger til grunn ville innebære at det ble avgjørende for utløsning av tilbudsplikt etter § 6-6 (2) hvilken part i den konsoliderte gruppe som erverver aksjer i WWH etter arveoverdragelsen. Det er riktig som klagerne påpeker at utgangspunktet er at tilbudsplikten påhviler den aksjonær som har forestått ervervet som utløser tilbudsplikten. Dette utgangspunktet er imidlertid begrunnet i rettstekniske hensyn, sammenhengen med nedsalgsretten og hensynet til forutberegnelighet for øvrige parter i den konsoliderte gruppen, jf. også NOU 1996:2 s. 118-119, og er således ikke ment å være avgjørende for spørsmålet om tilbudsplikt utløses eller ikke. For minoritetsaksjonærene hvis interesser skal ivaretas av reglene om tilbudsplikt skal det normalt være irrelevant hvem i den konsoliderte gruppen som fremsetter budet. Det er derfor også anledning å velge at tilbudet skal fremsettes av andre i den konsoliderte gruppen eller av gruppen i felleskap uavhengig av hvem tilbudsplikten formelt påhviler, jf. NOU 1996:2 s. 124.

Klagerne har anført at overdragelsen av Tallyman-aksjen fra MWW til TW ikke innebærer et kontrollskifte, og at Oslo Børs derfor må treffe vedtak om at Tallymans eventuelle erverv i WWH etter arveoverdragelsen ikke utløser tilbudsplikt. Det er ikke beskrevet i hvilken grad TW og MWW i dag er å anse som konsoliderte parter gjennom direkte og indirekte aksjeeierskap i WWH på grunnlag av eventuelt forpliktende samarbeid i vphl. § 2-5 nr. 5. Etter klagernes oppfatning tilsier imidlertid de spesielle forholdene og den lange historien til Wilhelmsen-familiens redervirksomhet på Oslo Børs at markedet ikke vil anse overdragelsen fra MWW til TW som et kontrollskifte.

Oslo Børs viser i den forbindelse til at det klare utgangspunktet etter loven er at alle overdragelser som innebærer passering av tilbudspliktsgrensen(e) utløser tilbudsplikt for erververen. Dette gjelder også overdragelser innad i konsolidert gruppe som innebærer at erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktsgrensen som følge av ervervet, jf. vphl. § 6-1 (6). Begrunnelsen for at også interne overføringer utløser tilbudsplikt er dels at det skjer et kontrollskifte innad i gruppen, dels for å hindre omgåelser. Oslo Børs er av lovgiver tillagt kompetansen til "i særlige tilfelle" å dispensere fra tilbudsplikt ved slike interne overdragelser, jf. vphl. § 6-2 (3). Det primære formålet med dispensasjonshjemmelen er å gi børsen anledning til å dispensere fra tilbudsplikt ved hensiktsmessige restruktureringer innad i konserner, herunder ved overdragelse innad i konsern mellom heleide selskaper, som ikke utgjør et kontrollskifte eller et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte, jf.

NOU 2005:17 s. 27 og Ot. prp. nr 34 (2006-2007) s. 368. Nærværende sak er ikke en dispensasjonssak etter § 6-2 (3) hvorpå børsen har lovhjemlet kompetanse til å treffe vedtak om unntak fra lovens utgangspunkt om tilbudsplikt basert på konkrete vurderinger av om overdragelsen utgjør et kontrollskifte. Det bemerkes imidlertid at selv i slike saker har børsen og børsklagenemnden i tråd med forarbeidenes uttalelser vært tilbakeholdne med å gi dispensasjon i tilfeller hvor det ikke er tale om omstruktureringer internt i konsern. Det vises i den forbindelse til børsklagenemndens avgjørelse 2/2010 (Rieber-saken) som dreide seg om dispensasjon fra tilbudsplikt ved intern overføring mellom parter konsolidert på grunnlag av vphl. § 2-5 nr. 5. Børsklagenemnden slo her fast at heller ikke svært langvarig samarbeid basert på familiære bånd og aksjonæravtaler ga tilstrekkelig grunnlag for å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3).

Unntaket som gjaldt i verdipapirhandelloven av 1997 § 4-6 (2) nr. 1 var opprinnelig begrunnet med at den aktuelle aksjonær eller identifiserte gruppe allerede ved lovens ikrafttredelse hadde kontroll over selskapet og at de øvrige aksjonærene i et slikt tilfelle derfor ikke har noen forventning om at det skal fremsettes tilbud (Ot. prp. nr 29 (1996-97) s. 69). Det må også ut fra dette være klart at de aktuelle overgangsreglene gjelder så langt det ikke skjer et eierskifte og med dette en passering av en terskel for en ny konsolidert gruppe eller aksjeeier som rammes av lovgivningen. Dette prinsippet er lagt til grunn i flere saker som gjelder det tidligere unntaket fra tilbudsplikt i verdipapirhandelloven 1997 § 4-6 (2) nr. 1, jf. blant annet Vedtak og uttalelser 2000 s. 83-87 (Borgestad), hvor det ble fastslått at unntaket ikke gjaldt dersom én eller flere parter i den konsoliderte gruppen som opprinnelig falt inn under unntaket ervervet aksjer over tilbudspliktsterskelen. Det vises i den forbindelse også til Vedtak og uttalelser 2008 s. 98 (Remøy) som gjaldt overgangsregelen i vphl. § 18-2 (3) annet punktum nr. 1, jf. § 6-6 (2), hvor børsen la til grunn at et tidligere pliktig tilbud fremsatt av en konsolidert gruppe ikke fritok de enkelte deltakerne i den konsoliderte gruppen fra tilbudsplikt utløst ved etterfølgende erverv i henhold til nevnte bestemmelse.

Etter børsens vurdering foreligger det ikke reelle hensyn i foreliggende sak som kan sette til side en klar ordlyd og klare uttalelser i forarbeidene om tilbudsplikt ved erverv etter arveoverdragelse som innebærer en passering av tilbudspliktsterskelen. Det er således børsens vurdering at TWs eventuelle erverv av aksjer som øker stemmeandelen i WWH etter en arveoverdragelse av Tallyman-aksjen fra MWW til TW vil utløse tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (2), jf. § 6-5 (1).”

9. Børsklagenemndens vurdering

9.1 Innledning

Spørsmålene saken reiser er om unntakene som Tallyman og WWH i dag har fra tilbudsplikten ved ytterligere erverv av aksjer i henholdsvis WWH og WW ASA, vil gå tapt som følge av arveoverdragelsen av den stemmeberettigede aksje i Tallyman. Det er ikke bestridt at det ved en slik overgang dannes en ny konsolidert gruppe knyttet til kontroll over stemmene i WWH. Klagerne bestrider imidlertid at så er tilfellet når det gjelder kontroll over stemmene i WW ASA. Børsklagenemnden vil i det følgende behandle spørsmålet om konsolidering og eventuelle konsekvenser av konsolidering i de to forholdene, og starter med spørsmålet i forhold til aksjene i WWH.

9.2 Spørsmål om Tallyman kan fritas for tilbudsplikten ved ytterligere erverv av aksjer i WWH

TWs erverv av den stemmeberettigede aksjen i Tallyman vil medføre dannelsen av en ny konsolidert gruppe i henhold til vphl. § 6-5 jf. § 2-5 nr. 4. Dette er det ingen uenighet om. Dannelsen av gruppen utløser ingen tilbudsplikt, men etter vphl. § 6-6 (2) vil ytterligere oppkjøp av aksjer i WWH utløse tilbudsplikt. Klagerne mener at bestemmelsen

i vphl. § 6-6 (2) her ikke kan anvendes etter sin ordlyd, fordi den da vil stå i konflikt med vphl. § 18-2 (3) hvoretter Tallyman alene har adgang til å kunne kjøpe ytterligere aksjer i WWH uten å pådra seg tilbudsplikt.

Børsklagenemnden er ikke enig med klagerne i at det her foreligger en regelkonflikt. Vphl. § 18-2 (3) gjelder riktignok for Tallyman alene, så lenge dette selskap opererer isolert eller i samme konsoliderte gruppe som ved lovens ikrafttredelse. Når kontrollen endres, hvilket skjer når Tallyman inngår i en ny konsolidert gruppe, vil det være vphl. § 6-6 (2) som regulerer konsolideringsforholdet, og ikke lenger vphl. § 18-2 (3). Noen regelkonflikt kan derfor ikke sees å foreligge. Det nevnes for øvrig at vphl. § 18-2 ikke har som formål å gi et selvstendig grunnlag for unntak fra tilbudsplikt, men skal hindre at de nye lovbestemmelsene gis tilbakevirkende kraft.

Klagerne er enige i at TWs eventuelle etterfølgende erverv av aksjer i WWH vil utløse tilbudsplikt. Det samme må da gjelde erverv som gjøres av alle parter som konsolideres med TW, jf. § 6-5 (1). Tallyman er en av disse. Denne forståelsen av regelverket kan etter Børsklagenemndens mening ikke by på særlig tolkningstvil, og kan heller ikke sies å representere noen uløst konflikt mellom to regler i verdipapirhandelloven. Børsklagenemnden slutter seg til børsens nærmere begrunnelse for at regelverket må være slik å forstå, og viser til denne. Nemnden er enig i at det ikke finnes noen hjemmel for et vedtak eller uttalelse i den retning klagerne ønsker for så vidt angår Tallymans erverv av ytterligere aksjer i WWH etter en arveoverdragelse, som i realiteten ville innebære en dispensasjon. Det oppstilles ingen adgang for børsen til å gjøre unntak der regelverket av de berørte oppleves å lede til urimelige resultater.

9.3 Spørsmål om WWH kan fritas for tilbudsplikt ved ytterligere erverv av aksjer i WW ASA.

Klagerne har innledningsvis under dette punkt problematisert om TWs erverv av mer enn 50 prosent av stemmene i Tallyman representerer et indirekte erverv av aksjene i WW ASA og mener at det ikke foreligger noe indirekte erverv av aksjene. Børsklagenemnden finner ikke grunn til å gå inn på dette spørsmålet, fordi det også for denne del av saken er tilstrekkelig å se nærmere på spørsmålet om konsolidering.

Klagerne hevder at det ikke etableres noen ny konsolidert gruppe for så vidt gjelder aksjeeie i WW ASA. Klagerne er som nevnt ovenfor, enige i at TW skal konsolideres med Tallyman og videre at Tallyman skal konsolideres med WWH. Derimot hevdes det at TW ikke skal konsolideres med WWH for aksjene i WW ASAs vedkommende. Begrunnelsen for dette er ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 4 som bare viser til aksjeloven § 1-3 annet ledd og ikke til aksjeloven § 1-3 fjerde ledd. Det er fjerde ledd som er hjemmelen for å utvide konsernbegrepet til også å omfatte "bestemor". Anførselen er at verdipapirhandellovens ordlyd ikke bør gis utvidende fortolkning på dette punkt fordi det vil føre til et urimelig og tyngende resultat.

Etter Børsklagenemndens oppfatning er aksjeloven § 1-3 fjerde ledd bare en utfyllende bestemmelse om hvordan annet ledd nr. 1 og 2 nærmere skal forstås. Bestemmelsen gir altså en nærmere beskrivelse av begrepene stemmerettigheter og rettigheter i annet ledd, og en slik fortolkningsregel må gjelde i alle tilfeller hvor § 1-3 annet ledd kommer til anvendelse. Det at vphl. § 2-5 nr. 4 bare viser til aksjeloven § 1-3 annet ledd, kan derfor ikke ha noen betydning for forståelsen av regelen i annet ledd. Det foreligger etter Børsklagenemndens oppfatning ingen "utvidende" fortolkning ved å benytte fjerde ledd også her.

Det kan i den forbindelse dessuten vises til konsolideringsbestemmelsene i EUs "takeoverdirektiv" 2004/25/EF, som ble implementert i norsk rett gjennom verdipapirhandelloven av 2007. Direktivets artikkel 2 annet ledd viser for så vidt angår

konsolidering til artikkel 87 i Direktiv 2001/34/EF ("opptaksdirektivet"). Av artikkel 87 annet ledd fremgår at man må regne morselskapets stemmerett sammen med stemmeretten til alle andre kontrollerte virksomheter, og dessuten legge til den stemmerett som kan utøves av en fysisk eller juridisk person som opptrer i eget navn, men på vegne av morselskapet eller enhver annen kontrollert virksomhet. Dette må klart også omfatte "datterdatter"-konstellasjonen.

Siden Norge implementerte "takeoverdirektivet" ved lovendringen i 2007, styrker dette Børsklagenemndens oppfatning av at henvisningen i vphl. § 2-5 nr. 4 av lovgiver har vært ment, og må forstås, å dekke også dette forholdet.

TWs erverv av den stemmeberettigede aksjen i Tallyman fører dermed til etablering av en ny konsolidert gruppe i forhold til aksjeinnehav i WW ASA. Vphl. § 6-6 (2) vil da gjelde på samme måte som redegjort for under punkt 9.2 ovenfor. Det vises til denne drøftelsen for så vidt angår forholdet mellom overgangsregelen i vphl. § 18-2 og § 6-6 (2) jf. § 6-5 (2). Dette medfører tilbudsplikt ved WWHs erverv av ytterligere aksjer i WW ASA. Noen hjemmel for å dispensere eller gjøre unntak fra dette, foreligger ikke.

På bakgrunn av Børsklagenemndens syn på konsolideringss spørsmålet og konsekvensene av konsolidering finnes det unødvendig å gå nærmere inn på klagernes øvrige anførsler når det gjelder WWHs erverv av aksjer i WW ASA.

Etter dette ble det fattet slikt enstemmig vedtak:

Oslo Børs' vedtak av 1. mars 2011 stadfestes.

5.2.2 Spørsmål om tilbudsplikt - utlån og tilbakelevering av aksjer (e-post av 31.1.2011)

Viser til henvendelse vedrørende vår vurdering av om tilbudsplikt utløses ved tilbakelevering av aksjer under et aksjelån. Vår oppfatning generelt at er aksjelån og utløsning av tilbudsplikt må vurderes konkret for den enkelte situasjon.

Vi har forstått forholdet som vurderes gjennomført slikt:

Konsolidert gruppe over 50 %

Den konsoliderte aksjonærgruppen AA eier mer enn 50 % av aksjene i det noterte selskapet XX ASA ("XX"). AA har tidligere ikke utløst tilbudsplikt, da dagens eierandel ble ervervet gjennom fusjon.

Noteringsprospekt

Det vurderes å gjennomføre utstedelse av nye aksjer i XX som vil utløse plikt til å offentliggjøre noteringsprospekt. Prospektet må først godkjennes av Finanstilsynet.

Aksjelån

For at investorer som deltar i emisjonen skal få tilgang til omsettelige aksjer etableres en aksjelånordning hvor AA låner ut aksjer til et verdipapirforetak, som igjen skal benytte disse til å levere aksjer til investorer som har deltatt i emisjonen. Etter utlånet vil AA kunne besitte mindre enn 1/3 av aksjene i XX og når lånet gjøres opp vil de igjen besitte mer enn 50 %. Vilkårene for aksjelånet vil være slik at AA vil beholde de økonomiske rettighetene knyttet til aksjene som lånes ut. AA vil ikke mottak vederlag for utlånet.

Tilbakelevering av aksjer til AA

Når noteringsprospektet foreligger skal aksjelånet gjøres opp ved at nyemitterte aksjer leveres til AA. Vi har lagt til grunn at låneperioden vil være relativt kortvarig, i praksis den tid det tar å ferdigstille prospektet.

Vår oppfatning er at et slikt lånearrangement, for AAA, ikke er å anse som avhendelse og erverv av aksjer i forhold til reglene om tilbudsplikt. Det etableres ikke en situasjon der det finner sted et kontrollskifte som tilsier at andre aksjonærer bør gis en mulighet til å selge sine aksjer. Tilbudsplikt for AA utløses følgelig ikke ved at aksjer leveres tilbake til AA for å gjøre opp aksjelånet.

5.2.3 Re. Request for confirmation in connection with contemplated merger (brev av 14.4.2011)

We refer to your memo dated 6 April 2011 regarding the above matter.

Based on the memo we understand that RAK Petroleum Public Company Limited ("**RAK Petroleum**") and DNO International ASA ("**DNO**") contemplate a merger between a Norwegian wholly owned subsidiary of DNO and a Norwegian wholly owned subsidiary of RAK Petroleum as described below.

RAK Petroleum will prior to the Merger transfer all of the shares in one or more companies that (directly or indirectly) hold its MENA assets in Oman, Tunisia and the UAE to a wholly owned Norwegian private limited liability company ("**RAK Norway**"). RAK Norway and its subsidiaries will in addition to the relevant MENA assets have sufficient working capital to operate such assets. DNO will prior to the Merger incorporate a wholly owned Norwegian private limited liability company ("**DNO Sub**").

RAK Norway and DNO Sub will merge pursuant to the rules set forth in Chapter 13 of the Norwegian Private Limited Liability Companies Act (the "**PLCA**") by transfer of all the assets, rights and liabilities of RAK Norway to DNO Sub in exchange for new shares to be issued by DNO to RAK Petroleum, cf. Section 13-2(2) of the PLCA. Consequently, RAK Norway's MENA assets will be held by one or more sister company(ies) to the other asset owning companies in the DNO structure. The number of consideration shares to be issued to RAK Petroleum will be negotiated and agreed between the parties and their advisors based on relative valuation of their respective assets and liabilities and evaluation of one or more competent person reports to be prepared by one or more independent, appropriate and reputable experts to be appointed by the parties. Subject to such negotiations between the parties, it is expected that RAK Petroleum's shareholding in DNO will increase from 30 % to +/- 40-45 % upon completion of the Merger.

Further, we understand that the Merger is not planned to include any control premium, but a control premium (if any) will under any circumstances be shared by all the shareholders of DNO. The Merger will be based on continuity for accounting and tax purposes.

The shareholders of DNO must approve the Merger by at least 2/3 majority of both the votes cast and the shares represented at a duly convened extraordinary general meeting of DNO. The shareholders of DNO will base their decision on the information in a prospectus equivalent document to be prepared in connection with the Merger, and as such the procedures set forth in the PLCA and STA will in a sufficient manner take the minority shareholders interests into account. The shareholders of RAK Petroleum will also need to approve the Merger by simple majority vote at a duly convened extraordinary general meeting.

According to Section 6-1, subsection (1) of the STA, a person who through acquisition becomes the owner of shares representing more than 1/3 of the shares with voting rights in a Norwegian company listed on Oslo Børs is, as the main rule, obliged to make a bid for the remaining shares in the company.

However, according to Section 6-2, subsection (1), item (3) of the STA, no mandatory offer obligation is applicable if the threshold of 1/3 of the voting rights is exceeded due to payment in consideration shares issued in connection with a merger or demerger of a

private limited liability company or a public limited liability company. According to STA Section 6-2, subsection (1).

According to STA Section 6-2, subsection (2), the takeover supervisory authority (i.e. Oslo Børs) may, however, in "special cases" impose a mandatory bid obligation in connection with an acquisition of shares that is exempted from the mandatory bid obligation pursuant to Section 6-2, subsection (1). The background for this authority to impose a mandatory bid obligation in "special cases" is principally to intercept acquisitions specifically structured to circumvent the mandatory bid obligations. In the preparatory works of the STA, it is emphasized that, even though the authority may be invoked in connection with a merger, the authority is most relevant for acquisitions by inheritance, gift/donation and administration of an estate, cf. Ot.prp.no 29 (1996-97) page 69.

Based on the description of the transaction Oslo Børs is of the opinion that the merger not will trigger a mandatory offer obligation if RAK Petroleum's ownership interest in DNO should exceed 1/3 of the shares and votes in DNO as a result of the merger. However, if RAK Petroleum thereafter acquires shares that increase the company's control in DNO, a mandatory offer obligation will be provoked.

5.2.4 Styrets uttalelse (e-post av 6.7.2011)

Jeg viser til telefonsamtale vedrørende styrets uttalelse i henhold til verdipapirhandeloven § 6-16.

Største aksjonær i AKVA Group ASA ("Akva Group"), Frode Teigen og hans nærstående, utløste tilbudsplikt i henhold til vphl kap 6 etter at den garanterte fortrinnsrettsemisjonen i selskapet ble gjennomført 1. juli d.å. Frode Teigen sitter i styret i AKVA Group. Børsen er informert om at de øvrige styremedlemmene i selskapet er uavhengige av Frode Teigen, og at tilbudet derfor ikke kan sies å være fremstått av disse eller alternativt i forståelse med styret som sådan. Styret vil være vedtaksdyktig uten Frode Teigens deltagelse. På denne bakgrunn tar børsen til etterretning at de øvrige styremedlemmene (med unntak for Teigen) avgir uttalelsen om tilbudet i henhold til vphl § 6-16. Børsen forstår det videre slik at styret vil innhente en fairness opinion ifm tilbudet som det vil bli henvist til i uttalelsen. For ordens skyld nevnes at uttalelsen skal offentliggjøres senest en uke før tilbudsperiodens utløp.

5.2.5 Vedr. godkjenning av tilbudsdokument og garanti for pliktig tilbud – fristberegning (e-post av 12.7.2011)

Vår praksis for beregning av fire-ukersperioden er basert på analogi fra fristberegningsreglene i domstolloven. Dvs. at tilbudet må kunne aksepteres til og med den dag som i fjerde uke har samme navn som dagen da tilbudsperioden startet. Starter tilbudsperioden på onsdag 20. juli kan den tidligst avsluttes til og med onsdag 17. august. Dog aksepteres det at utløpet på siste dag i perioden settes til klokkeslett for børsens åpningstid (slik dere allerede har gjort) og ikke ut dagen.

Som nevnt gjelder samme uketellingsprinsipp for fire uker-perioden under garantien. Dersom forfall for betaling er til og med onsdag 31.8 vil første dag i garantiperioden være torsdag 1.9. Siste dag i garantiperioden blir da til og med torsdag 29.9. (dog OK med kl. 17.30).

5.2.6 Guidance on matter relating to mandatory offer obligation on consolidated basis (brev av 23.8.2011)

We have, in our capacity as take-over supervisory authority, been requested to provide guidance in respect of our understanding of sections 6-5 and 2-5 of the Securities Trading Act in relation to an agreement involving obligations for certain shareholders

vote at shareholder meetings for the appointment of one director nominated by one shareholder.

The background for and the details of the obligations following the agreement is described in detail in your letter of 12 August 2011.

In summary we note:

Voting obligation regarding one director

- In connection with sale of assets (a 2D Marine Multi-Client library) Compagnie Générale de Géophysique and its subsidiary Veritas SA and CGG Veritas Services (UK) Limited (collectively "CGGV") will become the owner of 25 % of the shares in Spectrum ASA ("Spectrum"), a company listed on Oslo Axess.
- In support of this transaction, certain shareholders of Spectrum, have undertaken to vote for the appointment of one board member nominated by CGGV at the forthcoming shareholders meeting in Spectrum. These shareholders (the shareholder group) will in aggregate hold app. 44 % of the shares in Spectrum following the issue of the 25 % stake to CGGV.
- This obligation to vote will continue to apply, provided Spectrum shares are held by the shareholder group, as long as CGGV own minimum 10 % of the shares in Spectrum. The shareholder group has undertaken not to dispose of Spectrum shares prior to the forthcoming shareholders meeting.

Obligation to sell shares and to support merger

- If a take-over offer for Spectrum is accepted by more than 50 % of the shares held by others than CGGV, CGGV has undertaken to sell its shares to the offeror.
- If a merger or similar transaction is supported by more than 50 % of the shareholders other than CGGV, CGGV has undertaken to support the merger.

No other relevant relationship

- There are no other arrangements between CGGV and the shareholder group relating to the governance of Spectrum and there is no connection between any of these shareholders and CGGV. The shareholder group will have no influence regarding the individual that CGGV will nominate as director.

You have requested us to consider this arrangement and to provide our view on whether CGGV and the shareholder group are deemed to be close associates pursuant Norwegian take-over regulations, cf. section 2-5 no. 5 and section 6-5 of the Securities Trading Act. Section 2-5 of the Securities Trading Act states that close associates are parties that are acting in concert in the exercise of shareholder rights, including where a bid for the company is frustrated or prevented.

The regulations on mandatory offer obligation are mainly intended a means of protecting the other shareholders in a listed company. If a shareholder or group of shareholder passes the threshold for the obligation to present a mandatory offer the other shareholders will experience reduced influence of the governance of the company and potentially reduced trading activity. Therefore the other shareholders are provided with measures of protections which are triggered when the control of the company is deemed to pass, by means of being presented with an offer to sell their shares at a fair price.

Not all arrangements relating to the exercise of shareholder rights will result in consolidation. The purpose of the arrangement is of particular relevance and whether the arrangement relates to the control of the company.

According to the preparatory works each case must be determined individually on basis of the relevant facts to assess whether the arrangement is sufficient for the reasons behind the mandatory offer rules to manifest themselves.

We also mention, although not having decisive effect for this case, that each of the directors have fiduciary duties to act in the interest of Spectrum and the Spectrum shareholders generally and not in the interest of individual shareholders.

Further, arrangements to frustrate a bid for Spectrum can form basis for consolidation. In our view, the undertaking to vote in favour of one director nominated by CGGV is not of a nature enabling the parties, collectively or individually, to establish control over Spectrum, nor does the arrangement operate to frustrate a bid for the shares of Spectrum. The purpose of the voting obligation seems to be to facilitate the asset purchase transaction, whereby one element is the 25 % stake to be held by CGGV, by establishing some protection of the minority interest of CGGV. On this basis we are of the view that the arrangement between CGGV and the shareholder group does not result in consolidation pursuant to section 6-5, c.f. section 2-5 of the Securities Trading Act.

We have not considered any disclosure requirements implications of the arrangement. We do from a corporate governance perspective recommend Spectrum to make this arrangement known to its shareholders in connection the required adaption and completion of the asset purchase transaction.

5.2.7 Kværner ASA – tilbudsplikt eierbeholdning over 40 % ved notering på konsolidert basis (e-post av 19.9.2011)

Viser til e-mail av 13. september 2011 der dere ønsker tilbakemelding på Oslo Børs forståelse av regelen om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv etter vphl. § 6-6.

Regelen om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv fremkommer av vphl. § 6-6 (2): "Aksjeeier som har passert tilbudspliktgrense som nevnt i § 6-1 eller § 6-6 første ledd på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud, plikter ved ethvert etterfølgende erverv som øker stemmeandelen, å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet."

Kværner ASA ("Kværner") ble notert på Oslo Børs i juli 2011. Aker Kværner Holding AS ("Holding") eide på tidspunktet for noteringen av Kværner og eier fortsatt 41,02 % av aksjene i Kværner.

Aker ASA ("Aker") eide på tidspunktet for noteringen av Kværner og eier fortsatt 70 % av aksjene i Holding. De resterende 30 % er eid av staten. Aker og Holding er således deltakere i konsolidert gruppe fordi de inngår i konsern. Aker eier ikke direkte aksjer i Kværner.

Erverv av aksjer i Kværner som foretas av Holding
Dersom Holding erverver ytterligere aksjer i Kværner vil tilbudsplikt utløses ved erverv som bringer eierandelen over 50 %, jfr. vphl. § 6-6 (1). Regelen om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv etter vphl. § 6-6 (2) kommer ikke til anvendelse. Ettersom Holding eide mer enn 40 % av aksjene i Kværner ved noteringen av Kværner har ikke Holding passert en tilbudspliktgrense på en måte som ikke utløser tilbudsplikt.

Erverv av aksjer i Kværner som foretas av Aker

Dersom Aker erverver aksjer i Kværner vil tilbudsplikt utløses ved erverv som bringer den konsoliderte gruppens eierandel over 50 %, jfr. vphl. § 6-6 (1). Regelen om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv etter vphl. § 6-6 (2) kommer ikke til anvendelse. Ettersom Holding eide mer enn 40 % av aksjene i Kværner ved noteringen av Kværner har ikke den konsoliderte gruppen passert en tilbudspliktgrense på en måte som ikke utløser tilbudsplikt.

Vi presiserer for ordens skyld at dette forutsetter at det ikke foreligger omstendigheter som innebærer at en tilbudspliktgrense er passert på annet grunnlag, herunder ved kontrollskifte som følge av endringer i den konsoliderte gruppe som eksisterte på tidspunktet for børsnoteringen av Kværner, for eksempel ved endringer høyere opp i eierkjeden – se bl.a. Børsklagenemden sak 1/2011 – Wilh. Wilhelmsen.

5.2.8 Sevan Marine – omfang av tilbudsplikt, nytstedelse av aksjer (brev av 13.11.2011)

1 Innledning

Det vises til notat oversendt fra BA-HR på vegne av Sevan Marine ASA ("Sevan Marine" eller "Selskapet") den 1. november samt forutgående møte mellom Oslo Børs og representanter for Sevan Marine og Teekay Corporation ("Teekay"). I notatet bes det om børsens vurdering av enkelte spørsmål knyttet til pliktig tilbud i forbindelse med en planlagt restrukturering av Sevan Marine-konsernet. Restruktureringen vil blant annet innebære en emisjon rettet mot Teekay som utløser tilbudsplikt for Teekay, samt en emisjon rettet mot eksisterende aksjonærer og usikrede obligasjonseiere som skal konvertere obligasjoner til aksjer.

2 Nærmere om restruktureringen

Restruktureringen er basert på avtale inngått mellom Sevan Marine, Teekay og mer enn to-tredeler av Selskapets obligasjonseiere i hvert av Selskapets obligasjonslån. I korte trekk omfatter restruktureringen følgende transaksjoner:

- Sevan Marine selger tre FPSO'er til Teekay. Salget gjennomføres rundt 30. november for de to første, mens siste salget (FPSO Sevan Voyageur) ventes gjennomført i tredje kvartal 2012 (etter en oppgradering av enheten). Det inngås en samarbeidsavtale som gir Teekay visse rettigheter til nye prosjekter.
- Provenyet fra FPSO-salgene benyttes til å innfri tre obligasjonslån med sikkerhet i hver av FPSOene.
- Teekay finansierer oppgraderingen av FPSO Sevan Voyageur gjennom et brolån, som tilbakebetales ved motregning mot kjøpesummen for enheten. Teekay overtar Sevan Marine-konsernets forpliktelser under en bankfasilitet tatt opp for finansieringen av FPSO Sevan Voyageur i forbindelse med gjennomføring av salget av FPSO Sevan Voyageur.
- Rettet emisjon mot Teekay på ca NOK 141 millioner ("Teekay-emisjonen").
- Et usikret obligasjonslån innfris mot (i) at Selskapet overdrar sine aksjer i Sevan Drilling ASA til et SPV eiet av obligasjonseierne, og (ii) en del av lånet konverteres til et antall nye aksjer i Sevan Marine tilsvarende eksisterende aksjekapital (før Teekay-emisjonen) ("Gjeldskonverteringen"). SPVet overtar alle forpliktelser under et brolån pålydende USD 36.1 mill.
- Emisjon med fortrinnsrett til tildeling for de eksisterende aksjonærene i Sevan

Marine og de usikrede obligasjonseierne, på ca. NOK 141 millioner ("Stakeholder-emisjonen").

Teekay-emisjonen, Gjeldskonverteringen og Stakeholder-emisjonen innebærer at aksjekapitalen i Sevan Marine fordeles som følger mellom eksisterende aksjonærer, Teekay og de usikrede obligasjonseierne (forutsatt at Stakeholder-emisjonen fulltegnes):

Eksisterende aksjekapital	10 %
Aksjekapital tilordnet Teekay-emisjonen	40 %
Aksjekapital tilordnet Gjeldskonverteringen	10 %
Aksjonærenes andel av aksjekapital tilordnet Stakeholder-emisjonen	30 %
Obligasjonseierens andel av aksjekapital tilordnet Stakeholder-emisjonen	10 %

Teekay vil etter gjennomføring av Teekay-emisjonen, Gjeldskonverteringen og Stakeholder-emisjonen (forutsatt at Stakeholder-emisjonen fulltegnes) eie ca. 40 % av aksjene i Sevan Marine. Uten Stakeholder-emisjonen, men med aksjene utstedt i Gjeldskonverteringen, utgjør aksjene utstedt i Teekay-emisjonen 66,7 % av aksjene i Sevan Marine. Denne fordelingen er etter det opplyste et resultat av forhandlinger mellom obligasjonseierne, Sevan Marine og Teekay.

3 Nærmere om Stakeholder-emisjonen

Stakeholder-emisjonen gjennomføres som et offentlig tilbud etter norsk rett. Emisjonen vil i utgangspunktet ikke være garantert.

75 % av aksjene som tilbys Stakeholder-emisjonen vil være forbeholdt aksjonærer i Sevan Marine per en dato som vil falle etter gjennomføring av Teekay-emisjonen og Gjeldskonverteringen. For hver aksje slik berettiget aksjonær eier i Sevan Marine på det aktuelle tidspunkt vil denne aksjonæren få rett til tegning og tildeling av tre nye aksjer i Stakeholder-emisjonen.

De resterende 25 % av Stakeholder-emisjonen vil være forbeholdt Selskapets usikrede obligasjonseiere som tegner aksjer i Gjeldskonverteringen i forholdstallet 1 til 1. Sevan Marine vil med hensyn til tildeling av denne retten utelukkende forholde seg til liste over obligasjonseiere som vil ligge til grunn for Gjeldskonverteringen og som utarbeides av Norsk Tillitsmann ASA (da Sevan Marine ikke har innsyn i obligasjonseierregisteret). Aksjer som ikke tegnes på grunnlag av denne retten til tegning og tildeling fordeles mellom berettigede aksjonærer og usikrede obligasjonseiere som har overtegnet i henhold til nærmere bestemte allokeringsskriterier. Andre investorer vil få tildelt resterende aksjer som ikke tegnes av Berettigede Aksjonærer eller de usikrede obligasjonseierne etter styrets skjønn.

Retten til tegning og tildeling vil ikke være omsettelig.

4 Bakgrunn for henvendelse til Oslo Børs

Teekay-emisjonen vil utløse tilbudsplikt for Teekay, jf. verdipapirhandelloven ("vphl.") § 6-1. Restruktureringen er imidlertid tenkt gjennomført slik at Teekay ikke skal behøve å erverve aksjene som utstedes i Stakeholder-emisjonen. Det har etter det opplyste vært en grunnleggende forutsetning for restruktureringen at Sevan Marine skal fortsette som uavhengig, notert selskap og ikke være en del av Teekay-konsernet. Videre bygger avtalen mellom partene om restruktureringen på at salgene av de to første FPSO'ene, samt Teekay-emisjonen, gjennomføres forut for andre elementer av restruktureringen. Opprinnelig var planen å først gjennomføre Teekay-emisjonen og det påfølgende pliktige tilbudet for deretter å gjennomføre Stakeholder-emisjonen etter utløpet av akseptperioden for det pliktige tilbudet. Dette vil innebære at Stakeholder-emisjonen må

gjennomføres etter årsskiftet. For Sevan Marine vil det være gunstigere å sikre finansiering ved å fremme og gjennomføre tilbudet om ny tegning av aksjer før årsskiftet. Også for de andre partene (aksjonærene generelt og de aksjonærer og obligasjonseiere som er berettiget til å delta i Stakeholder-emisjonen og Teekay) vil dette være å foretrekke.

Den foretrukne gjennomføringsmodell er nærmere beskrevet i tabellen nedenfor (tentative datoer):

Dag X (14. november)	Ekstraordinær generalforsamling avholdes for å vedta emisjonene, samt blant annet kapitalnedsettelse og aksjespleis ().
Dag X+16 (30. november)	Teekay-emisjonen, kapitalnedsettelse og spleis, samt Gjeldskonverteringen registreres i foretaksregisteret (etter børsstutt).
Dag X+17 (1. desember)	<ul style="list-style-type: none">o Sevan Marine-aksjene handles med nytt antall aksjer og nytt pålydende fra og med denne dag.o Teekay fremmer pliktig tilbud. Tilbudet avgrenses mot aksjene som utstedes i Stakeholder-emisjonen.o Aksjene som utstedes i Gjeldskonverteringen innføres i VPS under separat ISIN i påvente av noteringsprospekt.
Perioden X+17 (1. des.) til X+45 (29. desember)	Akseptperiode for Teekays pliktige tilbud.
Dag X+18 (2. desember)	Siste dag med handel i Sevan Marine-aksjen inklusive rett til å delta i Stakeholder-emisjonen.
Dag X+24 (8. desember)	<ul style="list-style-type: none">o Prospekt offentliggjøres.o Aksjene som ble utstedt i Gjeldskonverteringen registreres på det ordinære ISIN og tas opp til notering.
Perioden X+24 (8. des.) til X+32 (16. desember)	Tegningsperiode for Stakeholder-emisjon.
X+39 (23. desember)	Stakeholder-emisjon registreres i foretaksregisteret.
X+43 (27. desember)	Aksjene utstedt i Stakeholder-emisjon registreres i VPS under separat ISIN og tas opp til notering under egen Ticker-kode for perioden frem til oppgjør av det pliktige tilbudet.
Dag X+45 (29. desember)	Akseptperioden for det pliktige tilbud utløper.
Senest X+61 (13. januar)	Aksjene utstedt i Stakeholder-emisjonen registreres på det ordinære ISIN, og handel under eget ISIN og Ticker-kode opphører.

Sevan Marine og Teekay har i notat og i møtet med Oslo Børs reist spørsmål om Teekay kan avgrense det pliktige tilbudet, gjennomført som en del av en større restrukturering og i henhold til den foretrukne gjennomføringsmodell som beskrevet over, mot aksjer som utstedes i en allerede vedtatt emisjon (Stakeholder-emisjonen).

Det følger av vphl. § 6-1 (1) at den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene, plikter å gi tilbud "om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet". Videre følger det av vphl. § 6-10 (2) at tilbudet skal "omfatte alle selskapets aksjer". Problemstillingen er om det pliktige tilbudet med dette skal anses å omfatte aksjekapitalen på det tidspunktet tilbudsplikten inntrådte, da tilbudet ble fremsatt eller ved utløpet av akseptperioden, herunder hvilken betydning det eventuelt har at aksjene er vedtatt utstedt, men ikke tegnet, på tidspunktet for inntreden og fremsettelsen av tilbudet. Lovteksten alene løser etter børsens vurdering ikke spørsmålet. Problemstillingen synes heller ikke å være drøftet i lovforarbeidene. Lovens angivelse av hva tilbudet må omfatte var tilsvarende i verdipapirhandelloven av 1997. Børsen har i to tidligere saker vurdert omfanget av tilbudsplikten i forhold til nyutstedelse av aksjer i målselskapet (Stepstone, inntatt i Vedtak og uttalelser 2009 s. 106 og DSND, inntatt i Vedtak og uttalelser 2002 s. 93). I disse sakene ble det lagt til grunn at, i forhold til ennå ikke vedtatt emisjon, kan pliktig tilbud begrenses til de aksjer som foreligger når tilbudet fremsettes. Av praktiske årsaker ble det ikke vurdert om tilbudet kunne begrenses til aksjer som foreligger ved tilbudspliktens inntreden. Børsen tok i de to sakene heller ikke stilling til om tilbudet kan avgrenses mot aksjer som er vedtatt utstedt på tidspunktet for inntreden av tilbudsplikt/fremsettelse av tilbudet eller aksjer utstedt etter dette tidspunkt som følge av tidligere etablerte rettigheter som tegningsretter eller konvertible lån.

Reglene om tilbudsplikt er hovedsakelig ment som et vern av de øvrige aksjonærer i et notert selskap. Etter at en aksjonær har passert terskelen for tilbudsplikt vil de øvrige aksjonærers innflytelse være mer begrenset og likviditeten i aksjen kan bli redusert. De øvrige aksjonærene bør derfor beskyttes når det skjer et kontrollskifte, ved at de gjennom tilbudet som må fremmes gis en mulighet til å selge sine aksjer eller velge å forbli aksjonærer i tillit til den kontrollerende aksjonæren. Kontrollskiftehensynet er sammen med likhetshensynet bærende for utformingen av reglene om tilbudsplikt. Det er også en målsetning at reglene om overtakelsesbud, herunder pliktige tilbud, ikke unødigmotvirker de omstruktureringer i næringslivet som skjer gjennom overtakelser av selskaper og at de generelt bidrar til ordnede markedsforhold. For tilbyder kan tilbudsplikten være en tyngende forpliktelse. Tilbudsplikten bør derfor ikke gå lenger enn det hensynet til minoritetsaksjonærene tilsier. Det er for eksempel slik at tilbudsplikt ikke inntrer ved et hvert kontrollskifte. For det første inntrer tilbudsplikt bare ved erverv av aksjer. Og for det andre er visse typer erverv generelt unntatt fra tilbudsplikt, blant annet der det skjer et kontrollskifte ved erverv av aksjer i form av arv eller vederlag ved fusjon eller fisjon. Dette viser at fra lovgivers side setter hensynet til tilbyder en grense for hvor langt tilbudsplikten skal gå.

Både kontrollhensynet og hensynet til tilbyder tilsier at det er begrensninger i hvilke aksjer tilbudsplikten omfatter. Kontrollhensynet begrunner bare at tilbudsplikten må omfatte de aksjer som foreligger på tidspunktet for offentliggjøring av at tilbudsplikt er inntrådt og at tilbud vil bli fremmet. De som måtte ha tegnet nye aksjer etter dette har ikke behov for det vernet tilbudsplikten gir, da de kan gjøre sin investeringsbeslutning på basis av den nye kontrollsituasjonen. Tilsvarende argument kunne tilsi at tilbudsplikten videre var avgrenset mot de som var aksjonærer på dette tidspunktet, slik at tilbudsplikten ikke skulle omfatte dem som deretter kjøper aksjer i annenhåndsmarkedet. For den tilbudspliktige er det imidlertid betydelig forskjell mellom gamle og nye aksjer. Den som vurderer å gjennomføre erverv av aksjer som vil utløse tilbudsplikt har behov for å kunne beregne hvor mange aksjer den må tilby å kjøpe. Det vil kunne være svært byrdefullt at omfanget av tilbudsplikten kan øke, etter at den er utløst, på basis av forhold som ligger utenfor tilbyders kontroll. Videre vil nyutstedelse av aksjer kunne påvirke verdien av det tilbyder kjøper gjennom tilbudet, dersom det er avvik mellom tilbudsprisen og tegningsprisen.

Børsen er derfor av den oppfatning at tilbudsplikten som utgangspunkt omfatter de aksjer som foreligger på tidspunktet for tilbudsplikten inntreden, eventuelt annonseringen. De forskjellige rettslige skritt som foretas i forbindelse med utstedelse av nye aksjer vil typisk kunne strekkes seg over et tidsrom. Disse forholdene vil kunne finne sted dels før og dels tidspunktet for tilbudsplikten inntreden. Videre vil det kunne etableres forskjellige former for rettigheter relatert til tegning av aksjer forutfor selve utstedelsen. I slike tilfeller må den nærmere fastleggelsen av tilbudsplikten omfang gjøres ut fra en konkret vurdering og basert på en avveining av relevante hensyn. Relevante hensyn vil etter børsens oppfatning på den ene siden være hensynet til tilbyder som har behov for forutberegnelighet og på den andre siden om de aktuelle aksjonærene har en berettiget forventning om å kunne selge aksjene som en følge av kontrollskiftet, herunder muligheten til å ta del i eventuell kontrollpremie.

Emisjonen rettet mot Teekay som utløser tilbudsplikt og utstedelsen av nye aksjer i Stakeholder-emisjonen inngår som elementer i en total restrukturering av Sevan Marine-konsernet. Etableringen av de enkelte elementer av restruktureringen strekker seg over et lengre tidsrom. Det er da aktuelt å se hen til hvilke hensyn som gjør seg gjeldene på tidspunktet for de sentrale hendelsenesom finner sted både før og etter inntreden av tilbudsplikten, for eksempel tidspunktet for vedtakelsen av emisjonene, siste dato for handel med aksjene med rett til å delta i Stakeholder-emisjonen og oppstart av tegningsperiode.

Oslo Børs vurderer det slik at tilbudsplikten for Teekay, utløst og gjennomført i henhold til beskrivelsen overfor, ikke omfatter aksjer utstedt i Stakeholder-emisjonen. Det pliktige tilbudet kan derfor avgrenses mot disse. Børsen har i vurderingen lagt vekt på at så vel det pliktige tilbudet som Stakeholder-emisjonen inngår som to av flere elementer i en omfattende restrukturering av utstederselskapet. Teekay-emisjonen, som utløser tilbudsplikten, og Stakeholder-emisjonen skal vedtas på samme generalforsamling (sammen med en rekke andre saker som gjelder restruktureringen). Disse vedtakene er basert avtalen om den totale restruktureringen inngått mellom Sevan Marine, Teekay og obligasjonseierne 18. oktober 2011. Det vises til at det både i forhandlingen av og kommunikasjonen rundt restruktureringen har vært en klar premiss at Teekays pliktige tilbud ikke skal omfatte aksjer som utstedes i Stakeholder-emisjonen. Det fremgår av innkallinger til generalforsamlingen og obligasjonseiermøter, som premiss for de vedtak som fremmes, at aksjene som tegnes og utstedes i Stakeholder-emisjonen ikke vil være omfattet av tilbudsplikten. Det fremgår også direkte av vedtakene at Stakeholder-aksjene ikke vil være omfattet av tilbudet. I forslag til vedtak på obligasjonseiermøte av 24. oktober fremgår det at Teekays pliktige tilbud "will not extend to [...] any shares subscribed for in the Stakeholder Placement". Videre fremgår det i forslag til vedtak for Stakeholder-emisjonen på ekstraordinær generalforsamling i Sevan Marine at "tegnerne samtykker til at aksjene utstedt ved kapitalforhøyelsen ikke vil være omfattet av det pliktige tilbudet fra Teekay som følge av den rettede emisjonen mot Teekay beskrevet i Sak 8 ovenfor". Oslo Børs presiser at samtykke i seg selv ikke skal medføre at identifiserte aksjer eller aksjonærer ikke vil være omfattet av et pliktig tilbud. I dette tilfellet er imidlertid premissene for og innholdet av vedtakene relevant for de berettigete forventninger aksjonærene har, både når de stemmer på generalforsamlingen og når de eventuelt velger å delta i Stakeholder-emisjonen. Det er også opplyst overfor Oslo Børs at det i prospektet for Stakeholder-emisjonen tydelig vil angis at aksjene som tilbys gjennom Stakeholder-emisjonen ikke vil være omfattet av det pliktige tilbudet. Aksjene Teekay erverver i emisjonen tegnes og utstedes før tidspunktet for etableringen av aksjonærenes rett til å delta med fortrinnsrett i Stakeholder-emisjonen. Også dato for når det pliktige tilbudet fremmes ligger forutfor dette.

Det skal også nevnes at partene, som opprinnelig planlagt, kunne valgt å først gjennomføre Teekay-emisjonen og det påfølgende pliktige tilbudet, for deretter å

gjennomføre Stakeholder-emisjonen. For alle parter, og særlig Sevan Marine, er det gunstigere å kunne gjennomføre den nødvendige restruktureringen med tidsplaner der det tilbudet og emisjonen delvis gjøres i samme tidsperiode.

At utstedelsen av aksjene i Stakeholder-emisjonen utstedes under akseptperioden ansees ikke som problematisk for gjennomføringen av tilbudet så fremt det besørges at disse aksjene holdes adskilt (separat ISIN).

Det skal legges til at børsen med denne uttalelsen ikke har tatt stilling til tilbudspliktens omfang ved utstedelse av aksjer etter tilbudspliktens inntreden som følge av tidligere etablerte rettigheter som for eksempel konvertible obligasjoner, tegningsretter eller i andre tilfeller, hvor innehaver på tidspunktet for etablering av retten, har grunn til å forvente at aksjene gir like rettigheter som øvrige aksjer i selskapet ved et eventuelt fremtidig overtakelsestilbud.

En gjennomføringsmodell som beskrevet innebærer at det i en periode vil være utstedt aksjer i Sevan Marine med ulike rettigheter (retten til å akseptere det pliktige tilbudet). Det følger av regelverket for ISIN-nummer at ikke-fungible aksjer skal skilles på forskjellige ISIN-nummer. Børsen legger til grunn at de involverte parter forholder seg til de plikter som påhviler dem etter nevnte regelverk. Dette innebærer en forutsetning om at målselskapet positivt må sørge for å holde aksjene som utstedes gjennom Stakeholder-emisjonen og som ikke er omfattet av Teekays pliktige tilbud på særskilt ISIN i VPS frem til oppgjøret i det pliktige tilbudet er gjennomført. Sevan Marine må sørge det foreligger informasjon slik at investorer som kjøper aksjer lett vil kunne skille den del av aksjekapitalen som er gjenstand for Teekays pliktige tilbud fra den delen som ikke er omfattet, i den korte perioden dette er en problemstilling.

5.2.9 TECO Maritime ASA - melding om at tilbudsplikt er utløst (e-post av 19.12.2011)

Vi viser til melding datert 18. desember 2011 vedrørende pliktig tilbud fra TECO Group AS til aksjonærene i TECO Maritime ASA.

I egenskap av å være tilbudsmyndighet skal Oslo Børs gjennomgå og godkjenne tilbudet og tilbudsdokumentet før tilbudet fremsettes.

Saksbehandlingstid for gjennomgang av tilbudsdokument er normalt fem arbeidsdager på første utkast og fem arbeidsdager på andre utkast. Saksbehandlingstiden vil kunne variere avhengig av de problemstillinger som måtte oppstå underveis i prosessen.

Merk at børsen i sin kontroll og godkjenning av tilbudet utøver forvaltningsmyndighet, jf. børsloven § 40. Hovedregelen er da at inngående og utgående korrespondanse i anledning børsens kontroll er åpent for innsyn, jf. offentlighetsloven § 3. Det gjelder et unntak fra dette for opplysninger som er underlagt taushetsplikt etter børsloven § 14.

Det bes om at første utkast til tilbudsdokument oversendes børsens saksbehandlere per e-post sammen med utfylt sjekklister (vedlagt) og svar på vedlagte kontrollspørsmål knyttet til utenlandske aksjonærer og pris. Det bes også opplyst om det er inngått noen avtaler med målselskapet i anledning tilbudet og hva innholdet av denne i så tilfelle er.

I meldingen av 18. desember 2011 vises det til flaggemelding av 7. desember 2011. Av denne meldingen fremgår det at kjøpet som utløste tilbudsplikt ble foretatt 7. desember 2011.

Etter reglene om tilbudsplikt skal melding om pliktig tilbud sendes straks etter at avtale om kjøpet er inngått. Følgelig skulle melding om tilbudsplikt for TECO Group AS vært

sendt 7. desember 2011. Vi ber om en nærmere redegjørelse for omstendighetene rundt dette kjøpet og for årsaken til at melding først ble sendt 18. desember. Denne redegjørelsen må mottas av oss innen onsdag 21. desember 2011.

Av meldingen offentliggjort av TECO Group AS fremgår det at det pliktige tilbudet vil bli fremmet innen 4 uker fra offentliggjøringen av meldingen. Vi gjør oppmerksom på at regelen er at tilbudet skal fremmes innen fire uker etter at tilbudsplikt ble utløst. Dette må korrigeres gjennom ny melding fra TECO Group AS, som inneholder informasjon om når tilbudsplikt ble utløst.

5.3 Nedskrivning av garanti

5.3.1 Mandatory offer – Grenland Group ASA – Reduction of guarantee (brev av 17.1.2011)

We refer to the application dated 14. January 2011 from HVS Invest AS regarding reduction of guarantee issued in connection with the mandatory offer to the shareholders of Grenland Group ASA ("GGG") as documentet by the offer document dated 8 December 2010.

Oslo Børs may, in capacity as take-over authority, approve reduction of the guaranteed amount in respect of guarantees issued for mandatory offers, pursuant to the Securities Regulations section § 6-10.

The offer price is NOK 13,60 per share. The initial guarantee relates 6,534,812 shares, corresponding to a principal amount of NOK 88,873,443.20.

Reduction of guaranteed amount – shares purchased under the offer and shareholders not having accepted the offer

HVS Invest AS has informed and documented that:

- 3,109,089 shares have been purchased and paid for under the offer;
- shareholders holding 3,425,723 shares have not accepted the offer; and
- neither HVS Invest AS nor the receiving agent are aware of any disputed, unclear or rejected acceptances of the offer.

On the basis of the above, the principle amount of the guarantee may be reduced in full, subject to a remaining margin of NOK 4,658,983.28 (representing 10 % of the 3,425,723 shares with no acceptance of the offer).

Reduction of guaranteed amount – remaining margin

Pursuant to section 6-10 (1) (c) of the Securities Regulations Oslo Børs may approve a remaining margin of less than 10 %.

HVS Invest AS has informed and documentet that:

- GGG holds 288,404 treasury shares. GGG did own these shares when the offer was launched; and
- 320,017 shares have been purchased by HVS Invest AS outside the offer after expiry of the offer period. These shares have been transferred to and registered with a VPS account held by HVS Invest AS.

On the basis of the above Oslo Børs has considered it appropriate that the remaining margin of the guarantee can be calculated on the basis of 2,817,302 shares.

Oslo Børs has therefore resolved to approve reduction of the principal amount of the guarantee to NOK 3,831,530.72.

The fee applicable for the application will be issued separately, cf. section 6-10 (5) of the Securities Regulations.

5.3.2 Transocean – Søknad om nedskrivning av garanti (brev av 11.10.2011)

Det vises til brev av 10. oktober 2011 hvor det søkes om nedskrivning av garanti ("Garantien") utstedt i forbindelse med Transocean Services AS' ("Transocean") frivillige tilbud om kjøp av alle aksjene i Aker Drilling ASA ("Aker Drilling") fremsatt i henhold til reglene om pliktige tilbud ("Tilbudet"). Tilbudsperioden utløp 23. september 2011. Tilbudet omfattet totalt 258 275 447 aksjer.

Garantien er pålydende NOK 6 844 299 345,50 pluss forsinkelsesrenter i fire uker fra forfallsdato. Garantien er avgitt av DnB NOR Bank ASA.

Det søkes om nedskrivning av garantien fra NOK 6 844 299 345, 50 pluss forsinkelsesrenter, til NOK 0.

Basert på opplysninger i søknaden og vedlagt dokumentasjon legger Oslo Børs til grunn følgende:

- 1) Det ble avgitt aksept for 255 759 218 aksjer under Tilbudet. Tilbudsprisen var NOK 26,50. Endelig betalt beløp for aksjer kjøpt under Tilbudet er således NOK 6 777 619 277. Oppgjør for disse aksjene ble gjennomført 30. september 2011.
- 2) Det ble ikke ervervet aksjer utenfor tilbudet i tilbudsperioden.
- 3) Det forelå ikke aksept for 2 516 229 aksjer i Aker Drilling ved utløpet av tilbudsperioden (tilsvarende ca. 0,8 % av aksjekapitalen). Antall aksjer det ikke forelå aksept for multiplisert med tilbudsprisen utgjør NOK 66 680 068, 50.
- 4) Transocean vedtok 4. oktober 2011 å tvangsinnløse de resterende aksjonærene i Aker Drilling. Løsningssummen er identisk med tilbudsprisen og ble utbetalt til aksjonærer som er gjenstand for tvangsinnløsning den 10. oktober 2010, dvs. tre dager etter forfallsdato for oppgjør under Tilbudet.

Det følger av vpf. § 6-10 (1) a) at tilbudsmyndigheten etter søknad kan akseptere nedskrivning av garantien med et beløp tilsvarende endelig betalt beløp for aksjer kjøpt under tilbudet, herunder tilsvarende andel av beløp avsatt til forsinkelsesrenter. Videre følger det av vpf. § 6-10 (1) c) at tilbudsmyndigheten kan akseptere nedskrivning av garantien med et beløp tilsvarende antall aksjer det ikke foreligger aksept for, herunder en tilsvarende andel av beløp avsatt til forsinkelsesrenter, likevel slik at det gjenstår en margin for eventuelle omtvistede eller uklare aksept for ca. 10 % av dette beløp. I særlige tilfeller kan marginen settes lavere.

Det er i søknaden bedt om at marginkravet i vpf. § 6-10 (1) c) settes til 0. Det henvises til at det her foreligger et "særlig tilfelle" ettersom løsningssummen er utbetalt og tilsvarende prisen i tilbudet. Det vil derfor ikke være behov for sikkerhet for oppgjør av omtvistede eller uklare aksept. Oslo Børs er enig i vurderingen av at det her foreligger et særlig tilfelle som tilsier at marginkravet i vpf. § 6-10 (1) c) kan reduseres til 0. Det vises til at alle aksjonærer som ikke har akseptert tilbudet har fått utbetalt et beløp tilsvarende tilbudsprisen under tvangsinnløsningen.

Oslo Børs finner, i egenskap av å være tilbudsmyndighet, å kunne godta nedskrivning av garantien. Med utgangspunkt i vpf. § 6-10, første ledd c) er børsen kommet til at

garantien kan nedskrives fra NOK 6 844 299 345, 50 pluss forsinkelsesrenter for fire uker fra forfall, til NOK 0.

Nedskrivningen får effekt umiddelbart og Garantien vil bli returnert.

5.4 Dispensasjon fra tilbudsplikt

5.4.1 Dispensasjon fra tilbudsplikt ved erverv fra nærstående (brev av 15.9.2010, offentliggjort i 2011)

Det vises til brev datert 9. september 2010 med søknad om dispensasjon fra tilbudsplikt ved erverv fra nærstående som ledd i omorganisering av familien Tidemand/Lorentzens eierinteresser i Belships ASA. Det vises videre til søknad datert 11. juni og brev 15. juli 2010 der børsen gir dispensasjon knyttet til annen transaksjon under samme omorganisering samt øvrig korrespondanse i saken.

Holdingselskapet Tidships AS eier 90 % av aksjene i Sonata AS. Øvrige aksjer i Sonata eies av Tidinvest AS (9 %), et selskap eid av Karin Tidemand og hennes barn, og 1 % eies av Otto Grieg Tidemands dødsbo. Som ledd i en videre omorganisering av Tidships-konsernet tas det sikte på å foreta følgende transaksjoner:

1. Tidships tar sikte på å erverve de gjenværende aksjene i Sonata slik at Sonata blir et 100 % eiet datterselskap av Tidships.
2. Tidships' aksjer (0,46 %) i Belships overføres til Sonata i tilknytning til en fusjon mellom Tidships og Sonata (med Sonata som overtakende selskap). Overføringen av Belships-aksjene vil enten skje i forkant av fusjonen, eller ved at aksjeposten overføres som del av fusjonen.
3. Etter gjennomføring av fusjonen vil Sonata fisjoneres slik at Belships-aksjene (50,94 %) og et større kontantbeløp blir liggende igjen i Sonata (overdragende selskap) med Sverre J. Tidemand som 100 % eier i Sonata gjennom det heleide Kits AS. Sonatafisjonen resulterer i to overtakende selskaper; det ene og største vil ha Bonita Holding AS og Otto Gregard Tidemand som aksjonærer, det andre utfisjonerte selskapet vil ha Tidinvest og Karin Tidemand som aksjonærer.

Tidshipskonsernet kontrollerer i dag 50,94 % av aksjene i Belships. I forbindelse med omorganiseringen av Tidships-konsernet tas det som nevnt sikte på å overføre en mindre aksjepost i Belships (0,46 %) fra Tidships til Sonata. Børsen legger til grunn at denne overføringen vil utløse tilbudsplikt på Sonatas hånd etter reglene om etterfølgende erverv, jf. vphl. § 6-6 annet ledd, jf. vphl. § 18-2 tredje ledd nr. 1 som følge av at Sonata eide 35,24 % av aksjene i Belships inntil overføring av Belships-aksjer fra to datterselskaper, jf. børsens dispensasjon i brev 15. juli 2010. Overføringen av Belships-aksjer fra Tidships til Sonata vil utløse tilbudsplikt, uavhengig av om Belships-aksjene overføres i forkant av fusjonen eller ved at aksjene overføres som del av fusjonen.

På vegne av Sonata søkes det om unntak fra tilbudsplikt ved erverv av Belships-aksjer fra Tidships, jf. vphl. § 6-2 tredje ledd.

Børsen kan i "særlige tilfelle" gi dispensasjon fra tilbudsplikt ved overføringer innen konsolidert gruppe, jf. vphl. § 6-2 tredje ledd. Lovgivers formål med unntakshjemmelen fremgår av NOU 2005:17 side 26-27, jf. Ot. prp nr 34 (2006-2007) side 368, der det heter at tilbudspliktreglene ikke bør forhindre hensiktsmessig restrukturering av selskaper. Det fremheves samtidig at unntaksreglene ikke må innebære en uthuling av tilbudsplikten. Unntaksbestemmelsen i vphl. § 6-2 tredje ledd kodifiserer børsens tolkningspraksis etter tidligere lov som har unntatt overdragelser innenfor konsern

mellom heleide selskaper. Etter forarbeidene vil skjønnstemaet være om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Dersom Belships-aksjene overføres fra Tidships til Sonata i forkant av fusjonen, skjer overføringen av Belships-aksjer fra morselskap til heleid datterselskap. Børsen har i tidligere praksis lagt til grunn at overføring til heleid datterselskap normalt ikke innebærer et kontrollskifte, med forbehold for at overføringen fremstår som en del av et arrangement for omgåelse av tilbudsplikt i forbindelse med et reelt kontrollskifte. Tilsvarende betraktning må kunne legges til grunn dersom Belships-aksjene overføres som ledd i fusjonen da dette er en fusjon mellom morselskap og heleid datterselskap. Transaksjonene vil ikke innebære noen endringer i Sonata-konsernets og Tidships-konsernets innflytelse i Belships. Børsen kan dermed ikke se at transaksjonene medfører et kontrollskifte. På denne bakgrunn innvilger børsen unntak fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 tredje ledd.

Børsen presiserer for ordens skyld at ytterligere erverv fra Sonata eller Sonatas nærstående vil utløse tilbudsplikt etter reglene om etterfølgende erverv, jf. vphl. § 6-6 annet ledd.

Dette vedtaket vil bli offentliggjort etter avtale, men senest samtidig med at transaksjonen gjennomføres.

5.4.2 Panoro Energy ASA – Sector fond – unntak fra tilbudsplikt (brev av 13.4.2011)

Vi viser til brev til Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, av 12. april 2011 fra Bugge, Arentz-Hansen & Rasmussen der det søkes, på vegne av Sector Consolidare, om unntak fra tilbudsplikt i Panoro Energy ASA ("Panoro"), jf. verdipapirhandelloven ("vphl.") § 6-2 tredje ledd.

1. Faktisk grunnlag

Oslo Børs har lagt følgende faktum til grunn;

Fond forvaltet av Sector Omega AS ("Sector-fondene") eier samlet 46,09 % av aksjene og stemmene i Panoro. Sector-fondene er underfond av samme paraplyfondstruktur. Sector-fondene utgjør en konsolidert gruppe da de er forvaltet av samme forvalter - Sector Omega AS.

Sector-fondenes nåværende eierandel i Panoro ble etablert gjennom fusjonsvederlag som ikke utløste tilbudsplikt. Denne transaksjonen er nærmere omtalt i brev fra Oslo Børs av 3. juni 2010, inntatt i Vedtak og uttalelser 2010, s. 134.

Sector Exspec eier 16,39 % av aksjene og stemmene i Panoro. Hoveddelen av disse aksjene ønskes overdratt til Sector Consolidare - et annet fond i samme paraplyfondstruktur forvaltet av samme forvalter. Bakgrunnen er at Sector Exspec skal avvikles. Gjennom avviklingen vil fondets eiendeler vil bli overført til investorene i fondet. Investorene tilbys et alternativ der disse eiendelene overføres direkte fra Sector Exspec til Sector Consolidare og at investorene får eierandeler i sistnevnte. Det antas at 95 % vil akseptere dette alternativet.

2. Rettslig grunnlag

Etter vphl. § 6-1 sjette ledd utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5 når "erververen alene eller sammen med en eller flere

av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av erverv". Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5, jf. § 6-1 sjette ledd, jf. vphl. § 6-2 tredje ledd. I forarbeidene, NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), er det om dispensasjonsvurderingen uttalt at det skal legges vekt på om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Oslo Børs har tidligere innvilget unntak fra tilbudsplikt for overføringer mellom fond i samme fondsstruktur med felles forvalter, inntatt i Vedtak og uttalelser 2008, s. 114.

3. Vurderinger

Basert på beskrivelsen i brevet av 12. april vil ikke overdragelsen fra Sector Exspec til Sector Consolidare innebære et kontrollskifte i Panoro. Tilbudet om overføringen til det nye Sector-fondet fremstår som et hensiktsmessig tiltak for å ivareta hensynet til investorene i Sector Exspec. De investorer i Sector Exspec som velger å benytte det alternative tilbudet vil bli investorer i Sector Consolidare.

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, innvilger med hjemmel i vphl. § 6-2 tredje ledd Sector Consolidare unntak fra tilbudsplikt i Panoro Energy ASA. Unntaket fra tilbudsplikt omfatter kun ervervet fra Sector Exspec som beskrevet i brevet til Oslo Børs og ikke eventuelle fremtidige erverv.

Sector Consolidare må offentliggjøre dette vedtaket straks etter at erverves foretas. Oslo Børs skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

5.4.3 Panoro Energy ASA – Sector fond – unntak fra tilbudsplikt (brev av 20.5.2011)

Vi viser til brev til Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, av 5. mai 2011 fra Bugge, Arentz-Hansen & Rasmussen der det søkes, på vegne av Sector Maritime Investments, om unntak fra tilbudsplikt i Panoro Energy ASA ("Panoro"), jf. verdipapirhandeloven ("vphl.") § 6-2 tredje ledd.

1. Faktisk grunnlag

Oslo Børs har lagt følgende faktum til grunn;

Fond forvaltet av Sector Omega AS ("Sector-fondene") eier samlet 38,53 % av aksjene og stemmene i Panoro. Sector-fondene er underfond av samme paraplyfondstruktur. Sector-fondene utgjør en konsolidert gruppe da de er forvaltet av samme forvalter - Sector Omega AS.

Sector-fondenes eierandel i Panoro ble etablert gjennom fusjonsvederlag som ikke utløste tilbudsplikt. Denne transaksjonen er nærmere omtalt i brev fra Oslo Børs av 3. juni 2010, inntatt i Vedtak og uttalelser 2010, s. 134.

Fondet Sector CogniMetrica eier 1.249.881 aksjer (tilsvarende 0,533 % av aksjene og stemmene) i Panoro. Disse aksjene ønskes overdratt til Sector Maritime Investments - et annet fond i samme paraplyfondstruktur forvaltet av samme forvalter. Sector Maritime Investments er eneste investor i Sector CogniMetrica. Bakgrunnen for overdragelsen er at Sector CogniMetrica skal avvikles. Gjennom avviklingen vil enkelte av fondets

eiendeler vil bli overført til investoren i fondet.

2. Rettslig grunnlag

Etter vphl. § 6-1 sjette ledd utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5 når "erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av erverv". Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5, jf. § 6-1 sjette ledd, jf. vphl. § 6-2 tredje ledd. I forarbeidene, NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), er det om dispensasjonsvurderingen uttalt at det skal legges vekt på om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Oslo Børs har tidligere innvilget unntak fra tilbudsplikt for overføringer mellom fond i samme fondsstruktur med felles forvalter, inntatt i Vedtak og uttalelser 2008, s. 114. Videre innvilget Oslo Børs, den 13. april 2011, unntak fra tilbudsplikt i forbindelse med overføring av aksjer i Panoro mellom to Sector-fond.

3. Vurderinger

Basert på beskrivelsen i brevet av 5. mai 2011 vil ikke overdragelsen fra Sector CogniMetrica til Sector Maritime Investments innebære et kontrollskifte i Panoro. Overføringen fremstår som et hensiktsmessig tiltak for å ivareta hensynet til investorene i Sector Maritime Investments gjennom en avvikling av Sector CogniMetrica.

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, innvilger med hjemmel i vphl. § 6-2 tredje ledd Sector Maritime Investments unntak fra tilbudsplikt i Panoro Energy ASA. Unntaket fra tilbudsplikt omfatter kun ervervet fra Sector CogniMetrica i forbindelse med avvikling av fondet som beskrevet i brevet til Oslo Børs og ikke eventuelle fremtidige erverv.

Oslo Børs vil offentliggjøre dette vedtaket etter avtale, dog senest samtidig med at ervervet gjennomføres. Sector Maritime Investments må derfor orientere Oslo Børs i forkant.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

5.4.4 Aker Solutions ASA – unntak fra tilbudsplikt i konsolidert gruppe - overgangsforskriften § 3 (2) og vphl. § 18-2 (2) (brev av 14.10.2011)

Viser til e-mailer av 10. og 12. oktober 2011 der dere ønsker tilbakemelding på Oslo Børs forståelse av regelen om unntaket etter overgangsregelen i vphl. § 18-2 (2) i relasjon til konsolidert gruppe (nærstående). For ordens skyld har vi også nedenfor kommentert forholdet til regelen om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv etter vphl. § 6-6 (2) og unntaket etter overgangsforskriften.

Regelen om gjentatt tilbudsplikt fremkommer av vphl. § 6-6 (1):

"Aksjeeier som eier aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et notert selskap, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet (gjentatt tilbudsplikt) dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer 40 prosent eller mer av stemmene i selskapet. Første punktum gjelder tilsvarende dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av 50 prosent eller mer av stemmene i selskapet. Første og annet punktum gjelder ikke ved erverv som skjer i tilknytning til fremsettelse av tilbud som nevnt i § 6-1. "

Unntaket fra gjentatt tilbudsplikt fremkommer av overgangsregelen i vphl. § 18-2 (2):
"§ 6-6 første ledd gjelder ikke for aksjeeier som ved denne lovs ikrafttredelse falt inn under unntaket i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 4-6 annet ledd nr. 2 og som etter børsnotering uavbrutt har eid aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene."

Unntaksregelen etter vphl. 1997 § 4-6 annet ledd nr. 2 som overgangsregelen viser til lyder:

"aksjeeier eller identifisert gruppe som ... ved opptak til børsnotering eier mer enn 40 prosent av aksjene i selskapet"

Regelen om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv fremkommer av vphl. § 6-6 (2):
"Aksjeeier som har passert tilbudspliktgrense som nevnt i § 6-1 eller § 6-6 første ledd på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud, plikter ved ethvert etterfølgende erverv som øker stemmeandelen, å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet."

Forskrift om overgangsregler til børsloven og vphl. (overgangsforordningen) § 3 (2) inneholder unntak fra tilbudsplikt ved etterfølgende erverv:

"Verdipapirhandelloven § 6-6 annet ledd gjelder ikke aksjeeier som nevnt i ... verdipapirhandelloven § 18-2 annet ledd."

Hvem som skal anses som nærstående fremkommer av vphl. § 2-5:

"Som noens nærstående menes

...

3. selskap innen samme konsern som vedkommende,

4. selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd, allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd, ..."

Eierskapssituasjonen

Vi har forholdt oss til følgende faktum vedrørende eierskapssituasjonen:

Aker Solutions ASA ("AKSO") ble notert på Oslo Børs 2. april 2004.

Aker Kværner Holding AS ("AK Holding") eier 40,27 % av aksjene i AKSO.

Aker ASA ("Aker") eier 70 % av aksjene i AK Holding. De resterende 30 % er eid av staten. Aker og AK Holding er således deltakere i konsolidert gruppe fordi de inngår i konsern. Aker eier ikke direkte aksjer i AKSO.

Forut for børsnoteringen av AKSO var selskapet eid 100 % av Kværner ASA ("Kværner"). Ved børsnoteringen eide Kværner 57,98 % av aksjene og stemmene i AKSO. Kværner var eid 49,9 % av Aker Maritime ASA, som var et heleid datterselskap av Aker RGI Holding AS, som igjen var 100 % direkte og indirekte eid av Kjell Inge Røkke.

Forut for børsnoteringen av AKSO ble det i generalforsamlinger, avholdt 19. mars 2004, vedtatt å innfusjonere Aker Yards AS i Aker Kværner Investment AS, som var et heleid datterselskap av Kværner, gjennom en trekantfusjon. Aker Yards AS var heleid av Aker RGI Holding AS. I fusjonen mottok Aker RGI Holding AS vederlagsaksjer i Kværner. Gjennom fusjonen økte Aker RGI Holding AS's direkte og indirekte (gjennom Aker Maritime ASA) eierandel i Kværner fra 49,9 % til 59,6 %. Fusjonen ble gjennomført ved utløpet av kreditorfristen 21. mai 2004. Ved et samtidig ombyttingstilbud økte eierandelen til 74,8 %, uten at dette har direkte betydning for denne saken. Aker Maritime ASA fusjonerte senere med Aker RGI Holding AS, omtalt i Vedtak og uttalelser

2004 s. 135.

Kværner's aksjer i AKSO har senere to ganger blitt overdratt til heleide datterselskaper; først til Aker og senere fra Aker til AK Holding. Overføringen til AK Holding ble vurdert av Oslo Børs, som da vurderte det slik at den ikke innebar et kontrollskifte, inntatt i Vedtak og uttalelser 2007 s. 145.

Aker foretok nedsalg av AKSO aksjer i 2005 og 2007.

Kværner og senere Aker og AK Holding har uavbrutt eid 40,27 % av aksjene og stemmene i AKSO siden børsnoteringen.

Spørsmålet er om Aker kan erverve aksjer som representerer inntil 1/3 av stemmene i AKSO uten å utløse tilbudsplikt. Aker inngår som nevnt i konsolidert gruppe med AK Holding og deres aksjeinnehav i AKSO må derfor regnes med når tilbudsplikt vurderes for Aker. Vurderingstemaet er om AK Holding anses å ha vært eier av mer enn 40 prosent av aksjene i AKSO siden børsnoteringen av selskapet. Hvis så følger det av overgangsregelen at gjentatt tilbudsplikt og av overgangsforskriften at tilbudsplikt ved etterfølgende erverv ikke gjelder for AK Holding. Videre må det vurderes om AK Holding's unntak fra tilbudsplikt innebærer at heller ikke Aker får tilbudsplikt ved ytterligere erverv.

Unntak fra tilbudsplikt for AK Holding - eierskapet på konsolidert basis ved børsnoteringen av AKSO

Etter overgangsforskriften § 3 (2) og overgangsregelen i vphl. § 18-2 (2), jfr. vphl. 1997 § 4-6 annet ledd nr. 2 gjelder reglene om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv og gjentatt tilbudsplikt ikke for aksjonær som ved børsnoteringen eide mer enn 40 prosent av aksjene og som deretter uavbrutt har eid aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene.

Ved børsnoteringen av AKSO eide Kværner 57,98 % av aksjene og stemmene. Kværner og senere heleide datterselskaper har siden børsnoteringen eid uavbrutt over 40 % av aksjene i AKSO. Anvendelsen av unntaket fra tilbudsplikt forutsetter imidlertid at det ikke foreligger omstendigheter som innebærer at en tilbudspliktgrense er passert på annet grunnlag, herunder ved kontrollskifte som følge av endringer i den konsoliderte gruppe som eksisterte på tidspunktet for børsnoteringen av AKSO, for eksempel ved endringer høyere opp i eierkjeden – se bl.a. Børsklagenemden sak 1/2011 – Wilh. Wilhelmsen.

Det må derfor foretas en vurdering av hvem som eventuelt var omfattet av den konsoliderte gruppen sammen med Kværner på tidspunktet for børsnoteringen av AKSO i forhold til unntaksbestemmelsene. Kværner var eid 49,9 % av Aker Maritime ASA. Forutfor børsnoteringen ble det den 19. mars 2004 av de relevante generalforsamlinger vedtatt å gjennomføre en trekantfusjon som økte Aker RGI Holding AS's direkte og indirekte eierandel i Kværner fra 49,9 % til 59,6 %. Fusjonen ble gjennomført ved kreditorfristens utløp den 21. mai 2004.

I forkant av børsnoteringen av AKSO ble det gjennomført en spredningsemisjon med tegningsperiode 23. mars – 31. mars/ 1. april 2004. I denne forbindelse ble det offentliggjort prospekt for tilbudet og børsnoteringen datert 19. mars 2004.

I følge forarbeidene til vphl. 1997 var unntaksregelen fra gjentatt tilbudsplikt begrunnet i at de som ble aksjonærer ved børsnotering var kjent med situasjonen med den kontrollerende eieren eller den kontrollerende eiergruppen (NOU 1996: 2 s. 113). I forbindelse med vphl. 2007 ble det fra Finansdepartementet gitt uttrykk for at unntaket fra gjentatt tilbudsplikt burde videreføres. Det ble i den forbindelse uttalt at det i slike

situasjoner neppe skjer et kontrollskifte ved senere økninger av denne eierandelen, slik at de bærende hensyn bak reglen om gjentatt tilbudsplikt derfor ikke slår til i samme grad (Ot. Prp. nr. 34 (2006-2007) s. 447).

Trekantfusjonen var vedtatt og kreditorfristen hadde begynt å løpe på tidspunktet for børsnoteringen av AKSO, og at det var klart at Aker RGI Holding som eneeier ville motta samtlige vederlagsaksjer i Kværner ved kreditorfristens utløp relativt kort tid etter første noteringsdag for AKSO. Økningen i eierandelen i Kværner gjennom fusjonen fremgår av noterings- og tilbudsprospektet. Prospektet inneholdt også informasjon om den kontrollerende eierstrukturen opp til Kjell Inge Røkke. Markedet var på denne måten gjort oppmerksom på dette på børsnoteringstidspunktet.

Begrunnelsen for reglene om unntak fra etterfølgende tilbudsplikt er at de som blir aksjonærer i selskapet, for eksempel gjennom spredningsemisjon, er da kjent med kontrollsituasjonen og derfor ikke har noen berettiget forventning om å få et tilbud dersom den kontrollerende eier erverver ytterligere aksjer.

Oslo Børs er av den oppfatning at omstendighetene rundt økningen i eierandelen i Kværner, herunder den informasjon som ble gitt til markedet om dette, er av en slik karakter at Aker RGI Holding må anses for å inngå i den identifiserte gruppe som eide over 40 % av aksjene AKSO på noteringstidspunktet etter unntaksbestemmelsene i overgangsforskriften § 3 (2) og vphl. § 18-2 (2), jfr. vphl. 1997 § 4-6 annet ledd nr. 2. Dette innebærer at AK Holding ved ytterligere erverv av aksjer i AKSO er omfattet unntaket fra tilbudsplikt etter overgangsforskriften § 3 (2) og vphl. § 18-2 (2).

Kværners eierandel i AKSO har senere i to runder vært overdratt til heleide datterselskaper; først til Aker og senere fra Aker til AK Holding. Disse overføringene innebærer ikke kontrollskifte i den konsoliderte gruppen.

Vi presiserer for ordens skyld at dette forutsetter at det ikke foreligger andre omstendigheter som innebærer at en tilbudspliktgrense er passert på annet grunnlag, herunder ved kontrollskifte som følge av endringer i den konsoliderte gruppe som eksisterte på tidspunktet for børsnoteringen av AKSO, for eksempel ved endringer høyere opp i eierkjeden – se bla. Børsklagenemden sak 1/2011 – Wilh. Wilhelmsen. Unntak fra tilbudsplikt for Aker

Unntaket fra gjentatt tilbudsplikt etter overgangsforskriften § 3 (2) og vphl. § 18-2 (2) gjelder for den konsoliderte gruppen som eide mer enn 40 % ved børsnoteringen, så lenge det ikke har funnet sted endringer som innebærer kontrollskifte i gruppen, jfr. forutsetningsvis Børsklagenemden avgjørelser i sak 1/2011 Wilh. Wilhelmsen og Oslo Børs uttalelse i Vedtak og uttalelser 2008 s. 111 Odfjell. Det innebærer at også Aker er omfattet av unntaket fra tilbudsplikt etter overgangsforskriften § 3 (2) og vphl. § 18-2 (2) dersom de skulle erverve aksjer i AKSO. Aker vil utløse tilbudsplikt ved erverv som bringer eierandelen over 1/3 av stemmene i AKSO, alene eller på konsolidert basis (herunder del-gruppe), jfr. Oslo Børs uttalelse i Vedtak og uttalelser 2008 s. 111 Odfjell.

Vi nevner for ordens skyld at slike spørsmål som dette fortrinnsvis bør søkes avklart med Oslo Børs i forkant av de aktuelle transaksjoner. Vi antar at etableringen av den konsoliderte gruppen og forholdet til unntak fra etterfølgende tilbudsplikt etter vphl. 1997 § 4-6 annet ledd nr. 2 også var en relevant problemstilling våren 2004.

5.4.5 Aker Floating Production – dispensasjon fra tilbudsplikt (brev av 4.11.2011)

1 Innledning

Det vises til brev av 26. oktober 2011 der det på vegne av Aker Floating Holding AS ("Floating Holding") søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i Aker Floating Production ASA ("AKFP") jf. verdipapirhandelloven ("vphl.") § 6-2 (3). Det vises også til senere e-post av 1. november 2011.

2 Faktiske forhold

Converto Capital Fund AS, som hovedmann for Converto Capital Fund IS ("Converto Fund"), eier 72,34 prosent av aksjene i AKFP.

Converto Fund er organisert som et norsk indre selskap etter selskapsloven og er kontrollert av Aker ASA ("Aker"), som nærmere beskrevet nedenfor.

AKFP er notert på Oslo Børs. Det søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt for overdragelse av AKFP-aksjene til heleid datterselskap av Aker.

AKFP aksjene ble ervervet av Converto Capital Fund AS, som hovedmann for Converto Fund, fra Aker i juli 2009. Forutfor ervervet hadde Oslo Børs truffet vedtak om dispensasjon fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 (3). Ervervet, herunder vedtaket om dispensasjon, ble offentliggjort ved børsmelding 3. juli 2009. Brev fra Oslo Børs av 17. juli 2009, der bla. vedtaket fremgår, er inntatt som Vedlegg 1 – Aker ASA – dispensasjon fra tilbudsplikt mv. Dispensasjonen ble gitt betinget av at Aker direkte eller indirekte skal eie minst 90 prosent av aksjene og stemmene i Converto Capital Fund AS, som hovedmann for Converto Fund, og av at Aker direkte og indirekte skal være eneste stille deltager i Converto Fund.

Det er opplyst at det ikke foreligger endringer i forhold eierstruktur eller kontroll over Converto Fund. Oslo Børs har derfor i forhold til dette basert seg på den informasjon som ble presentert i forkant av dispensasjonen gitt 17. juli 2009.

I korte trekk er Converto Fund (som er et indre selskap) eiet 98 prosent av Aker (som stille deltaker) og 2 prosent av Converto Capital Fund AS (som hovedmann). Aker eier 90 prosent av aksjekapitalen og 100 prosent stemmene i Converto Capital Fund AS. Videre har Aker rett til å utpekte samtlige styremedlemmer. Converto Capital Fund AS driver ikke annen virksomhet enn å være hovedmann i Converto Fund. For ytterligere detaljer vises det til beskrivelsen inntatt i vedlegg 1.

Det er behov for å bedre egenkapitalsituasjonen til AKFP. Det planlegges derfor å overdra eierposten i AKFP fra Converto Capital Fund AS som hovedmann for Converto Fund til et heleid datterselskap av Aker - Floating Holding. Dette gjøres for kunne fusjonere AKFP med Floating Holding, med sistnevnte som overtakende selskap. Minoritetsaksjonærene i AKFP vil motta aksjer i Aker som fusjonsvedlag.

3 Unntak fra tilbudsplikt

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5 når "erhververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av erverv". Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5, jf. § 6-1 (6), jf. vphl. § 6-2 (3). I

forarbeidene, NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), er det om dispensasjonsvurderingen uttalt at det skal legges vekt på om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Converto Capital Fund AS, som hovedmann for Converto Fund, og Floating Holding er nærstående til Aker.

Oslo Børs er av den oppfatning at Akers kontroll over aksjeposten i AKFP i realiteten ikke er vesentlig forskjellig fra den kontroll som Aker ville hatt over aksjeposten dersom den var eid gjennom et heleid datterselskap, da Aker har alle stemmeberettigede aksjer og har rett til å utnevne alle styremedlemmer i hovedmannen.

Som ved overføringen av aksjeposten i AKFP i 2009 anser ikke Oslo Børs reorganiseringen av eierskapet for å innebære et kontrollskifte eller å være ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Oslo Børs mener at det foreligger slike særlige grunner at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3) for Floating Holdings erverv av aksjeposten i AKFP fra Converto Capital Fund AS, som hovedmann for Converto Fund.

4 Vedtak

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt for heleid datterselskap av Aker ASA til erverv av aksjer i Aker Floating Production ASA fra Converto Capital Fund AS, som hovedmann for Converto Fund.

Senest samtidig med at avtale om ervervet inngås skal erverver/Aker ASA sørge for at det ved alminnelig børs melding offentliggjøres at Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for ervervet. Oslo Børs skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

Det bes om tilbakemelding til børsen dersom nevnte reorganisering ikke gjennomføres slik at nevnte vedtak blir en nullitet.

Vedlegg 1

Aker ASA – dispensasjon fra tilbudsplikt mv.

1 Innledning

Det vises til brev 25. mai 2009 relatert til reglene om tilbudsplikt som følge av en tiltenkt reorganisering av Aker ASAs ("Aker") direkte og indirekte eierskap i Aker Seafoods ASA ("AKS"), Aker Floating Production ASA ("AKFP"), Aker Philadelphia Shipyard ASA ("AKPS") og Bjørge ASA ("Bjørge"). Det søkes om dispensasjon fra tilbudsplikten, og anmodes om børsens vurdering av enkelte tolknings spørsmål i den forbindelse. Det vises også til senere e-postkorrespondanse 5. og 9. juni 2009.

2 Faktiske forhold

2.1 Generelt

Børsen legger til grunn de faktiske forhold beskrevet i brevet 25. mai 2009. Av hensyn til at uttalelsene og vedtaket skal kunne forstås på bakgrunn av herværende brev, vil børsen gjengi de sentrale deler av de faktiske forhold.

Bakgrunnen for henvendelsen er at Aker som ledd i en reorganisering vurderer mulighetene for overdragelse av alle aksjer eiet av Aker (direkte eller indirekte) i AKS, AKFP, AKPS og Bjørge til Aker Capital Fund IS ("Aker Capital Fund"), et norsk, indre selskap etablert i henhold til selskapsloven. Aker Capital Fund planlegges etablert med en begrenset levetid på i utgangspunktet 7 år, men med mulig forlengelse på inntil 2 år.

2.2 Hovedmannen

Hovedmannen for Aker Capital Fund vil være aksjeselskapet Aker Capital Fund AS (under stiftelse) ("hovedmannen"). Hovedmannen vil ved etablering være eiet med 90 prosent av Aker og 10 prosent av Fausken Invest AS, et investeringselskap eiet av Frank Ove Reite. Hovedmannens aksjekapital vil bestå av to aksjeklasser, der kun aksjene i den ene aksjeklassen gir stemmerett. Aker vil til enhver tid eie alle de stemmeberettigede aksjene i hovedmannen. Aker vil også til enhver tid ha rett til å utpeke og avsette alle styremedlemmene i hovedmannen. Hovedmannen vil følgelig inngå i Aker-konsernet jf. allmennaksjeloven § 1-3. Hovedmannen vil eie ca. 2 prosent av Aker Capital Fund.

Hovedmannen skal ikke drive annen virksomhet enn å være hovedmann i Aker Capital Fund.

Hovedmannen vil ikke ha andre ansatte enn en daglig leder, som ved etablering vil være Frank Ove Reite, som vil forestå de administrative funksjoner som naturlig hører under den daglige ledelsen eller forøvrig innenfor fullmakter gitt av styret.

2.3 Stille deltakere

De stille deltakerne i Aker Capital Fund vil ved etablering utelukkende være heleide (direkte eller indirekte) selskaper i Aker-konsernet, i tillegg til Aker selv. Dette etableres ved at disse nåværende eiere av aksjepostene i AKS, AKFP, AKPS og Bjørge skyter aksjepostene inn som tingsinnskudd i Aker Capital Fund mot vederlag i form av andeler i Aker Capital Fund. Til sammen vil de stille deltakerne eie ca. 98 prosent av andelene i Aker Capital Fund. Følgelig vil egenkapitalen Aker Capital Fund være eiet (direkte eller indirekte) med ca. 99,80 prosent av Aker.

En eierpost på 19,9 prosent i American Shipping Company ASA skal legges inn i Aker Capital Fund IS. American Shipping Company ASA er notert på Oslo Børs. Aksjeposten er eiet av Aker American Shipping Holding AS, som igjen er heleid av Aker ASA. Posten, vil enten (i) skytes inn i Aker Capital Fund IS direkte mot at Aker American Shipping Holding AS mottar andeler som stille deltaker i Aker Capital Fund IS, eller (ii) ved alle aksjene i Aker American Shipping Holding AS skytes inn i Aker Capital Fund IS mot at Aker ASA mottar vederlagsandeler i Aker Capital Fund IS.

I tillegg til vil også Aker Invest II KS komme inn som stille deltaker. Aker Invest II KS eies 100 % av Aker Capital AS (gjennom komplementaren, Aker Invest AS, og direkte som kommandittist), og vil legge inn poster i ikke-børsnoterte selskaper som grunnlag for deres deltakerandel i Aker Capital Fund. Aker Invest AS er komplementar med en andel på 10 % i Aker Invest II KS. Aker invest AS er i dag 100 % eiet (aksjer/stemmer) av Aker Capital AS.

Forholdet mellom deltakerne i Aker Capital Fund, det vil si mellom hovedmannen og de

stille deltakerne, og de stille deltakerne imellom, vil reguleres av en selskapsavtale. Som utgangspunkt vil hver deltaker være medeier i Aker Capital Funds eiendeler i samsvar med vedkommendes eierbrøk fastsatt med grunnlag i de tingsinnskudd som gjøres fra selskaper i Aker-konsernet.

De stille deltakerne i Aker Capital Fund skal ikke ta noen del i forvaltningen eller ledelsen av Aker Capital Fund og dets virksomhet.

Som nevnt vil de stille deltakere i Aker Capital Fund ved etablering utelukkende være heleide (direkte eller indirekte) selskaper i Aker-konsernet. Det kan imidlertid ikke utelukkes at det kan bli aktuelt å gi enkelte andre investorer adgang til å investere i Aker Capital Fund, som stille deltakere, på lengre sikt. På nåværende tidspunkt foreligger imidlertid ingen konkrete planer om å invitere eller tillate andre investorer å delta i Aker Capital Fund.

2.4 Det indre selskapet

Aker Capital Fund skal ikke ha eget styre eller daglig leder. Aker Capital Fund vil kun ha ett organ, selskapsmøtet, og i selskapsmøtet vil kun hovedmannen ha møte- og stemmerett. Et nyetablert rådgivningsselskap vil opptre som rådgiver for hovedmannen/ Aker Capital Fund, men vil ikke fatte investerings- og realisasjonsbeslutninger på vegne av Aker Capital Fund eller hovedmannen. Ved etablering vil rådgivningsselskapet være eiet med 90 prosent av Aker og 10 prosent av Fausken Invest AS. Akers eierandel vil til enhver tid minst være 51 prosent.

Aker Capital Fund skal ikke opptre utad som sådant. Selskapets virksomhet skal utelukkende drives gjennom Hovedmannen, som skal opptre på vegne av fondet, men i eget navn. Hovedmannen vil forestå forvaltningen av, samt lede, Aker Capital Funds virksomhet og øvrige anliggender, samt delta i, og utøve, slik aktivitet som naturlig hører sammen med dette (herunder utføre slike oppgaver og handlinger som er pålagt Hovedmannen etter selskapsloven). Hovedmannen har følgelig den alminnelige beslutningsmyndighet i Aker Capital Fund. Herunder forestår hovedmannen samtlige investerings- og realisasjonsbeslutninger på vegne av Aker Capital Fund. Hovedmannen vil selv være ansvarlig for sin egen virksomhet, og det vil tilkomme styret i hovedmannen å fatte investerings- og realisasjonsbeslutninger på vegne av Aker Capital Fund.

2.5 Nærmere om eierskapet i de børsnoterte selskapene:

Aker eier i dag 64,85 prosent av aksjene i AKS via det kontrollerte selskapet Norway Seafoods Holding AS som igjen kontrollerer Aker Seafoods Holding AS som eier aksjene i AKS. Aker Seafoods Holding AS eide ved børsnotering av AKS på Oslo Børs i mai 2005, 65 prosent av aksjene i AKS. Aker Seafoods Holding AS har uavbrutt siden børsnoteringen av AKS eid mer enn 40 prosent av aksjene i AKS.

Aker eier i dag 72,34 prosent av aksjene i AKFP. Aker (selv og gjennom det heleide Aker Capital ASA) eide ved børsnotering av AKFP på Oslo Børs i juni 2006 48,36 prosent av aksjene i AKFP. Aker har (selv og gjennom Aker Capital AS) uavbrutt siden børsnoteringen av AKFP eid mer enn 40 prosent av aksjene i AKFP.

Aker eier i dag 50,3 prosent av aksjene i AKPS. Aker eide ved børsnotering av AKPS på Oslo Axess i desember 2007, 51,2 prosent av aksjene i AKPS og har uavbrutt siden børsnoteringen av AKPS eid mer enn 40 prosent av aksjene i AKPS.

Aker eier (indirekte gjennom Aker Capital AS) i dag 39,9 prosent av aksjene Bjørge. Bjørge er notert på Oslo Børs.

3 Børsens vurdering

3.1 Generelt

Overføring av aksjene i AKS, AKFP, AKPS og Bjørge til Aker Capital Fund i henhold til ovennevnte reorganisering utløser i utgangspunktet tilbudsplikt på hovedmannens/Aker Capital Funds hånd etter hovedregelen i vphl. § 6-1 (1), jf. presiseringen i § 6-1 (6).

Basert på henvendelsen reiser dette 3 hovedspørsmål i forhold til reglene om tilbudsplikt i vphl. kap. 6.

- 1) Er det grunnlag for unntak fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3)?
- 2) Vil Hovedmannen/Aker Capital Fund kunne legge til grunn det unntak fra reglene om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv og gjentatt tilbudsplikt som gjelder for de direkte-eiende Aker-selskapene etter overgangsreglene i vphl. § 18-2 (2) og forskrift om overgangsregler til lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder og lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel § 3?
- 3) Dersom andre investorer enn ovennevnte Aker-selskaper gis adgang til å være stille deltagere i Aker Capital Fund på et senere tidspunkt, vil dette anses som indirekte erverv etter vphl. § 6-1 (2) nr. 2 og utløse tilbudsplikt for disse investorene?

Spørsmål 1 og 3 gjelder for Aker Capital Funds erverv av aksjer i AKS, AKFP, AKPS og Bjørge og vil bli behandlet under ett for samtlige selskaper i pkt. 3.2 og 3.4. Spørsmål 2 har bare relevans for Aker Capital Funds erverv av aksjer i AKS, AKFP og AKPS og vil bli behandlet under ett for disse selskapene i pkt. 3.3.

3.2 Unntak fra tilbudsplikt

Børsen kan etter vphl. § 6-2 (3) i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved overføringer innen konsolidert gruppe. Forarbeidene gir en veiledning i forhold til hva som er et særlig tilfelle, jf Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 367 der det heter at skjønnstemaet vil være om overdragelsen utgjør et kontrollskifte eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte, og det vil kunne settes vilkår for unntak. Adgangen til å gjøre unntak fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 (3) ble innført fra 1. januar 2008. I NOU 2005:17 side 26 som også er referert i Ot prp nr 34 heter det:

”Når det gjelder overdragelse innenfor konsern, er utvalget av den oppfatning at tilbudsplikt normalt ikke bør inntre ved overføring av aksjer til et heleid datterselskap opprettet for dette formål. Det kan også tenkes tilfeller der det bør kunne gjøres unntak fra tilbudsplikt også ved andre overdragelser innen konsolidert gruppe etter vphl. § 1-4 nr. 3 og 4. Det er for det første spørsmål om man i tråd med børsens uttalelse referert ovenfor bør kunne unnta overdragelser til heleid datterselskap hvis vesentlige virksomhet er en annen enn å eie de noterte aksjene, samt overføringer til datterselskaper kontrollert gjennom lavere eierandeler enn 100 prosent og mellom konsernselskap med slik tilknytning”.

Inntil lovendringen i 2008 har børsen lagt til grunn en innskrenkende tolkning av tilbudspliktreglene i forhold til overdragelser av aksjepost til heleid datterselskap.

Børsen har ikke tidligere avgjort spørsmål om unntak fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 (3) ved konsernintern overføring til indre selskap. Ovennevnte struktur, hvoretter Aker ved etablering og til enhver tid, inntil det indre selskapet oppløses, vil beholde kontrollen

over aksjepostene i AKS, AKFP, AKPS og Bjørge, er i realiteten ikke vesentlig forskjellig fra den kontroll som Aker ville ha hatt over aksjepostene dersom disse var lagt til et heleid aksjeselskap. Selv om Aker vil eie 90 prosent av hovedmannen, vil Aker ha alle stemmeberettigede aksjer og ha rett til å utnevne alle styremedlemmer i hovedmannen og dermed kontroll over utøvelsen av eierrettighetene for aksjene i AKS, AKFP, AKPS og Bjørge.

Aker Capital Fund AS, som hovedmann for Aker Capital Fund vil være å anse som nærstående til Aker etter vphl. § 6-5, jf. vphl. § 2-5 nr. 4, og således tilfredsstille dette vilkåret for dispensasjon.

Etter børsens oppfatning innebærer reorganiseringen ikke et kontrollskifte og anses videre ikke å være ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. I tråd med etablert praksis for dispensasjon fra tilbudsplikt ved overføring til heleid aksjeselskap finner børsen at det foreligger slike særlige grunner at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3) for hovedmannens/Aker Capital Funds erverv av aksjepostene i AKS, AKFP, AKPS og Bjørge.

Det planlegges at Aker etter overføringen skal eie 90 prosent av hovedmannen og indirekte 99,80 prosent av fondet. Børsen finner å kunne innvilge dispensasjon som omsøkt for dette.

Ettersom det ikke er tidligere praksis på dispensasjon til selskap eiet mindre enn 100 prosent, og det er liten erfaring med indre selskap i forhold til tilbudspliktreglene, finner børsen det hensiktsmessig å gjøre dispensasjonen betinget av at eierskapet og eierinnflytelsen i hovedmannen og i fondet ikke reduseres ut over det som er beskrevet i søknaden. I søknaden er det tatt høyde for at Akers andeler skal kunne reduseres uten at det skal foreligge konkrete planer om dette. En slik mulig situasjon er derfor heller ikke beskrevet ytterligere i søknaden. I tilfelle vil altså børsen måtte vurdere en ny søknad om dispensasjon ut fra de konkrete forholdene.

Børsen tar ikke stilling til om de stille deltagernes erverv av andeler i fondet anses som indirekte erverv etter vphl. § 6-1 annet ledd, men presiserer for ordens skyld at disse erverv uansett er omfattet av dispensasjon som gis.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at børsklagenemnden etter eventuell klage kan vurdere alle sider av vedtaket.

3.3 Videreføring av unntak etter overgangsregler

Som følge av at de direkte-eiende Aker-selskapene ved børsnotering eide mer enn 40 prosent av aksjene i henholdsvis AKS, AKFP og AKPS og frem til i dag har eid mer enn 40 prosent av aksjene inntre det ikke gjentatt tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (1) for disse direkte-eiende Aker-selskapenes eventuelle ytterligere erverv av aksjer i AKS, AKFP og AKPS, jf. vphl. § 18-2 (2). Etter forskrift om overgangsregler til lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder og lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel § 3 (2) får heller ikke reglene om tilbudsplikt for etterfølgende erverv etter vphl. § 6-6 (2) anvendelse ved slike ytterligere erverv.

Problemstillingen er om Hovedmannen/Aker Capital Fund, dersom aksjepostene overføres, kan legge til grunn disse unntakene fra gjentatt tilbudsplikt og tilbudsplikt ved etterfølgende erverv.

Vurderingstemaet er ikke omfattet av børsens dispensasjonsmyndighet, men utgjør lovtolkningsspørsmål. Børsen forvalter tilbudspliktreglene og kan gi vurderinger som sådan. Vurderingene er uttrykk for administrasjonens syn basert på det faktum og de

innspill vi har fått. I saker av vesentlig betydning utøves børsens myndighet av børsstyret. Børsens vedtak vil også kunne overprøves ved klage til børsklagenemnden.

Børsen har tidligere uttalt at reglene om etterfølgende erverv, jf. vphl. § 6-6 (2) kan tolkes innskrenkende slik at den ikke gjelder hvor passering av tilbudspliktgrensen er unntatt fra tilbudsplikt i vedtak etter § 6-2 tredje ledd, jf. Vedtak og uttalelser 2008 pkt. 6.4.11 (Dof ASAs erverv av aksjer i Dof Subsea ASA fra nærstående).

Når det gjelder gjentatt tilbudsplikt etter vphl § 6-6 første ledd (betegnet som gjentatt tilbudsplikt) antar børsen tilsvarende at bestemmelsen ikke får anvendelse hvor passering av tilbudspliktgrensen er unntatt fra tilbudsplikt i vedtak etter § 6-2 tredje ledd. Den legislative begrunnelsen for gjentatt tilbudsplikt synes ikke å omfatte de tilfeller hvor det gis dispensasjon fra tilbudsplikten. Når lovgiver har gitt anvisning på en dispensasjonsadgang fordi overføringen ikke utgjør et kontrollskifte, jf Ot prp nr 34 (2006-7) side 367, synes begrunnelsen for gjentatt tilbudsplikt ikke å være til stede. Forarbeidene gir også anvisning på en relativt snever dispensasjonspraksis. Vi antar således at også vphl. § 6-6 første ledd tolkes innskrenkende slik at den ikke gjelder hvor passering av tilbudspliktgrensen er unntatt fra tilbudsplikt i vedtak etter § 6-2 tredje ledd.

3.4 Indirekte erverv

Spørsmålet er om senere inntreden av nye stille deltagere i Aker Capital Fund av andre investorer enn ovennevnte Aker-selskaper vil anses som indirekte erverv etter vphl. § 6-1 (2) nr. 2 og utløse tilbudsplikt for disse investorene.

Med de vilkår som er satt i vedtaket antar vi dette spørsmålet ikke er aktuelt.

4 Vedtak

Børsen har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

Det gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3) for Aker Capital Fund AS (som hovedmann for Aker Capital Fund IS) sitt erverv av aksjeposter eiet direkte eller indirekte av Aker ASA i Aker Seafoods ASA, Aker Floating Production ASA, Aker Philadelphia Shipyard ASA og Bjørge ASA. Dispensasjonen er gitt på følgende vilkår:

1) Samtidig med at den enkelte transaksjon i forbindelse med restruktureringen gjennomføres, skal Aker Capital Fund AS/Aker ASA sørge at det ved alminnelig børsmelding offentliggjøres at børsen har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for den aktuelle transaksjon.

2) Aker ASA skal direkte eller indirekte eie minst 90 prosent av aksjene og samtlige stemmeberettigede aksjer i Aker Capital Fund AS som er hovedmannen i Aker Capital Fund IS.

3) Aker ASA skal direkte og indirekte være eneste stille deltager i Aker Capital Fund IS.

Vedtaket kan påklages til børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kapittel 8. Klagefristen er to uker.

Vedtaket er truffet under børsens utøvelse av forvaltningsmyndighet der sakens dokumenter som i utgangspunktet er underlagt offentlighet etter offentlighetsloven. Vi ber på denne bakgrunn om Deres tilbakemelding om det er opplysninger som anses som forretningshemmeligheter eller av andre grunner er omfattet av børsens taushetsplikt og således ikke kan offentliggjøres, og eventuelt om eventuelle tidsavgrensninger for dette.

Det bes om tilbakemelding til børsen dersom nevnte reorganisering ikke gjennomføres slik at nevnte vedtak blir en nullitet.

5.4.6 Aker Floating Production – videreføring av unntak fra etterfølgende tilbudsplikt ved tidligere dispensasjon fra tilbudsplikt (notat av 2.12.2011)

Vi viser til brev der dere ønsker tilbakemelding på Oslo Børs forståelse av regelen om etterfølgende tilbudsplikt i forbindelse med vedtak om dispensasjon fra tilbudsplikt, herunder forholdet til unntaket fra tilbudsplikt etter overgangsforskriften i relasjon til konsolidert gruppe (nærstående). For ordens skyld har vi også nedenfor kort kommentert forholdet til regelen om gjentatt tilbudsplikt og unntaket etter overgangsregelen i vphl. § 18-2 (2).

Rettsreglene

Regelen om gjentatt tilbudsplikt fremkommer av vphl. § 6-6 (1):

"Aksjeeier som eier aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et notert selskap, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet (gjentatt tilbudsplikt) dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer 40 prosent eller mer av stemmene i selskapet. Første punktum gjelder tilsvarende dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av 50 prosent eller mer av stemmene i selskapet. Første og annet punktum gjelder ikke ved erverv som skjer i tilknytning til fremsettelse av tilbud som nevnt i § 6-1. "

Unntaket fra gjentatt tilbudsplikt fremkommer av overgangsregelen i vphl. § 18-2 (2):

"§ 6-6 første ledd gjelder ikke for aksjeeier som ved denne lovs ikrafttredelse falt inn under unntaket i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 4-6 annet ledd nr. 2 og som etter børsnotering uavbrutt har eid aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene."

Unntaksregelen etter vphl. 1997 § 4-6 annet ledd nr. 2 som overgangsregelen viser til lyder:

"aksjeeier eller identifisert gruppe som ... ved opptak til børsnotering eier mer enn 40 prosent av aksjene i selskapet"

Regelen om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv fremkommer av vphl. § 6-6 (2):

"Aksjeeier som har passert tilbudspliktgrense som nevnt i § 6-1 eller § 6-6 første ledd på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud, plikter ved ethvert etterfølgende erverv som øker stemmeandelen, å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet."

Forskrift om overgangsregler til børsloven og vphl. (overgangsforskriften) § 3 (2) inneholder unntak fra tilbudsplikt ved etterfølgende erverv:

"Verdipapirhandelloven § 6-6 annet ledd gjelder ikke aksjeeier som nevnt i ... verdipapirhandelloven § 18-2 annet ledd."

Faktiske forhold

Vi har forholdt oss til følgende faktum vedrørende eierskapssituasjonen:

Oslo Børs traff 4. november 2011 vedtak om dispensasjon fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 (3) i Aker Floating Production ASA ("AKFP") for overdragelse av aksjepost på 72,34 prosent til datterselskap av Aker ASA ("Floating Holding") fra Convento Capital Fund AS, som hovedmann for Convento Capital Fund IS ("Convento Fund").

Converto Fund er organisert som et norsk indre selskap etter selskapsloven og er kontrollert av Aker ASA ("Aker").

Floating Holding er et heleid datterselskap av Aker.

AKFP-aksjene ble ervervet av Converto Capital Fund AS, som hovedmann for Converto Fund, fra Aker i juli 2009. Forut for ervervet hadde Oslo Børs truffet vedtak om dispensasjon fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 (3).

Aker eide, direkte og indirekte gjennom heleid datterselskap, ved børsnoteringen av AKFP i juni 2006 48,36 prosent av aksjene i AKFP. Denne konsoliderte gruppen eide siden uavbrutt mer enn 40 prosent av aksjene i AKFP frem til overdragelsen til Converto Capital Fund AS, som hovedmann for Converto Fund. Dette innebærer at Aker etter overgangsforskriften var unntatt fra etterfølgende tilbudsplikt i AKFP dersom de hadde ervervet ytterligere aksjer. Tilsvarende var Aker unntatt fra gjentatt tilbudsplikt etter vphl. § 18-2 (2).

Deretter har Converto Capital Fund AS, som hovedmann for Converto Fund, uavbrutt eid og vil frem til overdragelsen til Floating Holding eie mer enn 40 prosent av aksjene i AKFP.

Vurderingen

Unntak fra etterfølgende tilbudsplikt etter overgangsforskriften § 3 (2) og fra gjentatt tilbudsplikt etter vphl. § 18-2 (2) gjelder for den konsoliderte gruppen som eide mer enn 40 % ved børsnoteringen, så lenge det ikke har funnet sted endringer som innebærer kontrollskifte i gruppen, jfr. forutsetningsvis Børsklagenemnden avgjørelser i sak 1/2011 Wilh. Wilhelmsen og Oslo Børs uttalelse i Vedtak og uttalelser 2008 s. 111 Odfjell.

Det innebærer at også Converto, ville vært omfattet av unntaket fra tilbudsplikt etter overgangsforskriften dersom de hadde ervervet aksjer i AKFP før overdragelsen av aksjeposten i medhold av dispensasjonen. Derimot ville Converto ha utløst tilbudsplikt ved erverv, uten forutgående dispensasjon, som bringer eierandelen over 1/3 av stemmene i AKFP, alene eller på konsolidert basis (herunder del-gruppe), jfr. Oslo Børs uttalelse i Vedtak og uttalelser 2008 s. 111 Odfjell.

Ved overføring av aksjeposter i medhold av dispensasjon fra tilbudsplikt, blir da spørsmålet om tidligere etablerte unntak fra gjentatt tilbudsplikt og etterfølgende tilbudsplikt på avhenders hånd har betydning for erververs utløsning av tilbudsplikt ved senere erverv.

Oslo Børs er av den oppfatning at reglene om etterfølgende erverv, jf. vphl. § 6-6 (2) skal forstås slik at et erverv etter dispensasjon etter vphl § 6-2 (3) i seg selv ikke anses som passering av tilbudspliktgrense på en måte som ikke utløser tilbudsplikt. Regelen om dispensasjonsadgang bygger på et prinsipp om fravær av kontrollskifte ved at kontrollen videreføres hos et annet medlem i den konsoliderte gruppen. Reelt sett fremstår bare overdragelsen som en annen organisering av eierskapet til de noterte aksjene. Kjerneområdet for dispensasjonsadgangen er overdragelser til eller mellom heleide datterselskaper opprettet for formålet. Den legislative begrunnelsen for etterfølgende tilbudsplikt synes ikke å omfatte de tilfeller hvor det gis dispensasjon fra tilbudsplikten for overdragelse fra et medlem i en konsolidert gruppe som har et unntak fra tilbudsplikt til et annet medlem i samme gruppe. Når lovgiver har gitt anvisning på en dispensasjonsadgang fordi overføringen til konsernselskapet ikke utgjør et kontrollskifte, synes begrunnelsen for tilbudsplikt ved etterfølgende erverv ikke å være til stede.

Denne begrunnelsen slår imidlertid bare til i den grad den konsoliderte gruppen for øvrig var unntatt fra tilbudsplikt. Dersom det selgende selskapet i den konsoliderte gruppen var i posisjon til å utløse etterfølgende tilbudsplikt må denne posisjonen videreføres hos det kjøpende selskapet og den konsoliderte gruppen. Reglene om tilbudsplikt er hovedsakelig ment som et vern av øvrige aksjonærer i et notert selskap. Etter at en aksjonær har passert terskelen for tilbudsplikt vil de øvrige aksjonærers innflytelse være mer begrenset og likviditeten i aksjen kan bli redusert. De øvrige aksjonærene bør derfor beskyttes når det skjer et kontrollskifte, ved at de gjennom tilbudet som må fremmes gis en mulighet til å selge sine aksjer. Kontrollskiftehensynet er sammen med prinsippet om likebehandling bærende for utformingen av reglene om tilbudsplikt. Reglene om etterfølgende tilbudsplikt søker å beskytte minoritetsaksjonærene der det har funnet sted et kontrollskifte uten at det er utløst tilbudsplikt. Dette gjøres i form utsatt tilbudsplikt ved at tilbud må fremmes dersom ytterligere aksjer erverves. Bakgrunnen for dette er lovgivers vurdering av at de hensyn som talte for at selve kontrollskiftet ikke utløste tilbudsplikt ikke lenger gjør seg gjeldende der den kontrollerende aksjonær eller aksjonærens nærstående velger å befeste sin kontrollposisjon ved ytterligere erverv.

Oslo Børs har tidligere gitt uttrykk for at ytterligere erverv foretatt av den som har ervervet aksjeposter i medhold av dispensasjon vil utløse tilbudsplikt etter reglene om etterfølgende erverv i situasjoner der den konsoliderte gruppen forutfor dispensasjonen var i posisjon til å utløse etterfølgende tilbudsplikt, jfr. Vedtak og uttalelser 2010 pkt. 8.4.2 (Belships ASA – Dispensasjon fra tilbudsplikt) og brev vedrørende dispensasjon fra tilbudsplikt i Belships ASA ved erverv fra nærstående datert 15. september 2010 (offentliggjort i 2011 og derfor ikke tidligere inntatt i Vedtak og uttalelser.) Dette er også den løsning som best henger sammen med prinsippet om at unntak fra etterfølgende tilbudsplikt etter overgangsforskriften § 3 (2) gjelder for den konsoliderte gruppen som eide mer enn 40 % ved børsnoteringen og ikke bare den enkelte aktuelle aksjonær. Dispensasjonsadgangen bygger på et kontinuitetsprinsipp. Beskyttelsen av minoritetsaksjonærene som ligger i reglene om etterfølgende tilbudsplikt vil bli betydelig redusert dersom en konsolidert gruppe som var i posisjon til å utløse etterfølgende tilbudsplikt kan foreta overdragelse til en av partene i gruppen med den virkning at denne senere kan erverve ytterligere aksjer uten å utløse tilbudsplikt. Oslo Børs er derfor av den oppfatning at ved en overdragelse i medhold av dispensasjon videreføres den konsoliderte gruppens stilling i forhold til utløsning av tilbudsplikt ved senere erverv av ytterligere aksjer.

Oslo Børs legger tilsvarende betraktninger til grunn når det gjelder forholdet til gjentatt tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (1). Det legislative formålet med gjentatt tilbudsplikt er at minoritetsaksjonærene skal gis en ny mulighet til å vurdere sin situasjon, ved passering av nærmere angitte terskler som øker majoritetsaksjonærens kontroll i selskapet, og at det kan bidra til å redusere negative følger av krypende overtakelser. Aksjonærene bør ikke miste denne muligheten til å vurdere sin investering på nytt ved at det skjer en overdragelse i medhold av dispensasjon innad i majoritetsaksjonærens konsoliderte gruppe. Dette stiller seg, i samsvar med det som fremgår ovenfor, annerledes dersom den selgende aksjonær i den konsoliderte gruppen ikke ville utløst tilbudsplikt ved passering av ytterligere terskler som følge av unntak fra gjentatt tilbudsplikt.

Oslo Børs har i uttalelser fra før de to Belships-sakene gitt uttrykk for annen forståelse av rekkevidden av vedtak om dispensasjon fra tilbudsplikt i forholdet til unntaket fra tilbudsplikt etter overgangsforskriften, uten at dette har hatt betydning for resultatet i de saker som har vært behandlet. Vi nevner derfor at dette er en noen annen oppfatning enn den som Oslo Børs har gitt uttrykk for i Vedtak og uttalelser 2008 pkt. 6.4.11 (Dof ASAs erverv av aksjer i Dof Subsea ASA fra nærstående) og som Børsklagenemden gir uttrykk for i sak 2/2010. Rieber & Søn ASA (der nemnden i en sideuttalelse viser til Oslo Børs uttalelse i Dof Subsea-saken).

Oslo Børs er derfor av den oppfatning at Floating Holding vil være unntatt fra etterfølgende tilbudsplikt ved erverv av ytterligere aksjer i AKFP. Forutsetningen for dette er at Aker eide, direkte og indirekte gjennom heleid datterselskap, ved børsnoteringen av AKFP i juni 2006 over 40 prosent av aksjene i AKFP, og at den konsoliderte gruppen siden eide uavbrutt mer enn 40 prosent av aksjene i AKFP frem til overdragelsen til Converto Capital Fund AS, som hovedmann for Converto Fund, i medhold av dispensasjon fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 (3). Deretter har Converto Capital Fund AS, som hovedmann for Converto Fund, uavbrutt eid, og vil frem til overdragelse til Floating Holding eie, mer enn 40 prosent av aksjene i AKFP. Vi presiserer for ordens skyld at dette forutsetter at det ikke foreligger andre omstendigheter som innebærer at en tilbudspliktgrense er passert på annet grunnlag, herunder ved kontrollskifte som følge av endringer i den konsoliderte gruppe som eksisterte på tidspunktet for børsnoteringen av AKFP, for eksempel ved endringer høyere opp i eierkjeden – se bl.a. Børsklagenemden sak 1/2011 – Wilh. Wilhelmsen.

5.5 Frivillig tilbud

5.5.1 Tilbakemelding til utkast tilbudsdokument for frivillig tilbud – likebehandling (e-post av 9. 5.2011)

Tilbudsdokumentets pkt 3.7 inneholder et vilkår for tilbudet der aksjonærer som aksepterer tilbudet frasier seg rettigheter de måtte besitte eller senere bli berettiget til – både i relasjon til rettigheter til nye aksjer i målselskapet eller i konsernet for øvrig og andre krav mot målselskapet eller andre selskaper i konsernet. Videre omfattes rettigheter og krav som "affiliates" av aksjonæren besitter eller senere måtte få:

"By accepting the Offer the Acceptor will fully and irrevocably, on behalf of himself and any affiliate, waive any and all Share Rights he has or will acquire. An accepting Shareholder accepts that all Share Rights are to be considered irrevocably deleted and no longer obligating the Company or any other company within the Group, or any other person, and the Company or any other company within the Group is fully entitled to have such Share Rights, to the extent applicable, deleted from any relevant public or private register, including the Norwegian Registry of Business Enterprises and the VPS.

Furthermore, by accepting the Offer the accepting Shareholder, on behalf of himself and any affiliate, fully and irrevocably waive any and all claims he has or may have against the Company, regardless of such claim being in existence or contingent based on circumstances or events in existence, however so that this waiver will not comprise claims he has against the Company or any other Company within the group in the ordinary course of business and that are less than two months old."

Dette vilkåret innebærer ulik behandling av aksjonærene i målselskapet ved at aksjonærer som har slike rettigheter får et tilbud som er mindre gunstig. Tilbudet kan ikke godkjennes med et slikt vilkår, jfr. vphl. § 6-10 (9).

Vi bemerker for øvrig at vilkåret fremstår som noe uklart da det synes vanskelig å fastsette omfanget, samt at det trolig er betydelig rettslig usikkerhet i forhold til gyldigheten – gitt at det omfatter alle nåværende og fremtidige krav (bortsett fra de som er oppstått i vanlig forretningsdrift og er mindre enn to mnd gamle) og i forhold til muligheten for aksjonærer til å frasi seg rettigheter som andre ("affiliates") besitter.

5.5.2 Frivillig tilbud på GC Rieber Shipping ASA (RISH) - rettslige rammer og børsens kompetanse (e-post av 30.8.2011)

Det vises til e-post vedrørende forestående frivillig tilbud om kjøp av utestående aksjer GC Rieber Shipping ASA (RISH) fremsatt av GC Rieber AS (GCR).

På vegne av RISH tar du i e-posten opp spørsmålet om tilbudet fra GCR er et tilbud som faller inn under reglene i vphl. § 6-19. Det vises til at GCR i dag står fritt til å erverve aksjer i RISH uten å utløse tilbudsplikt etter vphl. §§ 6-1 og 6-6. På denne bakgrunn er det målselskapets vurdering at § 6-19 ikke kommer til anvendelse etter som denne omfatter frivillige tilbud "som innebærer at tilbudsplikt etter § 6-1 inntreffer hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det." Det er børsens forståelse at RISH primært ønsker en avklaring av om styret må forholde seg til vphl. § 6-16, herunder børsens kompetanse etter vphl. § 6-16 (4).

Oslo Børs har tillatt seg å kontakte tilbyder i anledning spørsmålet. Tilbyder har i e-post av 29. august redegjort for tilbyders situasjon mht. tilbudsplikt. Det fremgår der at tilbyder ikke vil utløse tilbudsplikt ved erverv i RISH gjennom det frivillige budet som følge av at GCR ble eier av over 50 % gjennom et pliktig tilbud etter vphl. av 1997 § 4-1 i 2001. Børsen oppfatter det også dit hen at GCR til enhver tid har eid aksjer som representerer over 50 % av stemmene i målselskapet siden dette tidspunktet. Tilbyder opplyser at de likevel ønsker å fremsette et frivillig tilbud som oppfyller kravene i vphl. kap. 6 for frivillige tilbud, og ønsker også børsens godkjenning av budet. Representanter for tilbyder er kopiert inn i denne tilbakemeldingen da børsen har ansett det hensiktsmessig å gi en felles tilbakemelding i saken.

Virkeområdet for vphl. kap. 6 er etter § 6-19 (1) begrenset til å omfatte frivillige tilbud som innebærer at pliktig tilbud utløses dersom det gjennomføres. Det følger også av forarbeidene at det har vært lovgivers intensjon å avgrense bestemmelsens virkeområde mot "frivillige tilbud som fremsettes etter at kontroll er oppnådd og pliktig tilbud fremmet." (NOU 2005:17 s. 43).

Basert på det opplyste legger Oslo Børs således til grunn at tilbudet på utestående aksjer i RISH fremsatt av GCR faller utenfor virkeområdet til § 6-19 og således også øvrige bestemmelser i vphl. kap. 6 som regulerer frivillige tilbud. Dette selv om reelle hensyn etter børsens oppfatning kunne tilsi at reglene i kap. 6 - som skal sikre likebehandling av aksjonærene og at disse får den informasjon og tid de trenger for å vurdere budet - også burde komme til anvendelse på frivillige tilbud som det her aktuelle. Oslo Børs støtter derfor tilbyders ønske om å likevel følge de prosedyrer som fremgår av vphl. kap. 6 og vil derfor kunne kontrollere tilbudet mot ordinært honorar. Det bør fremgå i tilbudsdokumentet at gjennomføringen av det frivillige budet ikke vil utløse tilbudsplikt og at budet i utgangspunktet ikke er omfattet av vphl. § 6-19 og øvrige regler i kap. 6 som regulerer frivillige tilbud, men at tilbyder likevel har ønsket å fremsette et tilbud og utarbeide et tilbudsdokument som oppfyller lovens krav og som har blitt kontrollert og godkjent av Oslo Børs i lys av dette.

En forutsetning for Oslo Børs' godkjenning av budet er naturligvis at tilbudet og tilbudsdokumentet oppfyller alle de relevante bestemmelser i vphl. kap. 6. Når det gjelder styrets uttalelse etter § 6-16 er dette imidlertid en separat forpliktelse som påligger målselskapet og som her synes å ligge utenfor tilbyders kontroll. Børsen anser det derfor ikke riktig å avvise kontroll av tilbudet og tilbudsdokumentet som sådan på bakgrunn av at målselskapet her vurderer å offentliggjøre en uttalelse som ikke oppfyller kravene i § 6-16, herunder avstå fra å innhente en fullstendig uavhengig uttalelse selv om tilbudet skulle bli ansett som fremsatt i forståelse med tilbyder. Det forutsettes i så tilfelle at uttalelsen styret i målselskapet har varslet at de vil offentliggjøre ikke inntas i tilbudsdokumentet. I forbindelse med offentliggjøring av uttalelser fra målselskapets styre ber børsen også om at det fremgår klart og utvetydig at det ikke er en uttalelse avgitt etter vphl. § 6-16 og bakgrunnen for dette, samt at styrets uavhengighet således heller ikke er vurdert av Oslo Børs.

5.5.3 AKD – anvendelse av verdipapirhandelloven 6-22 (3) på frivillig tilbud fremsatt som pliktig tilbud (e-post fra Oslo Børs av 4.10.2011)

Som jeg nevnte for deg på telefon før i dag så er vi av den oppfatning at vphl. § 6-22 (3) ikke kommer til anvendelse på tvangsinnløsningen ettersom budet er et frivillig tilbud fremsatt etter reglene om pliktig tilbud, jf. vphl. § 6-1. Vphl. § 6-22 (3) må ses på som et unntak fra plikten til å fremsette pliktig tilbud etter gjennomført frivillig tilbud, og stiller derfor visse vilkår som skal stille minoritetsaksjonærene i posisjon som om det hadde blitt gjennomført et etterfølgende pliktig tilbud. Når det forutgående tilbudet er fremsatt i henhold til reglene om pliktig tilbud slår ikke dette formålet til.

Derimot vil § 6-22 (2) om at tilbudsprisen skal legges til grunn ved fastsetting av løsningssummen med mindre særlige grunner tilsier en annen pris gjelde for det aktuelle budet. Vi går ut fra at dette er hensyntatt i tvangsinnløsningen her.

Tvangsinnløsningen vil med forbehold av § 6-22 (2) således reguleres fullt ut av asal § 4-25. Ettersom skjæringspunktet for når morselskapet rettslig sett anses som eier av aksjene normalt er tidspunktet for morselskapets styrebeslutning om tvangsinnløsning er det viktig at denne beslutningen fattes utenfor børsens åpningstid. Dette er nødvendig for at aksjene kan suspenderes fra børsåpning for på den måten å forhindre at ingen handler finner sted etter beslutningen. Børsen skal varsles i god tid før slik beslutning for å kunne iverksette nødvendige tiltak i så henseende.

Denne prosedyre ble ikke fulgt i denne saken. Dette har medført at to handler har gått i løpet av formiddagen før melding om tvangsinnløsning ble sendt ut. I mailen som ble sendt oss i forbindelse med børsmeldingen står det at styrebeslutningen iverksettes i og med meldingen, men at styrebeslutningen ble fattet i dag morges. Innebærer dette at det fremkommer av styrebeslutningen at denne først skulle tre i kraft ved melding om tvangsinnløsning til børsen? Dette løser i så tilfelle slik vi ser det problemet med de to handlne som har funnet sted i formiddag før meldingen kom og aksjen ble suspendert. Hvis dette ikke er tilfellet ser vi enkelte utfordringer knyttet til de to handlne som har funnet sted etter børsens åpningstid i dag, og vil måtte vurdere hvordan disse skal håndteres.

6. MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER

6.1 Nye medlemmer 2011

	OPPSTARTSDATO
International Algorithmic Trading	20.1.2011
Virtu Financial Ireland Ltd	8.4.2011
Virtu Financial Europe Limited	6.7.2011
Spire Europe	21.9.2011

Ingen medlemmer avsluttet sitt medlemskap i 2011.

6.2 Medlemsregler/Handelsregler

6.2.1 Vedrørende ordreinnleggelser og handler i FAR (brev av 28.1.2011)

Det vises til korrespondanse, senest ved e-post 5. januar 2011. Saken dreier seg om en ordre som er lagt inn i en algoritme og skal gjennomføres som en VWAP. Den aktuelle dagen i tidsrommet 9:14 til 12:00:35 kjøpte First Securities på vegne av den aktuelle kunden 9008 aksjer til en snittkurs på NOK 167,09. First stod for 86,76 % av handelen den dagen og i perioden 11:04:54 til 12:00:35 gjennomførte First 16 handler til en snittkurs på NOK 173,97 med høyeste omsetning på NOK 200. Det medførte at aksjen på det tidspunktet hadde steget med 24,22 % som utgjorde en verdistigning på aksjen på NOK 1,5 milliarder. Oslo Børs valgte på bakgrunn av dette å innføre en børs pause, som varte i 13 minutter, for å undersøke handelen. Etter handelen ble gjenopptatt falt aksjen tilbake og sluttet på NOK 167.

Etter Oslo Børs vurdering reflekterte ikke ordrene og handlene aktuell markedsverdi jfr. Member and Trading Rules (MTR) 1300.6 med guidance. Dette fordi Deres handelsapplikasjon gjennomførte handler uten hensyn til hvilke kurser disse ble gjennomført til, formodentlig fordi det ikke var lagt inn kursgrense på VWAP ordren. I tillegg vises det til MTR 1400 og 2101 hvor det klart fremgår at medlemmet har ansvaret for systemer tilknyttet TradElect og for ordreinnleggelser i TradElect.

Oslo Børs anser bruddene som alvorlige og situasjonens skadepotensiale for markedet kun averget av børs pausen som ble innført og at Markedsovervåkingsavdelingen gjorde medlemmet oppmerksom på feilen.

Oslo Børs konstaterer brudd på regelverket og har vært i sterk tvil hvordan forholdet skulle avgjøres. Bakgrunnen for at børsen har valgt å sende kritikkbrev og ikke innstille på sanksjonssak for børsstyret er at First relativt nylig tok i bruk ett nytt system og at det er gjennomført tiltak. Oslo Børs benytter anledningen til å minne om børsstyrevedtak av 29. oktober 2008 mot SEB Enskilda hvor kursbevegelsene er tilsvarende hendelsen i Farstad Shipping. Forholdet er beskrevet på våre websider.

Saken er etter dette avsluttet fra vår side, men det opplyses om at børsens uttalelse i denne sak vil kunne gjøres offentlig tilgjengelig

6.2.2 Vedrørende ordreinnleggelser (brev av 17.2.2011)

Det vises til korrespondanse, senest ved Deres svar på e-post 31. januar 2011. Saken dreier seg om at en rekke ordre ble lagt inn i handelssystemet i en periode på ca 30 minutter etter kl 14:30. Spesielt var ordretransaksjonene fremtredende i Subsea 7 (SUB), men også i andre aksjer ble det registrert betydelig ordrevolum.

Aktiviteten var så omfattende at det triggert gjentagende alarmer i overvåkingssystemet.

Første alarm ble trigget kl 14:33:16. I løpet av den neste perioden på ca 30 minutter fikk børsen flere varsler fra overvåkingssystemet om unormal aktivitet. Mellom 6.000 til 9.000 ordre ble lagt inn gjentatte ganger i ti sekunders sykluser.

Aktiviteten var av en slik art som potensielt ville kunne forstyrre handelssystemet.

Det vises til Member and Trading Rules 1400 og 2101 hvor det klart fremgår at medlemmet har ansvar for systemer tilknyttet TradElect og for ordreinnleggelse i det samme.

Oslo Børs anser hendelsen som alvorlig og er kritisk til den kontrollen Handelsbanken har hatt med ordreaktiviteten. Oslo Børs noterer at Handelsbanken ikke hadde oversikt over de aktuelle ordreinnleggelse, men at det er blitt forbedret overvåking av ordreinnleggelse slik at denne typen hendelser unngås i fremtiden.

Saken er etter dette avsluttet, men det opplyses om at børsens uttalelse i denne sak vil kunne gjøres offentlig tilgjengelig.

6.2.3 Vedrørende handel i Ekornes (brev av 18.3.2011)

Det vises til korrespondanse, senest ved e-post 11. mars 2011.

Den 25. februar 2011 klokken 16:14 melder Danske Bank (DDB) en manuell handel på 6000 aksjer til kurs NOK 143,50. Denne handelen ble senere slettet og meldt på nytt klokken 17:17. Begge handlene ble meldt med utsatt offentliggjøring frem til slutten av dagen. Handelen ble offentliggjort klokken 18:14 når handelssystemet stengte. Denne handelen var egentlig avtalt klokken 13:29. Tidligere på dagen hadde DDB kjøpt 7 180 aksjer hovedsakelig på vegne av en kunde og solgt 6 180 aksjer fra egen bok for å avhende de 6000 aksjene som var tatt inn på egen bok klokken 13:29.

Etter Oslo Børs vurdering er ikke den aktuelle handelen på 6 000 aksjer meldt rettidig. Member and Trading Rules (MTR) 3020 angir at manuelle handler som er gjort i løpet av dagen skal meldes innen 3 minutter, jfr. regel 3030 om utsatt offentliggjøring. Danske Bank har med dette brutt MTR 3020. Handelen skulle senest vært innrapportert til Oslo Børs klokken 13:32. Oslo Børs ble i den aktuelle saken fratatt muligheten til å overvåke handelen i aksjen ettersom de 6000 aksjene ble rapportert for sent.

Oslo Børs konstaterer brudd på regelverket men ettersom markedet ikke gikk glipp av informasjon siden handelen kunne utsettes, avsluttes saken med dette brev. Det opplyses om at børsens uttalelse i denne sak vil kunne gjøres offentlig tilgjengelig hvis det er behov for å opplyse markedet om børsens praksis.

6.2.4 Vedrørende feilkvotering i warrants (brev av 14.4.2011)

Det vises til korrespondanse, senest ved e-post fra Thor Gunnar Olsen 5. april 2011.

Den 5. april 2011 ringer DnB NOR Markets ved Thor Gunnar Olsen til Oslo Børs for å informere om at de har stilt feilaktige priser i to forskjellige warrants, STLW11D150DNM og AKSOW11D115DNM. DnB NOR ber om at vi vurderer å slette handler i Statoil warranten ettersom omsetninger har blitt gjort på klart feilaktige priser. Oslo Børs vurderer forholdet og kommer til at alle handlene i de aktuelle Statoil og Aker Solutions warrantene skal slettes ettersom de ikke representerer aktuell markedsverdi jfr. Member and Trading Rules (MTR) 1300.6. De aktuelle kundene har for øvrig vært i kontakt med Oslo Børs i etterkant for å få forklart bakgrunnen for slettingene.

Oslo Børs har i etterkant av hendelsen mottatt en forklaring hvor det fremgår at de to aktuelle warrantene har falt ut av rutinen i forbindelse med tildeling av sluttkurser. Bakgrunnen for at de skal tildeles sluttkurser er at warrantene snart går til forfall. Denne rutinen skal styrkes ytterligere og DnB NOR har lagt inn manuelle kontroller etter

hendelsen.

Etter Oslo Børs vurdering reflekterte ikke ordrene som ble kvotert aktuell markedsverdi jfr. MTR 1300.6. Dette fordi prisen på ordrene var lagt inn i handelssystemet ved en feil og medførte betydelige avvikende kurser på de handlens som ble gjennomført. En vil også peke på at medlemmet til enhver tid skal ha implementert rutiner for å hindre feil ved ordreinnleggelse jfr. MTR 2101.

Oslo Børs anser bruddet som alvorlige fordi det medførte sletting av handler hvor tredjeparter ble berørt.

Saken er etter dette avsluttet fra vår side, men det opplyses om at børsens uttalelse i denne sak vil kunne gjøres offentlig tilgjengelig hvis det er behov for å opplyse markedet om børsens praksis.

6.2.5 Vedrørende ordreinnleggelse i Subsea 7 S.A. og handler i Prosafe SE (brev av 6.5.2011)

Det vises til korrespondanse, senest ved e-post 8. april 2011. Det vises også til kritikkbrev av 9. mars 2011 vedrørende lignende forhold.

Oslo Børs har i denne omgang vurdert to forhold.

1. Ordeinnleggelse i Prosafe SE ("Prosafe") 7. april 2011 som medførte at Pareto Securities ("Pareto") kjøpte 46 445 aksjer gjennom 35 handler. Prosafe steg på bakgrunn av den aktuelle hendelsen 12,1 % og handelssystemet innførte en automatisk handelsstopp (circuit breaker).
2. Innleggelse av kjøpsordre i Subsea 7 S.A. ("Subsea") på 937 500 aksjer, kurs 141,5 (ordreverdi 132,6 millioner) klokken 9:04 12. april 2011. Siste omsetningskurs før ordreinnleggelsen var 141,7. Ordren lå inne i ordreboken frem til klokken 9:21. Oslo Børs hadde i mellomtiden vært i kontakt med Pareto og fikk beskjed om at ordren var lagt inn ved en feil. Ordren ble også påpekt av investorer.

Oslo Børs har i etterkant av hendelsene mottatt en forklaring hvor det fremgår at ordren i Prosafe skulle vært lagt inn til "internbehandling" men ble ved en feiltakelse lagt inn i handelssystemet. Ordren i Subsea sies å være lagt inn ved en feil ettersom megleren brukte hurtigtaster. Oslo Børs ønsker i den sammenheng å påpeke at meglerens forklaring avviker fra det volumet som ble lagt inn, 937 500 aksjer. Oslo Børs velger likevel å se forklaringen som et svar på hvordan feilen oppstod og at tallene dermed ikke er eksakte.

Begge disse hendelsene samt de tidligere hendelsene beskrevet i brev av 9. mars vil regelmessig bryte med kravet om aktuell markedsverdi jfr. Member and Trading Rules (MTR) 1300.6. Dette fordi ordrene var lagt inn i handelssystemet ved en feil, medførte betydelige kurssvingninger og ble slik børsen forstår saken ikke utført som planlagt. En vil igjen peke på at medlemmet til enhver tid har ansvar for å hindre feil som kan nå handelssystemet og til enhver tid skal ha implementert tekniske system og rutiner for å hindre feil ved ordreinnleggelse jfr. MTR 2101 sml. 1020.2. Man har også ansvar for personellens kunnskap og kompetanse i bruk av systemene jfr. MTR 1020.3

Oslo Børs anser bruddene som alvorlige ettersom det ved fire forskjellige tilfeller er påpekt feil og Pareto tidligere har mottatt et kritikkbrev for lignende forhold.

Oslo Børs konstaterer igjen brudd på regelverket og velger derfor å informere

administrerende direktør om disse hendelsene. Vi ønsker på det sterkeste å understreke viktigheten av å implementere tilstrekkelige tiltak for å forebygge slike feil og hindre at dette oppstår igjen. En benytter igjen anledningen til å minne om børsstyrevedtak av 29. oktober 2008 mot SEB Enskilda hvor kursbevegelsene er tilsvarende disse hendelsene. Forholdet er beskrevet på våre websider.

Saken er etter dette avsluttet fra vår side, men det opplyses om at børsens uttalelse i denne sak vil kunne gjøres offentlig tilgjengelig hvis det er behov for å opplyse markedet om børsens praksis. Det understrekes samtidig at nevnte forhold og dette varsel vil bli hensyntatt ved vurdering av eventuelle nye lignende brudd.

6.2.6 Vedrørende handel i Stolt Nielsen Limited obligasjon – SNI01 (brev av 17.11.2011)

Det vises til muntlig korrespondanse 6. og 7. oktober, samt skriftlig korrespondanse 7., 14. og 18. oktober 2011.

Oslo Børs legger til grunn at RS Platou Markets har meldt en handel i Stolt Nielsen Obligasjonen SNI01 for sent i strid med Member and Trading Rules (MTR). RS Platou Markets har forklart at man ikke var klar over at det aktuelle lånet var børsnotert og at handelens om ble sluttet etterbørs 5. oktober som dermed skulle vært meldt førbørs 6. oktober, ikke ble meldt før klokken 10:19 7. oktober. Det aktuelle lånet ble notert 16. september og det er kun rapportert en handel i lånet før 6. oktober. Det ble fra flere markedsaktører reagert på den lave omsetningskursen som handelen ble rapportert til. Oslo Børs har fått en forklaring på hvordan handelen kom i stand. På bakgrunn av denne forklaringen har Oslo Børs valgt å rutinemessig informere Finanstilsynet.

Etter Oslo Børs vurdering er ikke den aktuelle handelen på 5 millioner SNI01 til kurs 95,05 meldt rettidig. Member and Trading Rules (MTR) 3020 angir at manuelle handler som er gjort i løpet av dagen skal meldes innen 5 minutter, jfr. regel 3032 om utsatt offentliggjøring. Etersom handelen var gjort etterbørs skulle den vært rapportert før klokken 9 den påfølgende dag, jfr. MTR 3022. RS Platou Markets har med dette brutt MTR 3022. Oslo Børs ble i den aktuelle saken fratatt muligheten til å overvåke handelen i den aktuelle obligasjonen ettersom handelen ble rapportert for sent og markedet mottok ikke informasjon om handelen rettidig. Rapportering av handler i obligasjonsmarkedet er viktig ettersom likviditeten i disse lånene er begrenset og hver handel innehar dermed mer informasjonsverdi.

Oslo Børs konstaterer brudd på regelverket og har vurdert om det er riktig å bruke sanksjoner i form av overtredelsesgebyr. Etersom RS Platou Markets ikke har begått lignende brudd tidligere avsluttes saken med dette brev. Det opplyses om at børsens uttalelse i denne sak vil kunne gjøres offentlig tilgjengelig hvis det er behov for og opplyse markedet om børsens praksis.

6.2.7 Påminnelse/service fra Oslo Børs til medlemmer om bestemmelsen om forbudet mot udekket short-salg ved en betydelig økning av selskapets aksjekapital (e-post av 11.10.2011)

OSLO BØRS – AD. Eitzen Maritime Services ASA (ISIN NO0003075905)

Det vises til meldinger offentliggjort (www.newsweb.no) av Eitzen Maritime Services ASA ("EMS") vedrørende utstedelse av nye aksjer i selskapet. Det er foreslått gjennomført to kapitalforhøyelser herunder en emisjon rettet mot aksjeeiere og en emisjon rettet mot obligasjonseiere (gjeldskonvertering) på de vilkår som er nærmere beskrevet av EMS. Det er opplyst at samlet emisjonsproveny fra de to foreslåtte kapitalforhøyelsene vil

utgjøre ca NOK 421 millioner. Ekstraordinær generalforsamling som skal behandle forslagene er planlagt avholdt 11. oktober d.å. Forslaget innebærer en økning i aksjekapitalen på ca 95 %.

Oslo Børs ønsker å gjøre oppmerksom på bestemmelsen om forbudet mot udekket shortsalg som medfører at de nye aksjene normalt ikke kan omsettes før etter kapitalforhøyelsene er registrert i Foretaksregisteret og EØS prospekt som skal utarbeides av EMS er godkjent av Finanstilsynet og offentliggjort. I følge meldinger offentliggjort av EMS er dette planlagt til ca 14. desember 2011. Det understrekes at denne datoen ikke er endelig og at markedet må følge med på den informasjon som offentliggjøres av EMS i denne forbindelse.



OSLO BØRS ASA
Postboks 460 Sentrum
0105 Oslo
Besøksadresse: Tollbugata 2, Oslo

Foto: Gjensidige / Sverre Chr. Jarild

www.oslobors.no