

BØRSRETTSDAGENE

28. OG 29. JANUAR 2008

Vedtak og uttalelser 2007

Juridisk direktør Atle Degré

Innholdsfortegnelse

1. INNLEDNING	6
1.1 GENERELT	6
1.2 INFORMASJON PÅ WWW.OSLOBORS.NO	6
1.3 OVERSIKT OVER BØRSSIRKULÆRER 2007	7
2. PROSPEKTPLIKT	7
2.1 OVERSIKT OVER KONTROLLERTE PROSPEKTER OG TILBUSSDOKUMENTER I 2007	7
2.1.1 <i>Prospektkontrollen 2006 – årlig rapport fra Oslo Børs til Kredittilsynet (brev av 31.01.2007)</i>	13
2.2 PROSPEKTREGLER	18
2.2.1 <i>Rettskilder, sjekklister mv</i>	18
2.2.2 <i>CESR Frequently asked questions</i>	18
2.3 PROSPEKTPLIKT	20
2.3.1 <i>Unntak for aksjer som tilbys ansatte – regulert marked (e-post av 16.04.2007)</i>	20
2.3.2 <i>Ansattes aksjetegning – forståelsen av (Vphl 1997 § 5-5 nr. 9) Vphl 2007 § 7-5 nr. 9 (e-post av 01.11.2007)</i>	21
2.3.3 <i>Sparebanken Midt-Norge – Spørsmål om prospektplikt og likebehandling ved utdeling av grunnfondsbevis som utbytte (brev av 25.01.2007)</i>	22
2.3.4 <i>Fisjonfusjon – prospektplikt (e-post av 16.01.2007)</i>	24
2.3.5 <i>Spørsmål om valutasvingninger ved beregning av unntaket for prospektplikt på 50.000 Euro (e-post av 26.10.2007)</i>	26
2.3.6 <i>Prospektpliktsunntak – rullerende 10 % i 12 måneder (e-post av 29.06.2007)</i> 26	
2.3.7 <i>Beregning av 10 %-unntaket (e-post av 07.08.2007)</i>	27
2.3.8 <i>Prospektplikt av konvertering av lån til aksjer (notat av 26.06.2007)</i>	27
2.3.9 <i>Tilleggsprospekt ved endring av pris (intern note)</i>	28
2.4 PROSPEKTERS INNHOLD OG FORM	29
2.4.1 <i>Wega Mining ASA – Forhandlinger om kjøp av selskap proformattall (brev av 16.03.2007)</i>	29
2.4.2 <i>Avbrutt prospektkontroll (brev av 20.11.2007)</i>	31
2.4.3 <i>Styreansvar prospekt/infodokument (e-post av 28.08.2007)</i>	32
2.4.4 <i>Prospekt ved annenhåndssalg - registeringsdokument (epost 2. 11.07)</i>	33
2.4.5 <i>Inntatt ved henvisning og kryssreferanseliste (epost)</i>	33
2.5 ANNONSERING.....	34
2.5.1 <i>Utsendelse av invitasjon til presentasjon (e-post av 14.03.2007)</i>	34
3. OPPTAK TIL BØRSNOTERING	35
3.1 NYE SELSKAPER PÅ OSLO BØRS I 2007.....	35
3.2 NYE BØRSREGLER.....	36
3.2.1 <i>Endringer i børsreglene og fastsettelse av regler for Oslo Axess (børssirkulære nr. 4/2007)</i>	36
3.2.2 <i>Endringer i børsreglene og axessreglene (børssirkulære nr. 14/2007)</i>	36
3.3 OPPTAKSREGLER	36
3.3.1 <i>Force majeure in relation to if issued listings at Oslo Børs (brev av 13.02.2007)</i>	36
3.3.2 <i>EMGS – Tildelingslistene ved opptak til notering (brev av 05.07.2007)</i>	37
4. STRYKNING/SUSPENSJON	39
4.1 SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING I 2007	39
5. LØPENDE UTSTEDERFORPLIKTELSER	39
5.1 NYE REGLER.....	39

5.1.1	<i>Endringer i børsreglene og fastsettelse av regler for Oslo Axess (børssirkulære nr. 4/2007)</i>	39
5.1.2	<i>Informasjonsplikt ved avtaler om erverv og avhendelser av virksomhet eller eiendel, fusjon, fisjon mv (børssirkulære nr. 7/2007)</i>	39
5.1.3	<i>Ny verdipapirhandellov og ny børslov (børssirkulære nr. 8/2007)</i>	39
5.1.4	<i>Offentliggjøring og lagring av informasjonspliktige opplysninger (børssirkulære nr. 10/2007)</i>	39
5.1.5	<i>Fremgangsmåte for offentliggjøring og lagring av opplysninger fra 1. januar 2008 (børssirkulære nr. 18/2007)</i>	40
5.1.6	<i>Endringer i børsreglene og axessreglene (børssirkulære nr. 14/2007)</i>	40
5.1.7	<i>Årlig oversikt over offentliggjort informasjon (børssirkulære nr. 5/2007)</i>	40
5.2	INFORMASJONSPLIKT – OVERTREDELSE	40
5.2.1	<i>Ignis ASA (Børsklagenemndens sak 1/2007)</i>	40
5.2.2	<i>Informasjonshåndtering under fusjonsforhandlinger mellom Norsk Hydro ASA og Statoil ASA (børsstyresak av 24.05.2007)</i>	52
5.2.3	<i>Codfarmers – overtredelse av plikten til forsvarlig behandling av ikke offentliggjorte regnskapsopplysninger (børsstyresak av 20.06.2007)</i>	65
5.2.4	<i>Altinex ASA – Spørsmål om selskapet har brutt reglene om umiddelbar offentliggjøring av delårsrapport, samt reglene om forsvarlig behandling av ikke offentliggjorte regnskapsopplysninger (børsstyresak av 28.02.2007)</i>	69
5.2.5	<i>Hjellegjerde ASA - Kritikk for overtredelse av børsforskriften § 6-4 (brev av 09.05.2007)</i>	73
5.3	UTTALELSER OM INFORMASJONSPLIKT	75
5.3.1	<i>Retningslinjer for rapportering av hydrokarbondreserver, betingede ressurser og resultat av letevirksomhet (børssirkulære nr. 2/2007)</i>	75
5.4	OVERGANG TIL INTERNASJONALE REGNSKAPSSTANDARDE IAS – IFRS	75
5.4.1	<i>Søknad om dispensasjon fra børsforskriften § 6-6 (brev av 16.01.2007)</i>	75
5.5	INFORMASJONSDOKUMENT	76
5.5.1	<i>Informasjonsplikt ved avtaler om erverv og avhendelser av virksomhet eller eiendel, fusjon, fisjon mv (børssirkulære nr. 7/2007)</i>	76
5.5.2	<i>Spørsmål vedrørende opsjonsavtaler og informasjonsdokument (e-post av 19.10.2007)</i>	76
5.5.3	<i>Informasjonsdokument – spørsmål om dispensasjon for historiske sammenligningstall – frister (e-post av 30.10.2007)</i>	79
5.5.4	<i>Orkla ASA – Søknad om dispensasjon fra krav til innhold i informasjonsdokument vedrørende Sapa/Alcoa transaksjonen (brev av 05.06.2007)</i> 80	
5.5.5	<i>Orkla ASA – Søknad om dispensasjon fra kravet om pro forma informasjon for 1. kvartal 2007 (brev 20.06.2007)</i>	81
5.5.6	<i>Informasjonsdokument – tidspunkt for offentliggjøring og omfang av finansiell informasjon (brev av 02.11.2007)</i>	82
5.6	LIKEBEHANDLING/GOD BØRSSKIKK	83
5.6.1	<i>Sparebanken Midt-Norge – Spørsmål om prospektplikt og likebehandling ved utdeling av grunnfondsbevis som utbytte (brev av 25.01.2007)</i>	83
5.7	ANDRE LØPENDE FORPLIKTELSER	83
5.7.1	<i>Informasjonsplikt om låneutstedelser (e-post av 11.01.2008)</i>	83
5.7.2	<i>Innkalling til generalforsamling (e-post av 10.12.2007)</i>	84
5.7.3	<i>Transaksjonsstruktur – ex dato (e-post oktober 2007)</i>	84
5.8	OBLIGASJONER	85
5.8.1	<i>Ny verdipapirhandellov og ny børslov. Endringer i obligasjonsreglene (børssirkulære nr. 12/2007)</i>	85
5.8.2	<i>Endringer i ABM-reglene (børssirkulære nr. 13/2007)</i>	85
5.8.3	<i>Vedtak om fritak fra plikten til å rapportere delårstall for morselskapet Kverneland ASA (brev av 18.06.2007)</i>	85
5.8.4	<i>Vedrørende søknad om dispensasjon fra kravet om umiddelbar offentliggjøring av årsregnskap etter styret og representantskapets vedtak (brev av 01.10.2007)</i>	86
5.8.5	<i>Informasjonsplikt ved konserninterne transaksjoner (brev av 07.06.2007)</i> ... 87	

5.9	EIERSTYRING OG SELSKAPSLEDELSE.....	89
5.9.1	Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (børssirkulære nr. 1/2007).....	89
5.9.2	Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (børssirkulære nr. 15/2007).....	89
6.	TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD.....	89
6.1	NYE REGLER.....	89
6.1.1	Ny verdipapirhandellov og ny børsllov (børssirkulære nr. 8/2007).....	89
6.1.2	Norske regler om overtagelsestilbud – anvendelse på utenlandske selskap – dispensasjonsregler (børssirkulære nr. 11/2007).....	89
6.2	TILBUDSPLIKT.....	89
6.2.1	Oslo tingretts dom i Seadrills søksmål mot Oslo Børs, 3. desember 2007.....	89
6.2.2	Tilbudsplikt i Eastern Drilling ASA - Om utsatt iverksetting av Børsklagenemndens vedtak i sak nr. 6/2006 (Børsklagenemndens avgjørelse av 20.02.2007).....	90
6.2.3	Klage over vedtak om daglig løpende mulkt – Seadrill Limiteds tilbudsplikt i Eastern Drilling (børsstyresak av 28.03.2007).....	103
6.2.4	Eastern Drilling, Tilbudspris - rentetap (Børsklagenemndens sak 2/2007)...	106
6.2.5	Eastern Drilling, avgjørelse 18. juni 2007 (Børsklagenemndens sak 3/2007) 116	
6.2.6	Spørsmål om tilbudsplikt i Stavanger Aftenblad ASA (uttalelse fra Oslo Børs 26. april 2007).....	120
6.2.7	Pliktig tilbud – Seadrill/Eastern Drilling – tilbudspris (brev av 08.01.2007). 134	
6.2.8	Spørsmål om tilbudspris – indirekte erverv (e-post av 01.10.2007).....	140
6.2.9	Solstad Offshore ASA – spørsmål om tilbudsplikt ved intern omorganisering (brev av 19.09.2007).....	140
6.2.10	Solstad Offshore ASA – spørsmål om tilbudsplikt ved intern omorganisering (brev av 12.11.2007).....	141
6.2.11	Frivillig tilbud fremsatt av gruppe betinget av akseptgrad (e-post av 27.02.2007).....	142
6.2.12	Salg av Eastern Drilling-aksjer (brev av 02.02.2007).....	143
6.2.13	Tilbudsplikt – interne overdragelser (e-post av 10.01.2007).....	144
6.2.14	Spørsmål vedrørende tilbudsplikt – tilbakelevering av aksjelån (e-post av 20.10.2007).....	144
6.2.15	Spørsmål i tilbudsplikt i påtenkt transaksjon (brev av 21.06.2007).....	145
6.2.16	Pliktig tilbud Altinex – tilbudspris – unoterte vederlagsaksjer (e-post av 19.07.2007).....	147
6.2.17	Noreco – Altinex – Tilbudspris – spørsmål om vederlag i form av tilleggserverv ved avsløsning av opsjoner (epost 15. august 2007).....	148
6.2.18	Nye regler om tilbudsplikt – overgangsregler for utenlandske selskaper (e-post av 20.12.2007).....	151
6.2.19	Tilbudsplikt – bytte av selskapsdomisil (e-post av 12.11.2007).....	151
6.3	FRIVILLIGE TILBUD.....	152
6.3.1	Tilbud Norgani – tilbudsperiode (e-post av 10.09.2007).....	152
6.3.2	Frivillig tilbud på Norgani Hotels ASA – forlenget tilbudsperiode (brev av 17.09.2007).....	152
7.	MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER	154
7.1	NYE MEDLEMMER 2007.....	154
7.2	NOREX MEMBER RULES/HANDELSREGLER.....	154
7.2.1	NOREX Member Rules versjon 1.9 (MiFID) (børssirkulære nr. 17/2007).....	154
7.3	OVERTREDELSE.....	154
7.3.1	HSBC Bank plc. – Breach of trade reporting requirement (børsstyresak av 26.09.2007).....	154
8.	INNSIDE – MELDEPLIKT – FLAGGING.....	160

8.1	FLAGGING.....	160
8.1.1	<i>Flagging av avhendelse ved frivillige tilbud (e-post 12.03.2007)</i>	160
8.2	MARKEDSOVERVÅKING OG MARKEDSMISBRUK.....	161
8.2.1	<i>Informasjon om lydopptak av telefonsamtaler med Oslo Børs (børssirkulære nr. 9/2007)</i>	161
8.2.2	<i>Tilbakekjøp (e-post til 29.03.2007)</i>	161

1. INNLEDNING

1.1 GENERELT

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

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

Disposisjonen er i hovedsak som tidligere år. Ikke alle de inntatte saker vil bli gjennomgått på børsrettsdagene, men vedlegges likevel for eventuell senere bruk.

1.2 INFORMASJON PÅ [WWW.OSLOBORS.NO](http://www.oslobors.no)

Børsklagenemndens vedtak, enkelte av børsstyrets vedtak og børs sirkulærer publiseres i børsens publikasjon: Oslo Børs – Vedtak & Sirkulærer. Denne er tilgjengelig som abonnementsserie, som samles i bokform ved årets slutt. Sirkulærene legges løpende ut på <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>. Sirkulærene er ikke inntatt i materialsamlingen annet enn som referanse.

<http://www.oslobors.no/ob/loverogregler> inneholder også norske og engelske versjoner av relevant regelverk.



Oslo Børs - Lover og regler - Microsoft Internet Explorer provided by Oslo Børs

Adresse: <http://www.oslobors.no/ob/loverogregler>

OSLO BØRS

Kurser og marked Nyheter Om Børsmarkedet Produkter og tjenester Oslo Børs ASA Min side

Her er du: Om Børsmarkedet / Lover og regler

Ant. derivatkontrakter 2.517

Søk: Vis Tickeroversikt Logg inn:

Om lover og regler

Om siden Lover og regler

Børs- og verdipapirmarkedet er regulert av en rekke lover og regler gitt av offentlige myndigheter. I tillegg vil tolkingspraksis fra børsen og børsklagenemnden normalt bli vektlagt i nye saker som behandles ved børsen.

For å lette arbeidet med å finne frem til relevant lovregulering eller tolkingspraksis, er det på siden "Lover og Regler" lagt ut linker til de viktigste lover og forskrifter innen området børs- og verdipapirrett.

På siden finnes også børs sirkulærer, avgjørelser fra børsen og børsklagenemnden, samt andre aktuelle tekster.

Det meste av materialet er lagt ut både på norsk og engelsk.

SMS 2022 Kurs og seminarer Meglerstatistikk www.newsweb.no www.abmportal.no Kursd.

1.3 OVERSIKT OVER BØRSSIRKULÆRER 2007

Nr. 18	Fremgangsmåte for offentliggjøring og lagring av opplysninger fra 1. januar 2008
Nr. 17	NOREX medlemsregler versjon 1.9
Nr. 16	Endringer i avgifter på Oslo Børs, Oslo Axess og ABM
Nr. 15	Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse
Nr. 14	Endringer i børsreglene og axessreglene
Nr. 13	Endringer i ABM-reglene
Nr. 12	Ny verdipapirhandellov og ny børslov. Endringer i obligasjonsreglene
Nr. 11	Norske regler om overtagelsestilbud – anvendelse på utenlandske selskap – dispensasjonsregler
Nr. 10	Offentliggjøring og lagring av informasjonspliktige opplysninger
Nr. 9	Informasjon om lydopptak av telefonsamtaler med Oslo Børs
Nr. 8	Ny verdipapirhandellov og ny børslov
Nr. 7	Informasjonsplikt ved avtaler om erverv og avhendelser av virksomhet eller eiendel, fusjon, fisjon mv.
Nr. 6	Enkelte justeringer av børsens priser
Nr. 5	Årlig oversikt over offentliggjort informasjon
Nr. 4	Endringer i børsreglene og fastsettelse av regler for Oslo Axess
Nr. 3	Nye forretningsvilkår og lavere avgifter for warrants
Nr. 2	Retningslinjer for rapportering av hydrokarbonreserver, betingede ressurser og resultat av letevirksomhet
Nr. 1	Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse

Sirkulærene finnes på <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

2. PROSPEKTPLIKT

2.1 OVERSIKT OVER KONTROLLERTE PROSPEKTER OG TILBUKSDOKUMENTER I 2007

SELSKAP	TYPE ØVELSE	GODKJ.BREV
Aberdeen Eiendomsfond Norden/Baltikum ASA	Unotert selskap	03.01.2007
Simtronics ASA	Børsintroduksjon	04.01.2007
Storebrand Optimér ASA	Unotert selskap	04.01.2007
Deep Sea Supply PLC	Emisjon	04.01.2007
Deep Sea Supply ASA (Tilbyder Deep Sea Supply PLC)	Pliktig tilbud	04.01.2007
Aberdeen Eiendomsfond Norge II ASA	Unotert selskap	05.01.2007
Global Eiendom Utbetaling 2007 AS	Unotert selskap	05.01.2007
Polimoon ASA (Tilbyder Star Acquisitionco/Promens HF.)	Pliktig tilbud	05.01.2007
Sinvest ASA (Tilbyder: Aban International Norway AS)	Pliktig tilbud	08.01.2007
Green Reefers ASA	Emisjon	09.01.2007
Storebrand Privat Investor ASA	Verdipapirdok.	15.01.2007
Tandberg Data ASA	Registeringsdok.	16.01.2007
DeepOcean ASA	Emisjon	19.01.2007
Comrod Communication ASA	Børsintroduksjon	22.01.2007
Optimum Eiendomsinvest Tyskland I AS	Verdipapirdok.	22.01.2007
Simtronics ASA	Emisjon	22.01.2007
PPN Eiendomsinvest II AS	Verdipapirdok.	23.01.2007
Optimum EiendomsInvest I AS	Verdipapirdok.	23.01.2007
Nordisk Realkapital AS	Verdipapirdok.	23.01.2007
Pareto EiendomsKapital AS	Unotert selskap	23.01.2007
PPN Shippinginvest I AS	Verdipapirdok.	23.01.2007
Optimum SkipsInvest I AS	Verdipapirdok.	23.01.2007

Pareto ShippingKapital AS	Verdipapirdok.	23.01.2007
Global Skipsholding 2 AS	Unotert selskap	26.01.2007
Copeinca ASA	Børsintroduksjon	26.01.2007
EiendomsInvest Tyskland AS	Verdipapirdok.	07.02.2007
Oceanteam Power and Umbilcal ASA	Børsintroduksjon	07.02.2007
SR EiendomsInvest Tyskland AS	Verdipapirdok.	08.02.2007
Stadionparken Næringsseiendom AS	Unotert selskap	09.02.2007
Songa Offshore ASA	Emisjon	13.02.2007
Aberdeen Eiendomsfond Norden/Baltikum ASA	Unotert selskap	14.02.2007
Aberdeen Eiendomsfond Norge II ASA	Unotert selskap	16.02.2007
Pre China Private Equity I AS	Unotert selskap	16.02.2007
DnB NOR Eiendomsinvest II ASA	Unotert selskap	16.02.2007
Pareto ShippingKapital AS	Tilleggsprospekt	22.02.2007
APL PLC	Børsintroduksjon	26.02.2007
APL ASA (Tilbyder: APL PLC)	Frivillig tilbud	26.02.2007
BW Offshore Limited	Emisjon	26.02.2007
Global Geo Services ASA	Emisjon	26.02.2007
Tandberg Television (Tilbyder Earth)	Frivillig tilbud	27.02.2007
Aberdeen Eiendomsfond Asia ASA	Unotert selskap	01.03.2007
Global Geo Services ASA	Tilleggsprospekt	05.03.2007
Sverd Eiendomsinvest Norden AS	Unotert selskap	07.03.2007
SpareBank 1 SR-Bank/Sparebanken Rogaland	Emisjon	08.03.2007
Algeta ASA	Børsintroduksjon	08.03.2007
Neas ASA	Børsintroduksjon	09.03.2007
Tandberg Storage ASA	Emisjon	12.03.2007
Nexus	Børsintroduksjon	14.03.2007
Electromagnetic GeoServices ASA	Børsintroduksjon	15.03.2007
Aberdeen Eiendomsfond Norden/Baltikum ASA	Unotert selskap	16.03.2007
Stavanger Handelseiendom AS	Unotert selskap	19.03.2007
Conseptor ASA (Tilbyder: CNS Holding AS)	Frivillig tilbud	20.03.2007
Teco Coating Services ASA	Emisjon	21.03.2007
NorDiag ASA	Emisjon	21.03.2007
Global Eiendom Utbetaling 2007 AS	Verdipapirdok.	22.03.2007
Captura ASA (Tilbyder: JCE Group AB)	Pliktig tilbud	22.03.2007
DnB NOR Eiendomsinvest III ASA	Unotert selskap	24.03.2007
Global Private Equity I AS	Unotert selskap	27.03.2007
Fara ASA	Emisjon	29.03.2007
Wavefield Inseis	Børsintroduksjon	29.03.2007
APL ASA/PLC (Tilbyder: BW Offshore Limited)	Frivillig tilbud	29.03.2007
BW Offshore Limited	Emisjon	29.03.2007
Rem Offshore ASA	Børsintroduksjon	29.03.2007
Petrobank Energy and Resources Ltd.	Emisjon	29.03.2007
Dolphin Interconnect Solutions ASA	Emisjon	30.03.2007
Frigstad Discoverer Invest Ltd.	Børsintroduksjon	04.04.2007
Viking Oil and Gas ASA	Børsintroduksjon	10.04.2007
Pareto Growth Investor AS	Unotert selskap	11.04.2007
SSB Private Equity 2 AS	Unotert selskap	11.04.2007
Component Software Group ASA	Emisjon	11.04.2007
Klepp Sparebank	Børsintroduksjon	12.04.2007
Aberdeen Eiendomsfond Norge II ASA	Unotert selskap	13.04.2007
EiendomsInvest Tyskland AS	Verdipapirdok.	13.04.2007
SR EiendomsInvest Tyskland AS	Verdipapirdok.	13.04.2007
Global Private Equity I AS	Tilleggsprospekt	13.04.2007
Optimum Eiendomsinvest Tyskland I AS	Verdipapirdok.	16.04.2007
SalMar ASA	Børsintroduksjon	17.04.2007
Viking Oil and Gas ASA	Tilleggsprospekt	17.04.2007
Nordic Mining ASA	Unotert selskap	18.04.2007

Sverd Eiendomsinvest Global AS	Unotert selskap	18.04.2007
Sverd Shipping & Maritime AS	Unotert selskap	18.04.2007
PPN Eiendomsinvest II AS	Verdipapirdok.	18.04.2007
Nordisk Realkapital AS	Verdipapirdok.	18.04.2007
Pareto EiendomsKapital AS	Verdipapirdok.	18.04.2007
Eastern Drilling ASA (Tilbyder: Seadrill Limited)	Pliktig tilbud	19.04.2007
Storebrand Optimér ASA	Unotert selskap	19.04.2007
Aberdeen Eiendomsfond Norge II ASA	Tilleggsprospekt	19.04.2007
APL ASA (Tilbyder: APL PLC)	Pliktig tilbud	20.04.2007
APL PLC Emisjon	Emisjon	20.04.2007
Sverd Private Equity 2007 AS	Unotert selskap	23.04.2007
Sverd Strategiske Investeringer AS	Unotert selskap	23.04.2007
Pre China Private Equity I AS	Verdipapirdok.	23.04.2007
DnB NOR Eiendomsinvest III ASA	Tilleggsprospekt	24.04.2007
ScanArc ASA	Børsintroduksjon	25.04.2007
Bouvet ASA	Børsintroduksjon	26.04.2007
Fred. Olsen Production ASA	Børsintroduksjon	26.04.2007
Ryger Eiendomsinvest II AS	Unotert selskap	27.04.2007
Global Eiendom Vekst 2007 AS	Unotert selskap	30.04.2007
Software Innovation ASA	Emisjon	30.04.2007
Rem Offshore ASA (Tilbyder: Solstad Rederi AS)	Pliktig tilbud	30.04.2007
Conseptor ASA (Tilbyder: CNS Holding AS)	Pliktig tilbud	30.04.2007
Wega Mining ASA	Børsintroduksjon	02.05.2007
Ocean Heavy Lift ASA	Børsintroduksjon	02.05.2007
Pareto OffshoreKapital AS	Unotert selskap	03.05.2007
IGNIS ASA	Emisjon	04.05.2007
Questerre Energy Corporation	Registeringsdok.	04.05.2007
Protector Forsikring ASA	Børsintroduksjon	04.05.2007
Software Innovation ASA	Tilleggsprospekt	04.05.2007
Storebrand Privat Investor ASA	Unotert selskap	07.05.2007
Maritime Industrial Services Co Ltd	Børsintroduksjon	07.05.2007
Spits ASA (Tilbyder: A-com AB)	Frivillig tilbud	07.05.2007
Rom Real Ltd	Børsintroduksjon	08.05.2007
Lerøy Seafood Group ASA	Emisjon	08.05.2007
Tandberg Television ASA (tilbyder: Telefonaktiebolaget LM Ericsson (publ))	Pliktig tilbud	08.05.2007
Artumas Group Inc.	Verdipapirdok.	10.05.2007
Arrow Seismic ASA	Børsintroduksjon	11.05.2007
DnB NOR Private Equity I ASA	Unotert selskap	14.05.2007
Tandberg Television (Tilbyder Arris)	Tilsvarende dokument	16.05.2007
Tandberg Television (Tilbyder Arris)	Frivillig tilbud	16.05.2007
Sveits Eiendomsinvest AS	Unotert selskap	16.05.2007
Global Eiendom Utbetaling 2007 AS	Tilleggsprospekt	16.05.2007
DnB NOR Eiendomsinvest III ASA	Unotert selskap	18.05.2007
InvivoSense AS	Børsintroduksjon	18.05.2007
Thule Drilling ASA	Emisjon	21.05.2007
Aberdeen Eiendomsfond Asia ASA	Unotert selskap	21.05.2007
Petromena ASA	Børsintroduksjon	22.05.2007
Simrad Optronics ASA	Emisjon	23.05.2007
Sandnes Sparebank	Emisjon	23.05.2007
Monitor Oil PLC	Børsintroduksjon	24.05.2007
MediCult A/S	Emisjon	24.05.2007
Badger Explorer ASA	Børsintroduksjon	25.05.2007
TTS Marine ASA	Emisjon	25.05.2007
Statoil	Tilsvarende dokument	25.05.2007
Scan Geophysical ASA	Børsintroduksjon	29.05.2007
Odfjell Invest Ltd.	Emisjon	30.05.2007

Norsk Vekst ASA (Tilbyder: Arendals Fossekompagni ASA)	Frivillig tilbud	01.06.2007
Aberdeen Eiendomsfond Norge II ASA	Unotert selskap	04.06.2007
Block Watne Gruppen ASA	Emisjon	04.06.2007
Repant	Emisjon	04.06.2007
Norwatt Energy Invest AS	Unotert selskap	07.06.2007
Grieg Seafood	Børsintroduksjon	07.06.2007
Expert ASA (Tilbyder: A Wilhelmsen AS)	Pliktig tilbud	07.06.2007
Sparebank 1 Eiendomsinvest I AS	Unotert selskap	08.06.2007
Pareto OffshoreKapital AS	Tilleggsprospekt	08.06.2007
EiendomsInvest Tyskland II AS	Unotert selskap	11.06.2007
Natural ASA fusjon Aker Bio Marine	Tilsvarende dokument	12.06.2007
Petrolia Drilling	Emisjon	12.06.2007
Zoncolan ASA	Børsintroduksjon	14.06.2007
Siem Offshore Inc.	Emisjon	15.06.2007
AGR Group ASA	Tilsvarende dokument	15.06.2007
Kebony ASA	Unotert selskap	18.06.2007
Pareto ShippingKapital II AS	Unotert selskap	20.06.2007
Scan Subsea ASA	Børsintroduksjon	20.06.2007
Northern Logisitic Property ASA	Børsintroduksjon	21.06.2007
Tide ASA	Tilsvarende dokument	21.06.2007
Stavanger Aftenblad ASA (tilbyder: Schibsted ASA)	Pliktig tilbud	22.06.2007
24SevenOffice ASA	Børsintroduksjon	22.06.2007
Storebrand Privat Investor ASA	Verdipapirdok.	22.06.2007
Dof Subsea ASA	Emisjon	26.06.2007
Global Eiendom Utbetaling 2007 AS	Verdipapirdok.	26.06.2007
Aberdeen Eiendomsfond Norge II ASA	Unotert selskap	26.06.2007
Synøve Finden ASA	Emisjon	27.06.2007
Sparebank 1 Eiendomsinvest I AS	Tilleggsprospekt	27.06.2007
First Eiendomsinvest I AS	Unotert selskap	28.06.2007
TECO Coating Services ASA	Tilsvarende dokument	28.06.2007
DynaPel ASA	Tilsvarende dokument	28.06.2007
CorrOcean ASA	Emisjon	29.06.2007
DnB NOR Private Equity I ASA	Tilleggsprospekt	29.06.2007
Birdstep Technology ASA (se også 181 over)	Emisjon	29.06.2007
Spits ASA (Tilbyder: A-com AB)	Pliktig tilbud	05.07.2007
Aberdeen Eiendomsfond Norden/Baltikum ASA	Unotert selskap	06.07.2007
Nexus Floating Production Ltd	Emisjon	06.07.2007
Orkla	Tilsvarende dokument	06.07.2007
Pareto ShippingKapital II ASA	Tilleggsprospekt	06.07.2007
Global Geo Services ASA	Emisjon	09.07.2007
Scan Subsea ASA	Emisjon	09.07.2007
Norsk Vekst ASA (Tilbyder: Arendals Fossekompagni ASA)	Pliktig tilbud	10.07.2007
Camillo Eitzen & Co ASA	Emisjon	11.07.2007
Global Eiendom Vekst 2007 AS	Verdipapirdok.	11.07.2007
Storebrand Optimér ASA	Unotert selskap	12.07.2007
Tide ASA	Emisjon	13.07.2007
Component Software Group ASA (Tilbyder: Affecto Plc)	Frivillig tilbud	20.07.2007
Altinex ASA (Tilbyder: Noreco)	Pliktig tilbud	20.07.2007
Noreco (ifm. Altinex-kjøpet, vederlagsaksjer)	Tilsvarende dokument	20.07.2007
Eitzen Maritime Services ASA	Tilsvarende dokument	27.07.2007
Exense ASA	Tilsvarende dokument	27.07.2007
Norwegian ASA	Tilsvarende dokument	27.07.2007
Transeuro Energy Corp	Børsintroduksjon	31.07.2007
Cecon ASA	Børsintroduksjon	02.08.2007
Det Norske Oljeselskap ASA (NOIL)	Unotert selskap	07.08.2007
Ryger Eiendomsinvest II AS	Unotert selskap	07.08.2007
Aberdeen Norden Baltikum 4_2007 Tilleggsprospekt	Tilleggsprospekt	08.08.2007

Swiss Property AS	Unotert selskap	10.08.2007
Sveits EiendomsInvest AS	Verdipapirdok.	10.08.2007
Global Infrastruktur I AS	Unotert selskap	10.08.2007
Aberdeen Eiendomsfond Asia ASA	Unotert selskap	17.08.2007
Global Eiendom Utbetaling 2007 AS	Tilleggsprospekt	21.08.2007
Eitzen Maritime Services ASA	Emisjon	23.08.2007
Norwatt Energy Invest AS	Emisjon	23.08.2007
DnB NOR Eiendomsinvest IV ASA	Unotert selskap	24.08.2007
Northland Resources Inc.	Emisjon	29.08.2007
Confirmit ASA	Tilsvarende dokument	29.08.2007
Norgani Hotels ASA (Tilbyder: Norwegian Property)	Frivillig tilbud	29.08.2007
Norgani Hotels ASA (tilbyder: Norwegian Property)	Tilsvarende dokument	29.08.2007
Global Eiendom Vekst 2007 AS	Tilleggsprospekt	30.08.2007
Northern Offshore Ltd	Børsintroduksjon	31.08.2007
Pareto EiendomsKapital ASA	Unotert selskap	03.09.2007
Nordisk Realkapital AS	Unotert selskap	06.09.2007
TGS-NOPEC Geophysical Company ASA (Wavefield Inseis ASA)	Tilsvarende dokument	06.09.2007
Aberdeen Eiendomsfond Norden/Baltikum ASA	Unotert selskap	07.09.2007
Komplett ASA	Tilsvarende dokument	07.09.2007
Pre China Private Equity I AS	Verdipapirdok.	10.09.2007
Pareto Offshorekapital ASA	Verdipapirdok.	10.09.2007
Ability Drilling	Emisjon	12.09.2007
Navamedic ASA	Emisjon	12.09.2007
Nordic Mining ASA	Børsintroduksjon	13.09.2007
Etman International ASA	Børsintroduksjon	13.09.2007
Grégoire ASA	Børsintroduksjon	14.09.2007
Global Private Equity II AS	Unotert selskap	14.09.2007
Tide ASA (tilbyder: Det Stavangerske Dampskibsselskap AS)	Pliktig tilbud	14.09.2007
Seajacks International Ltd	Børsintroduksjon	17.09.2007
Norgani Hotels (Tilbyder: Oslo Properties AS)	Frivillig tilbud	17.09.2007
Sverd Strategiske Investeringer AS	Verdipapirdok.	19.09.2007
Sverd Eiendomsinvest Norden AS	Verdipapirdok.	19.09.2007
Component Software Group ASA (Tilbyder: Affecto Plc)	Pliktig tilbud	19.09.2007
EOC Limited	Børsintroduksjon	21.09.2007
London Mining	Børsintroduksjon	24.09.2007
Global Eiendom Utbetaling 2007 AS	Verdipapirdok.	24.09.2007
Global Eiendom Vekst 2007 AS	Verdipapirdok.	24.09.2007
Hurtigruten ASA	Emisjon	26.09.2007
Pronova BioPharma ASA	Børsintroduksjon	26.09.2007
Dockwise Ltd (Nytt utkast)	Børsintroduksjon	27.09.2007
Aberdeen Eiendomsfond Norge II ASA	Unotert selskap	28.09.2007
EiendomsInvest Tyskland II AS	Verdipapirdok.	01.10.2007
Storebrand Privat Investor ASA	Verdipapirdok.	01.10.2007
Storebrand ASA	Tilsvarende dokument	01.10.2007
Norgani Hotels (Tilbyder: Aberdeen Property Investors)	Frivillig tilbud	02.10.2007
Dockwise Ltd	Tilleggsprospekt	02.10.2007
SpareBank 1 Nøtterøy-Tønsberg	Børsintroduksjon	05.10.2007
Norgani Hotels (Tilbyder: Oslo Properties AS)	Pliktig tilbud	08.10.2007
Aberdeen Eiendomsfond Asia ASA	Unotert selskap	11.10.2007
DnB NOR Eiendomsinvest IV ASA	Unotert selskap	12.10.2007
VMETRO ASA	Tilsvarende dokument	12.10.2007
Ability Drilling	Børsintroduksjon	12.10.2007
Eastern Echo Holding Plc	Børsintroduksjon	15.10.2007
Scan Subsea ASA	Frivillig tilbud	15.10.2007
Exense ASA	Tilsvarende dokument	17.10.2007
Global Geo Services ASA	Emisjon	19.10.2007
DnB NOR Private Equity I ASA	Unotert selskap	19.10.2007

Pareto ShippingKapital II ASA	Verdipapirdok.	22.10.2007
StepStone ASA	Registeringsdok.	22.10.2007
Pareto EiendomsKapital ASA	Verdipapirdok.	23.10.2007
Nordisk Realkapital AS	Verdipapirdok.	23.10.2007
Swiss Property AS	Verdipapirdok.	24.10.2007
Sveits EiendomsInvest AS	Verdipapirdok.	24.10.2007
SSB Energivekst ASA	Unotert selskap	25.10.2007
Sparebank 1 Eiendomsinvest I AS	Unotert selskap	26.10.2007
Scandinavian Property Development ASA	Børsintroduksjon	30.10.2007
Goodtech ASA	Emisjon	30.10.2007
First Eiendomsinvest I AS	Unotert selskap	31.10.2007
Sverd Private Equity 2007 AS	Verdipapirdok.	31.10.2007
Sverd Eiendomsinvest Global AS	Verdipapirdok.	31.10.2007
Aksjestrategi II Gearing 2007	Warrant	31.10.2007
Noreco (+obl.lån)	Børsintroduksjon	01.11.2007
German Property AS	Unotert selskap	01.11.2007
Storebrand Optimér ASA	Unotert selskap	02.11.2007
Pareto Offshorekapital ASA	Verdipapirdok.	02.11.2007
Scandinavian Clinical Nutrition i Sv. AB	Børsintroduksjon	05.11.2007
Incheon	Frivillig tilbud	08.11.2007
Vital EiendomsFond ASA	Unotert selskap	08.11.2007
Postbanken EiendomsFond ASA	Unotert selskap	08.11.2007
Frigstad Discoverer Invest Ltd. (Tilbyder: Saipem)	Pliktig tilbud	08.11.2007
Artumas Group Inc.	Emisjon	09.11.2007
Kongsberg Automotive ASA	Tilsvarende dokument	09.11.2007
Petromena ASA	Tilsvarende dokument	09.11.2007
Petrolia Drilling ASA	Tilsvarende dokument	09.11.2007
Sevan Marine ASA	Emisjon	13.11.2007
EiendomsInvest Tyskland II AS	Verdipapirdok.	14.11.2007
Rem Offshore ASA	Pliktig tilbud	15.11.2007
SSB Global Eiendom I ASA	Unotert selskap	16.11.2007
Hafslund Infratek ASA	Børsintroduksjon	19.11.2007
Pertra ASA	Tilsvarende dokument	20.11.2007
IGE Nordic AB	Børsintroduksjon	22.11.2007
TTS Marine ASA	Emisjon	22.11.2007
Storebrand ASA	Emisjon	23.11.2007
Norwatt Energy Invest AS	Emisjon	23.11.2007
Nordea Valuta XVI Gearing 2007/2009	Warrant	26.11.2007
DnB NOR Eiendomsinvest IV ASA	Tilleggsprospekt	26.11.2007
Global Eiendom Utbetaling 2007 AS	Tilleggsprospekt	26.11.2007
Dolphin Interconnect Solutions ASA	Emisjon	28.11.2007
Codfarmers ASA	Emisjon	30.11.2007
Tide ASA (tilbyder: Det Stavangerske Dampskibsselskap AS)	Frivillig tilbud	30.11.2007
Aker Exploration	Børsintroduksjon	03.12.2007
Arrow Seismic (tilbyder PGS)	Pliktig tilbud	04.12.2007
Scan Subsea ASA (tilbyder: Parker Hanfinnen)	Pliktig tilbud	05.12.2007
PetroProd	Børsintroduksjon	06.12.2007
Aker Philadelphia Shipyard ASA	Børsintroduksjon	07.12.2007
DnB NOR Eiendomsinvest IV ASA	Unotert selskap	07.12.2007
Aqua Bio Technology ASA	Børsintroduksjon	07.12.2007
Questerre Energy Corporation	Tilsvarende dokument	10.12.2007
Smedasundet 50 Holding AS	Unotert selskap	10.12.2007
NattoPharma ASA	Børsintroduksjon	12.12.2007
Petrolia Drilling	Tilsvarende dokument	12.12.2007
Lighthouse Caledonia ASA	Børsintroduksjon	13.12.2007
Wega Mining ASA	Emisjon	13.12.2007
Siem Offshore Inc	Emisjon	14.12.2007

Revus Energy ASA	Emisjon	14.12.2007
Vital EiendomsFond ASA	Tilleggsprospekt	14.12.2007
Postbanken EiendomsFond ASA	Tilleggsprospekt	14.12.2007
Global Eiendom Utbetaling 2008 AS	Unotert selskap	17.12.2007
Global Eiendom Vekst 2008 AS	Unotert selskap	17.12.2007
Global Infrastruktur I AS	Unotert selskap	18.12.2007
Global Skipsholding 2 AS	Verdipapirdok.	18.12.2007
Exense Consulting ASA	Børsintroduksjon	20.12.2007
Aker Drilling ASA (tilbyder: Aker Capital AS)	Pliktig tilbud	21.12.2007

2.1.1 Prospektkontrollen 2006 – årlig rapport fra Oslo Børs til Kredittilsynet (brev av 31.01.2007)

Det følger av forskrift om gjennomføring av prospektkontrollen av 2005 nr 1423 ("forskriften") § 10 at Oslo Børs innen utløpet av januar hvert år skal avgi en skriftlig redegjørelse om gjennomføringen av oppgavene nevnt i forskriftens §§ 1 og 2.

Nedenfor følger en nærmere statistisk oversikt, i tillegg til beskrivelsen av virksomheten knyttet til prospektkontrollen, samt en redegjørelse for andre forhold og problemstillinger som Oslo Børs anser vesentlige. Utøvelsen av oppgaver i henhold til forskriftens § 1 og 2 er også behandlet. Til slutt er forholdet til andre EU-lands tilsynsmyndigheter kort omtalt herunder hvordan Oslo Børs oppfatter at prospektreglene har fungert i det norske markedet.

1 Statistikk

Oslo Børs har i løpet av 2006 kontrollert og godkjent 172 prospekter hvorav 58 er knyttet til utstedelse av obligasjoner og 114 til utstedelse av aksjer.

I aksjemarkedet var det 53 prospekter knyttet til børsnoterte selskaper (herunder selskaper som skulle noteres) og 61 knyttet til unoterte selskaper (tallet inkluderer også 3 registreringsdokumenter og 17 verdipapirdokumenter). I obligasjonsmarkedet er det utarbeidet 30 prospekter knyttet til børsnoterte obligasjonslån i tillegg til 28 prospekter knyttet til unoterte obligasjonslån. I tillegg er det utarbeidet 22 tilleggsprospekter (8 til aksjeprospekter og 14 knyttet til obligasjonsprospekter) og 6 tilsvarende dokumenter til aksjeprospekter.

Oslo Børs har mottatt notifikasjon av 156 prospekter fra syv land, dvs prospekter notifisert inn i det norske markedet. Av disse gjelder 27 prospekter for aksjer og 129 prospekter obligasjoner hvorav 15 gjelder børsnoterte lån. Oslo Børs har notifisert fire aksjeprospekter til andre lands tilsynsmyndigheter. Ingen obligasjonsprospekter er meldt grensekryssende til andre EØS-land fra Norge. Det er videre meldt 45 warrants grensekryssende fra Sverige.

Plikten til å utarbeide prospekt iht verdipapirhandelloven kap. 5 og tilknyttede forskrifter¹ trådte i kraft 1. januar 2006. I medhold av overgangsreglene § 1, var det adgang til å utarbeide prospekter etter "gamle" prospektregler,² frem til 1. mars 2006, med siste frist

¹ Forskrift om opplysninger i prospekt av 9.12.2005 nr. 1422 (som implementerer Kommisjonsforordning EF 809/2004 som forskrift)

Forskrift om gjennomføring av prospektkontrollen av 9.12.2005 nr 1423

Forskrift om unntak fra prospektplikt av 9.12.2005 nr. 1424

Forskrift om overgangsregler i forbindelse med endringer i prospektregler i verdipapirhandelloven kap. 5 av 9.12.2005 nr 1425 ("overgangsreglene")

²Børsforskriften kap. 14-18 (aksjer) og kap 20-21(obligasjoner).

for offentliggjøring 31. mars 2006. Samtlige utstedere av aksjer og obligasjoner valgte å benytte denne overgangsordningen, og tallene for godkjente prospekter/tilleggsprospekter og tilsvarende dokumenter som referert ovenfor er fra perioden 1. april til 31. desember 2006. I de fire første månedene av 2006 ble det kontrollert og godkjent 10 aksjeprospekter og 44 obligasjonsprospekter.

Børsen har i løpet av 2006 registrert 32 profesjonelle investorer, i samsvar med vphl. §5-4 nr. 8 og forskrift om unntak fra prospektplikt § 1. Oversikten over hvem som er registrert, standard skjema for registrering og kort informasjon om hvem som kan registreres som profesjonell investor er tilgjengelig på Oslo Børs' web sider.³

2 Organisering av prospektkontrollen

Kontroll og godkjennelse av prospekter ved Oslo Børs utføres av Prospekt- og transaksjonsavdelingen og Selskapsavdelingen hva gjelder aksjerelaterte prospekter og av Renteavdelingen for obligasjonsprospekter. Det er et nært samarbeid med juridisk avdeling som normalt gjennomgår alle aksjerelaterte prospekter og som bistår renteavdelingen ved behov. I tillegg samarbeider Prospekt- og transaksjonsavdelingen og renteavdelingen for å sikre lik praktisering av like regler. Det er utarbeidet en kunnskapsdatabase som angir retningslinjer og tolkninger knyttet til innholdskravene for prospekter.⁴ Samtlige saksbehandlere på nevnte avdelinger har høyere utdanning innen jus eller økonomi.

Prosessen for kontroll og godkjennelse av prospekter vil normalt bestå av en dialog mellom børsen på den ene siden og utseder/tilrettelegger eller advokat på den andre. Et prospektutkast (evt. utkast til tilleggsprospekt eller tilsvarende dokument) vil oversendes børsen for kommentarer og endres på bakgrunn av disse, og tilslutt godkjennes forutsatt at relevante innholdskrav er tilfredstilt.⁵ I utgangspunktet er to til tre tilbakemeldinger tilstrekkelig, men det vil variere både etter typen prospekt og hvor godt gjennomarbeidet prospektet er før det oversendes børsen.⁶

3 Prospektkontrollen

3.1 Orientering til markedsaktørene

I tilknytning til ikrafttredelsen av nye prospektregler utarbeidet børsen et sirkulære hvor de nærmere reglene knyttet til utarbeidelse av prospekter, unntak, utforming og innhold, herunder offentliggjøring og annonsering ble nærmere omhandlet.⁷ I den anledning ble det også avholdt flere innføringskurs i de nye prospektreglene. Det er også utarbeidet et eget sirkulære hva gjelder kontroll, godkjennelse og offentliggjøring av prospekter.⁸ Børsen har videre utarbeidet standard sjekklister og prosedyrer for børsnoterte selskaper og utstedere av obligasjoner for å utarbeide den årlige oversikten etter bf § 5-2 femte ledd.

³ Se <http://www.oslobors.no/ob/profesjonelleinvestorer>

⁴ I henhold til Kommisjonsforordning 809/2004 om gjennomføring av europaparlamentets- og rådsdirektiv 2003/71/EF med hensyn til opplysninger i prospekter og deres format, integrering ved henvisning og offentliggjøring av slike prospekter samt annonsering ("Kommisjonsforordningen").

⁵ Nærmer retningslinjer for prospektkontrollen fremkommer i sirkulære 3/2006 "Kontroll, godkjennelse og offentliggjøring av prospekt".

⁶ For nærmere beskrivelse av godkjennelsesprosessen vises til prosedyre for kontroll av prospekter (datert 6. november 2006) oversendt Kredittilsynet 7. november 2006.

⁷ Se sirkulære nr 09/2005: Nye prospektregler i verdipapirhandelloven kapittel 5 og tilhørende forskrifter – implementering av prospektdirektivet.

⁸ Se sirkulære nr. 03/2006.

Børsen har også fått en rekke henvendelser – både skriftlig og muntlig – hva gjelder forståelsen av reglene knyttet til nye prospektregler – både om det skal utarbeides prospekt, hvordan det skal gjøres, innholdskravene, kontrollrutiner, og hvordan det kan benyttes grensekryssende mv. I tillegg krever børsen inntatt relevant informasjon som fremkommer i CESR anbefalingen fra februar 2005.⁹ I den sammenheng har det også vært mange spørsmål i forhold til tolkningen av de relevante kravene i CESR anbefalingen.

For børsen er det også en utfordring å sørge for at krav til utarbeidelse av prospekter herunder innholdskravene, tolkes og praktiseres likt. Det er utarbeidet en kunnskapsdatabase hvor praksis, tidligere beslutninger og forhold som krever særskilt oppmerksomhet er omtalt. Denne er utformet på en måte som gjør den egnet kun for internt bruk.

I tillegg har også børsen avgitt en rekke tolkningsuttalelser knyttet til forståelsen av prospektreglene. De mer sentrale og viktigste tolkningsuttalelsene er inntatt i "Vedtak og uttalelser 2006" som er tilgjengelig på Oslo Børs' web sider.¹⁰ Mange av bestemmelsene har foranlediget vanskelige tolkningsspørsmål særlig der det kan stille spørsmål om verdipapirhandelovens bestemmelser er i overensstemmelse med tilsvarende bestemmelser i prospektdirektivet.

Børsen har også lagt mye arbeid i å utarbeide og holde oppdaterte oversiktlige web sider med informasjon om prospektreglene, herunder relevante EU rettskilder.

3.2 Godkjenning og kontroll

Antallet og omfanget av kontrollen av prospekter har vært betydelig større enn forventet – og særlig har unoterte selskapers prospekter åpnet for andre spørsmål enn det børsen tidligere har hatt til vurdering.

Aksjer

Når det gjelder utstedere av børsnoterte aksjer, er hovedutfordringen at mange av de oversendte dokumentene er lite gjennomarbeidet slik at kontrollen vanskeliggjøres. I to tilfeller har børsen avbrutt kontrollen av prospekter som følge av at de ikke har tilfredstillet de krav som stilles for å påbegynne kontrollen. I slike tilfeller er informasjonen så mangelfull at det er vanskelig å vurdere prospektet som en helhet i samsvar med kravet i vphl. § 5-13. Utover dette er det særlig beskrivelsen av transaksjonsstruktur som har skapt utfordringer. I tillegg er spørsmål knyttet til omarbeidelse av finansiell informasjon til IFRS, hvilken finansiell informasjon som skal inntas for selskaper som har eksistert mindre enn ett år og utarbeidelse av pro forma tall et stadig tilbakevendende diskusjonstema.

Når det gjelder de unoterte selskapene, er utfordringene primært knyttet til en for børsen ny form for investeringsselskap. Normalt vil emisjonen skje i et "Feeder-selskap" som igjen investerer i ett eller flere Fond (organisert som allmennaksjeselskaper eller aksjeselskap). Denne organiseringen skaper utfordringer i forhold til relevant informasjon, ettersom informasjon om fondet og dets investeringer ofte vil være mer relevant enn tilsvarende informasjon om Feeder-selskapet. Videre har spørsmål knyttet til utarbeidelse av proforma tall vært gjenstand for diskusjon – både det nærmere innhold og ikke minst når det er påkrevet.

Obligasjoner

For obligasjonsutstedere har innføring av det nye prospektdirektivet medført et ikke ubetydelig strengere prospektregime enn det gamle prospektdirektivet. I en

⁹ CESR's recommendation for the consistent implementation of the European Commission's Regulation on Prospectuses n 809/2004

¹⁰ <http://www.oslobors.no/ob/vedtak>

overgangsperiode medførte dette enkelte utfordringer for markedsaktørene. Etter hvert som aktørene har fått erfaring med de nye reglene har kontrollprosessen som regel gått mer smidig, spesielt i de tilfellene hvor man emitterer flere lån av samme art. Kontrollprosessene kan imidlertid fortsatt være krevende når det gjelder nye typer lånestrukturer, nye låntakere eller låntakere som har svært kort historikk.

Innholdskravene i obligasjonsprospekter er til dels generelt angitt i Kommisjonsforordningen. Dette innebærer at vi i en rekke tilfeller har hatt diskusjoner med tilrettelegger/advokat om hvilke innholdskrav som gjelder. Spesielt gjelder dette for lån med pålydende pr obligasjon på minimum 50.000 euro. Børsens utgangspunkt har vært at vi ikke har anledning til å kreve mer informasjon enn det som klart fremgår som krav i prospektdirektivet, samtidig som vi ser at tilleggsinformasjon kan være nødvendig for at obligasjonseier skal ha tilstrekkelig informasjon til å gjøre sin investeringsbeslutning. Som regel har vi imidlertid kommet frem til en minnelig løsning.

I tilknytning til strukturerte produkter, har børsen hatt en dialog med Kredittilsynet om og på hvilken måte børsen skal forholde seg til informasjonskravene som fremkommer i Kredittilsynets Rundskriv 15/2006 Informasjon og retningslinjer ved salg av sammensatte produkter. Etter vår vurdering har spørsmålet fått sin endelige avklaring ved Kredittilsynets brev av 8. januar 2007.

4 Dispensasjoner og bruk av virkemidler

Som følge av at godkjennelsesprosessen er et samspill mellom børsen og den som utarbeider prospektet, er det sjelden behov for å benytte den myndighet og de virkemidler som børsen har i medhold av forskriften § 1 nr 9. Børsen har således ikke nedlagt forbud mot at et tilbud gjennomføres etter forskriften § 1 nr. 4 eller ilagt overtredelsesgebyr eller løpende mulkt etter forskriften §§ 4 og 5.

Børsen har en streng praktisering av dispensasjoner hva gjelder krav til innhold i prospekter, noe som er formidlet til markedsaktørene som sjelden søker om slike unntak. Det er imidlertid ofte dialog i tilknytning til hvilken type informasjon som er nødvendig, men det materialiseres sjelden i en formell dispensasjonssøknad. I løpet av 2006 har børsen ikke mottatt noen søknader om unntak fra å innta visse opplysninger i prospekt i forskriften § 1 nr. 7. Det er søkt om unntak etter bestemmelsen i forskriften § 1 nr. 1 hvor det kan gis unntak fra plikten til å utarbeide prospekt for i alt 29 sertifikatlån, men ingen aksjerelatert prospekter. Alle disse søknadene er innvilget. Sertifikater er ikke omfattet av reglene i prospektdirektivet, men er allikevel omfattet av reglene for utarbeidelse av prospekt og med tilhørende dispensasjonsadgang. I slike tilfeller benyttes lånekontrakten som et forenklet prospekt.

For prospekter som er utarbeidet på et annet språk enn norsk, har ikke børsen benyttet adgangen til å kreve at sammendraget oversettes til norsk iht. forskriften § 1 nr. 8.

Børsen har rettet kritikk mot ett børsnotert selskap – Norwegian Property ASA - for brudd på vphl. § 5-20 knyttet til selskapets annonsering av offentlig tilbud om kjøp av aksjer i selskapet. Annonsen inneholdt verken henvisning til at nærmere opplysninger ville fremkomme i et utarbeidet prospekt, eller hvor slikt prospekt kunne innhentes. Selskapet hadde kun en generell henvisning til selskapets hjemmeside som ikke var tilstrekkelig. Annonsen ga etter børsen oppfatning ensidig positiv fremstilling av selskapet, uten at negative forhold ble nevnt. Kritikkbrev ble sendt 11. desember 2006 og var ikke offentlig.

5 Frister

5.1 Aksjerelaterte prospekter

Etter vphl. § 5-8 tredje ledd skal børsen kontrollere og godkjenne et prospekt innen fem arbeidsdager etter at fullstendig prospekt er innkommet. Alternativt tilbyr børsen en smidigere prosedyre hvor det gis fortløpende tilbakemeldinger på utkast. Fristene for tilbakemelding på et prospektutkast er hhv fem og ti virkedager. Det forutsettes at utkastet er grundig gjennomarbeidet og følges av en sjekklister med henvisning til innholdskravene i kommisjonsforordningen.¹¹ Stort sett følges nevnte retningslinjer, to prospekter er imidlertid blitt ansett så uferdige ved oversendelsen at de er sendt tilbake uten kommentarer. Børsen har ikke mottatt prospekter som anses fullstendig iht. vphl. § 5-8 slik at fem dagers fristen inntreffer.

I utgangspunktet er kontroll og godkjenning av et verdipapirdokument og sammendrag som utarbeides i tilknytning til et allerede godkjent registreringsdokument underlagt de samme frister som nevnt ovenfor. Børsen tilstreber imidlertid å prioritere disse slik at kontrollen kan gjennomføres på noe kortere tid.

For prospekter som meldes til børsen fra andre lands myndigheter etter vphl. § 5-9, sendes "kvittering" med standardisert tekst til hjemlandsmyndigheten samme dag som prospekt mottas.

5.2 Obligasjonsrelaterte prospekter

De samme fristene og fremgangsmåte som gjelder aksjeprospekter gjelder tilsvarende for obligasjonsprospekter. Renteavdelingen tilstreber dog å ha en noe kortere saksbehandlingstid som følge av markedsaktørenes forventning. For enkelte typer lån (spesielt unoterte lån), mottas erfaringsmessig første utkast til prospekt kun 2-3 dager før tegningsstart. Det innebærer at kontrollprosessen normalt gjennomføres innenfor kortere frister.

For grensekryssende prospekter sendes "kvittering" med standardisert tekst til hjemlandsmyndigheten så langt mulig samme dag som prospektet mottas.

6 Kontakt med andre EU-lands tilsynsmyndigheter

Børsen møter jevnlig i CESR-Prospectus Contact Group som observatør sammen med Kredittilsynet. Drøftelser og retningslinjer fra disse møtene implementeres i børsens rutiner og saksbehandlingssystemer. Utover dette har børsen hatt både muntlig og skriftlig kontakt med Finansinspeksjonen i Sverige og med FSA i England i relasjon til enkeltsaker og tolkning av innholdskrav.

7 Avsluttende kommentarer

Etter børsens vurdering fungerer de nye prospektreglene tilfredsstillende. Dette gjelder særlig i forhold til å benytte prospekter grensekryssende innen EU/EØS, en prosess som er betydelig enklere enn etter tidligere regler. Innholdskravene er mer omfattende enn tidligere, noe som naturlig nok har medført mer arbeid for alle parter. Dette gjelder særlig for utstedere av unoterte verdipapirer som fremsetter et tilbud på over 2 500 000 euro, jf vphl. § 5-7 og for utstedere av børsnoterte obligasjoner. Dette har bl.a. medført en reduksjon i antall lån som søkes børsnotert og at låntakerne i større grad velger å notere sine lån på ABM som ikke omfattes av kravene i prospektdirektivet eller emitterer unoterte lån.

Både Finansdepartementet og Kredittilsynet har gitt uttrykk for at prospektkontrollen vil kunne overføres til Kredittilsynet i løpet av 2008. Dette til tross for at forarbeidene til endringene i verdipapirhandelloven kapittel 5 gir anvisning på en delegering av myndigheten til å kontrollere og godkjenne prospekter frem til 2012. For børsen er det viktig at det så tidlig som mulig avklares om slik førtidig overføring vil finne sted

¹¹ Se nærmere sirkulære 3/2006.

ettersom det vil ha stor betydning for børsens planlegging og organisering – særlig hva gjelder ansettelse og planlagt ressursbruk. Det bes derfor om at børsen holdes orientert og involveres i den dialog som finner sted i tilknytning til dette spørsmålet.

Det følger av forskriften § 10 at Oslo Børs sammen med den skriftlige redegjørelsen skal avgi en bekreftelse.

For året 2006 bekrefter Oslo Børs at prospektkontrollen utført av Oslo Børs er gjennomført i samsvar med lov, forskrifter og børsens interne retningslinjer og instruksjoner.

2.2 PROSPEKTREGLER

2.2.1 Rettskilder, sjekklister mv

Se www.oslobors.no/ob/prospectuses_information

2.2.2 CESR Frequently asked questions

Se <http://www.cesr-eu.org> samt lenke fra www.oslobors.no/ob/prospectuses_information

<i>Question</i>	<i>Page</i>	<i>Question Area:</i>
1	5	Information from issuers to host competent authorities
2	5	Notice
3	6	Publication of a prospectus in the host Member States
4	6	Prospectuses published on the Competent Authority's website - disclaimer
5	6	Employee share options schemes
6	7	Free offers
7	8	Incorporation by reference: languages requirements
8	8	Incorporation by reference of information contained in a former base prospectus that is no longer valid
9	9	Order of the information in the prospectus
10	9	Prospectus composed of separate documents: duplication of information
11	9	Risk factor section
12	9	Notification which third country issuers are required to make under Article 30.1 of the Directive
13	10	Nearly equivalence of Euro 1.000 (Article 2.1m)(ii) Directive)
14	10	Item 20.1 of Annex I of the Regulation
15 NEW	11	Interaction between item 20.1 of Annex I Regulation and IAS 8
16	12	Item 20.1 Annex I of the Regulation: historical financial information of issuers that have been operating in its current sphere of economic activity for less than one year
17	13	Application of the different schedules of the Regulation
18	14	Supplement to prospectuses: interim financial information
19	14	Supplement to prospectuses: profit forecast
20	14	Supplement to prospectuses: right of withdrawal
21	15	Non relevant information in relation to a published prospectus that doesn't trigger the obligation to publish a supplement
22	15	Interim financial information included in the prospectus
23	16	Profit forecasts
24	16	Way of calculation of limit of 2.500.000 EUR set in Article 1.2 h) Directive
25	17	Convertible or exchangeable securities
26	17	Exemption provided for in Article 4.2 g)
27	18	Exemptions provided for in Articles 4.1 c) and 4.2 d) Directive in case of mergers
28	18	Exemption for admission to trading provided for in Article 4.2 a) Directive
29 NEW	19	Exemptions from the obligation to publish a prospectus in Article 4 Directive as standalone exemptions
30	19	Quality of translations of passported prospectuses
31	20	Updating of the prospectus
32	21	Precautionary measures (Article 23 Directive)
33	21	Offering Programmes
34	21	Validity of prospectuses under Article 9.3 Directive
35	21	Scope of Article 1.2 j) Directive
36	21	Depository Receipts over shares: applicable annex and determination of home Member State
37	22	Total consideration in warrants
38	22	Inclusion of a summary in the prospectus on a voluntary basis
39	23	Rights issue: communication by a custodian to its clients in one member state about pre-emption rights in relation to a public offer of new shares taking place in another EEA member state
40	23	Subscription of securities by residents of a country where the public offer is not taking place
41	24	Obligation to publish a prospectus for admission of securities to trading on a regulated market (Article 3.3 Directive)
42	24	Information on taxes on the income from the securities withheld at source

43	24	Definition of Home Member State in case of base prospectuses Article 2.1 m) Directive
44	25	Responsibility statement: selling shareholders
45	25	Use of the term "prospectus"
46	26	Pro forma financial information: clarification of certain terms used in item 20.2 of Annex I and in Annex II Regulation
47	28	Pro forma financial information: illustrative examples of the application of the requirements on pro forma
48 NEW	31	Pro forma financial information in cases where several transactions have taken place
49 NEW	31	Pro forma financial information: cases where issuers have already published pro forma financial information in a previous prospectus
50	32	Pro forma financial information included in a prospectus on a voluntary basis
51 NEW	32	Retail cascade offers
52 NEW	34	Delineation between the Base Prospectus and the Final Terms (Articles 5.4 and 16.2 Directive)
53 NEW	35	Level of disclosure concerning price information (Article 8.1 Directive and item 5.3.1 of Annex III Regulation)
54 NEW	36	Disclosure of major holdings by third country issuers: interpretation of item 18.1 of Annex I Prospectus Regulation
55 NEW	37	Items 5.4.1 and 5.4.2 of Annex III Regulation: name of co-ordinator, placers, paying and depositary agents in the various countries where the offer takes place
56 NEW	37	Clarification of certain terms used in item 3.2 of Annex III Regulation: Capitalisation and indebtedness

2.3 PROSPEKTPLIKT

2.3.1 Unntak for aksjer som tilbys ansatte – regulert marked (e-post av 16.04.2007)

Henvendelse fra advokat pr. e-post 13.04.2007:

Som diskutert på telefon ber vi dere vurdere om uttrykket "regulert marked" i vphl. §§ 5-4 nr. 9 og nr. 10 vedrørende tilbud til ansatte og styremedlemmer kan omfatte aksjer i et selskap notert på New York Stock Exchange. Vi var vel igjennom en god del argumentasjon på telefon, men du får vurdere om det er nødvendig at vi utdyper dette skriftlig. Vi legger som vi snakket med da til grunn at dere vil ta opp det i møtet i CESR den 25.04. Vi håper å høre fra dere kort tid etter det møtet.

Svar fra Oslo Børs pr. e-post 16.04.2007:

Problemstillingen du reiser er hvorvidt unntaket for prospektplikt for aksjer som tilbys til ansatte i vphl. § 5-4 nr. 9 (og § 5-5 nr. 9) kommer til anvendelse dersom selskapets aksjer er notert på børs utenfor EU/EØS-området; i det aktuelle tilfellet New York Stock Exchange.

Vphl. § 5-4 nr. 9 gjør unntak fra prospektplikt for tilbud dersom (vår understrekning)

"tilbudet rettes til nåværene eller fremtidige ansatte eller styremedlemmer fra arbeidsgiveren eller fra annet selskap i samme konsern, forutsatt at vedkommende selskap har verdipapirer notert på et regulert marked og at det foreligger et dokument som inneholder opplysninger om type og antall verdipapirer samt bakgrunn og vilkår for tilbudet".

Du har vist til at det i tilknytning til denne bestemmelsen ikke er inntatt en spesifikk henvisning til ISDs definisjon av regulert marked, sml. f.eks. vphl. § 2-1 tredje ledd, og at det følgelig må kunne argumenteres for at også aksjer notert på markedsplasser som ikke er "regulert marked" i denne snevre forstand er omfattet av unntaksbestemmelsen.

Vphl. § 5-4 nr. 9 implementerer prospektdirektivet art. 4(1)(e), som lyder:

"securities offered, allotted or to be allotted to existing or former directors or employees by their employer which has securities already admitted to trading on a regulated market or by an affiliated undertaking, provided that ..."

Regulert marked er i direktivet art. 2(1)(j) definert ved henvisning til definisjonen i ISD art. 1(13). Markeds plasser etablert utenfor EU/EØS er klart nok ikke omfattet av denne definisjonen, og heller ikke av den nye definisjonen i MIFID art. 4(1)(14).

Børsen kan ikke se at det verken i verdipapirhandellovens ordlyd eller forarbeider foreligger holdepunkter for at "regulert marked" er ment å bety noe annet i vphl. § 5-4 nr. 9 enn ved bruk av den tilsvarende term i prospektdirektivet art. 4(1)(e). Tvert om fremkommer det av Høringsnotatet av 1. juni 2004 s. 49 at verdipapirhandellovens unntak "må omformes i samsvar med direktivets unntak". Prospektdirektivets bestemmelse antas også å være en tungtveiende rettskildefaktor ved fortolkningen av den norske lovbestemmelsen.

Etter direktivbestemmelsens ordlyd er det i tråd med det ovennevnte ikke grunnlag for å gi unntaket for ansatteaksjer anvendelse i tilfeller der aksjene er notert på børs eller regulert markeds plass utenfor EU/EØS. Denne forståelsen er også uttrykkelig lagt til grunn av European Securities Committee i Working document ESC/67/2006, med henvisning nettopp til selskaper med aksjer notert på NYSE eller Nadsdaq. Kommisjonen synes å ha mottatt en rekke henvendelser vedrørende dette spørsmålet, og det er mulig at det vil bli igangsatt et arbeid for å endre direktivets bestemmelse eller innført særskilte regler for ansatteaksjeprogrammer. Det vil på denne bakgrunn ikke ha noen hensikt å forelegge spørsmålet for CESR Prospectus Contact Group på dette stadium.

I påvente av endringer som nevnt antar Oslo Børs at unntaket i vphl. § 5-4 nr. 9 omfatter kun aksjer i selskaper med verdipapirer notert på regulert marked som definert i prospektdirektivet art. 2(1)(j).

2.3.2 Ansattes aksjetegning – forståelsen av (Vphl 1997 § 5-5 nr. 9) Vphl 2007 § 7-5 nr. 9 (e-post av 01.11.2007)

Den forelagte problemstilling er slik vi forstår det om ansattes utøvelse av ikke-omsettelige opsjoner tildelt av arbeidsgiverforetaket til å erverve aksjer i arbeidsgiverforetaket utløser prospektplikt når de aktuelle aksjer tas opp til notering, jf. vphl. § 7-3, eller om unntaket i vphl. § 7-5 nr. 9 kommer til anvendelse. Det legges til grunn at den aktuelle aksjeklasse er tatt opp til notering på regulert marked.

For ordens skyld påpekes at siden opsjonene er ikke-omsettelige, er unntaket for "aksjer som utstedes ved bruk av rettigheter som nevnt i § 2-2 annet ledd nr. 3", jf. vphl. § 7-5 nr. 10, ikke anvendelig, jf. CESRs FAQ av september 2007 s. 25.

Du påpeker at vphl. § 7-5 nr. 9 etter ordlyden kun unntar "opptak til notering som gjelder verdipapirer som tilbys nåværende eller tidligere ansatte eller styremedlemmer", mens prospektdirektivet art. 4(2)(f) omfatter "securities offered, allotted or to be allotted to existing or former directors or employees...". Som du nevner, fremkommer det ikke av lovens forarbeider at det er tilsiktet å fravike direktivet innholdsmessig på dette punkt. Tvert om foreslår arbeidsgruppen iht. Høringsnotatet s. 55 "et unntak i samsvar med direktivet ved slike tilbud". Departementet sluttet seg til arbeidsgruppens forslag, jf. Ot. prp. nr. 69 (2004-2005) s. 45.

Oslo Børs antar på denne bakgrunn at unntaket i vphl § 7-5 nr. 9 kommer til anvendelse for tilfeller som nevnt.

2.3.3 Sparebanken Midt-Norge – Spørsmål om prospektplikt og likebehandling ved utdeling av grunnfondsbevis som utbytte (brev av 25.01.2007)

1 Innledning

Vi viser til telefonsamtaler og e-poster mottatt 24. januar 2007, herunder notat vedrørende planlagt utbytteutdeling i Sparebanken Midt-Norge.

Oslo Børs er anmodet om å vurdere to spørsmål om henholdsvis prospektplikt og likebehandling i forbindelse med en ovennevnte.

2 Prospektplikt

Det spørsmål som er reist, er hvorvidt utstedelse av nye grunnfondsbevis som utbytte i Sparebanken Midt-Norge utløser prospektplikt. Sparebanken Midt-Norge er notert på Oslo Børs. Følgende modell er skissert:

Sparebanken Midt-Norge har planlagt å vedta utdeling av utbytte for 2006. I denne forbindelse ønsker banken å tilby sine grunnfondsbevisiere som et alternativ til kontantutbetaling å bli tildelt grunnfondsbevis for et beløp som helt eller delvis tilsvare verdien av den enkeltes andel av utbyttet. Selskapsrettslig tenkes dette gjennomført ved at det i bankens forstanderskap vedtas en rettet emisjon mot bankens grunnfondsbevisiere som kun kan gjøres opp ved motregning i opptjent og vedtatt, men ikke utbetalt utbytte. Grunnfondsbevisierene får således en mulighet til å velge mellom å motta utbyttet kontant, eller å motta dette – helt eller delvis – ved oppgjør i nye grunnfondsbevis.

Det legges til grunn at de aktuelle grunnfondsbevisutstedelser som utgangspunkt utløser prospektplikt som offentlig tilbud etter verdipapirhandelloven § 5-2 og/eller opptak til notering etter verdipapirhandelloven § 5-3.

Spørsmålet blir hvorvidt unntaksbestemmelsene for vederlagsfri aksjer til eksisterende aksejeeiere kommer til anvendelse. Verdipapirhandelloven § 5-4 nr. 7 fastsetter unntak fra prospektplikten etter verdipapirhandelloven § 5-2 der

"tilbudet gjelder aksjer som tilbys vederlagsfritt til eksisterende aksjeeiere, forutsatt at det foreligger et dokument med opplysninger om aksjeklasse, antall aksjer samt bakgrunn og vilkår for tilbudet".

I verdipapirhandelloven § 5-5 nr. 8 er det oppstilt et tilsvarende unntak fra prospektplikten etter verdipapirhandelloven § 5-3, forutsatt at de aksjer som tilbys er i samme klasse som de allerede noterte aksjer.

Etter ordlyden er unntaket begrenset til "aksjer". Grunnfondsbevis er verdipapirer som "kan sidestilles med aksjer", og således omfattet av både kategorien "omsettelige verdipapirer" og "aksjerelaterte verdipapirer", jf. verdipapirhandelloven § 1-2 tredje ledd nr. 1 og § 5-1 nr. 1. Men grunnfondsbevis er ikke "aksjer" i aksje- eller verdipapirlovgivningens forstand. Spørsmålet om virkeområdet for dette unntaket (og øvrige unntak som er gitt anvendelse på "aksjer") kan ikke sees å være drøftet i lovens forarbeider. Det fremkommer heller ikke av prospektdirektivet eller tilhørende kilder hvilke instrumenter som omfattes av "shares", eller om unntaket også kommer til anvendelse for "other transferable securities equivalent to shares", jf. prospektdirektivet art. 2(1)(b). Sett hen til den likhet i regulering av aksjer og grunnfondsbevis som etableres ved grunnfondsbevisforskriften (forskrift 7. februar 2001 nr. 108) antar Oslo Børs at de unntak fra prospektplikt som oppstilles for aksjer kommer tilsvarende til anvendelse for grunnfondsbevis.

De nevnte unntaksbestemmelsene regulerer ikke spesifikt situasjonen der aksjer utdeles som utbytte. Spørsmålet om unntakshjemmelen i verdipapirhandeloven § 5-4 nr. 7 er anvendelig i slike situasjoner ble imidlertid drøftet av arbeidsgruppen nedsatt i forbindelse med implementeringen av prospektdirektivet, jf. Høringsnotatet s. 49:

"Når det gjelder tildeling av utbytteaksjer, legger arbeidsgruppen til grunn at et unntak i samsvar med direktivet bare vil gjelde der generalforsamlingen beslutter å utbetale utbytte utelukkende i form av aksjer. Dersom aksjeeierne kan velge mellom aksjer og kontanter som utbytte, må tilbudet om aksjer ses som et ordinært tilbud om tegning med oppgjør i kontanter. Dette bør etter arbeidsgruppens syn gjelde uavhengig av om selskapet utsteder nye aksjer eller benytter "egne" aksjer som utbytteaksjer."

Spørsmålet ble ikke nærmere drøftet for den tilsvarende unntaksbestemmelse i verdipapirhandeloven § 5-5 nr. 8, og kan ikke sees å være særskilt omtalt i Ot. prp. nr. 69 (2004-2005).

Unntaksbestemmelsen i verdipapirhandeloven § 5-4 nr. 7 innebærer implementering av prospektdirektivet art 4(1)(d) som lyder:

"shares offered, allotted to or to be allotted free of charge to existing shareholders, and dividends paid out in the form of shares of the same class as the shares in respect of which such dividends are paid, provided that a document is made available containing information on the number and nature of the shares and the reasons for and details of the offer."

Tilsvarende implementerer verdipapirhandeloven § 5-5 nr. 8 bestemmelsen i prospektdirektivet art. 4(2)(e), som har en likelydende ordlyd, kun med den tilleggsforutsetning at de aktuelle aksjer er i samme klasse som de allerede noterte aksjer.

Direktivbestemmelsen gir etter ordlyden unntak fra prospektplikt både i de situasjoner der aksjer tilbys vederlagsfritt til eksisterende aksjeeiere, og der selskapet utdeler som utbytte aksjer i den aksjeklassen utbyttet relaterer til.

Alternativet for utbytteaksjer synes å være utelatt i de norske unntaksbestemmelsene. Alternativet er etter direktivets ordlyd ikke knyttet til noe vilkår om vederlagsfrihet. Forutsetningen i Høringsnotatet om at unntaket fra prospektplikt ikke kommer til anvendelse på tildeling av utbytteaksjer dersom aksjonærene kan velge et kontantalternativ, synes således ikke å ha noe grunnlag i prospektdirektivet. I tråd med dette uttales følgende i vedlegg til børssirkulære 9/2005 pkt. 4.1.5:

"Direktivet art. 4(1)(d) gjør også uttrykkelig unntak for "dividends paid out in the form of shares of the same class as the shares in respect of which such dividends are paid". Det er således usikkert om det er adgang til å kreve prospekt ved utdelinger av aksjer som utbytte, selv om aksjonærene får tilbud om et kontantalternativ."

Den rettsoppfatning som ble lagt til grunn i Høringsnotatet synes å samsvare med forståelsen av de prospektregler som gjaldt forut for implementeringen av prospektdirektivet. Disse reglene var utformet på bakgrunn av det tidligere prospektdirektiv (Rdir 98/298/EØF), som ikke hadde noe særskilt unntak for aksjer utdelt som utbytte, men som i art. 2(2)(f) kun gjorde unntak fra prospektplikt for

"shares allotted free of charge to the holders of shares".

En forståelse om at de nevnte bestemmer fra prospektdirektivet skal tas på ordet, også slik at tilfeller der aksjonærene gis rett til å velge mellom utbytteaksjer og

kontantutbytte er unntatt fra prospektplikt, har støtte i referatet fra 4th Informal Meeting on Prospectus Transposition s. 3 (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/summary-note-050308_en.pdf):

"Cases where the issuer gives its shareholders an option to reinvest dividends in the form of shares instead of receiving cash would fall under the exemptions in Article 4(1)(d) and 4(2)(e)."

Oslo Børs legger etter dette til grunn at prospektdirektivet må forstås slik at det fastsetter unntak fra prospektplikt for tildeling av utbytteaksjer, uavhengig av om aksjonærene får rett til å velge et kontantalternativ.

Prospektdirektivet er et fullharmoniseringsdirektiv, der medlemsstatene som utgangspunkt ikke har adgang til å stille hverken strengere eller lempeligere krav i nasjonal rett enn det som følger av direktivet. Oslo Børs antar således at norske myndigheter ikke har adgang til kreve prospekt i tilfeller som nevnt. Børsen legger videre til grunn at verdipapirhandellovens bestemmelser er fastsatt med den målsetting å implementere prospektdirektivet, og at prospektdirektivet vil være en tungtveiende rettskildefaktor ved fortolkningen av de norske lovbestemmelsene. På denne bakgrunn antar Oslo Børs at det ikke vil utløses prospektplikt i en situasjon som beskrevet, forutsatt at det utarbeides et dokument som nevnt i verdipapirhandelloven § 5-4 nr. 7/§ 5-5 nr. 8, jf. CESR-anbefalingen kapittel III punkt 3 og vedlegg til sirkulære 9/2005 punkt 4.1.5. Plikt til offentliggjøring av slikt dokument er omtalt i sirkulære 3/2006 punkt 5.

3 Likebehandling

Videre er det stilt spørsmål ved om modellen er akseptabel under hensyn til likebehandlingsprinsippet i børsforskriften § 23-8. Bakgrunnen for spørsmålet er at den enkelte grunnfondsbevisiere må eie et visst antall grunnfondsbevis for å få rett til å tegne ett nytt. Dersom man eier færre enn det aktuelle antall, vil man få kontantutbytte og ikke tilbud om alternativt å tegne et nytt grunnfondsbevis. Tilsvarende vil den som eier et antall grunnfondsbevis som ikke er delelig med minimumsantallet, få kontantutbytte for det overskytende antall grunnfondsbevis.

En løsning som beskrevet vil innebære en viss forskjellsbehandling mellom bankens grunnfondsbevisiere. Det er opplyst at Sparebanken Midt-Norge ikke eier egne grunnfondsbevis, og således ikke kan tildele slike til grunnfondsbevisiere for å avhjelpe problemet. I det mottatte notat fremkommer følgende vurdering:

"Dette innebærer objektivt sett en viss forskjellsbehandling av grunnfondsbevisiere. Det legges til grunn at denne forskjellsbehandlingen er saklig. Grunnen til dette er at det dreier seg om kun om ett bevis for den enkelte, at den enkelte kan løse dette denne situasjonen ved å erverve i markedet det nødvendige antall grunnfondsbevis for å få tegningrett for alle sine grunnfondsbevis, samt at en ordning som eliminerte denne forskjellsbehandlingen ville være tungvint og kostbar for banken."

Oslo Børs finner ikke grunnlag for å overprøve denne vurderingen.

2.3.4 Fisjonfusjon – prospektplikt (e-post av 16.01.2007)

Vi er anmodet om å vurdere hvorvidt en planlagt fisjonfusjon med simultan trekantfusjon utløser prospektplikt etter verdipapirhandelloven § 5-2 og/eller 5-3. Vi forstår det slik at den transaksjon som skal gjennomføres består av følgende ledd:

1) Børsnotert selskap ASA fisjonerer ut aktiva til Newco AS, som er et tomt selskap. Aksjonærene i Børsnotert selskap ASA får vederlagsaksjer i Newco AS i samme forhold som de eier aksjer i Børsnotert selskap ASA.

2) Simultant med gjennomføringen av 1), fusjoneres Newco AS med Børsnotert selskap ASAs heleide datterselskap Datter AS, mot utstedelse av vederlagsaksjer i Børsnotert selskap ASA.

Den samlede effekten av 1) og 2) blir at de aktuelle aktiva flyttes fra Børsnotert selskap ASA til Datter AS mot utstedelse av noen nye aksjer i Børsnotert selskap ASA til selskapets aksjonærer i samme forhold som de eide aksjer forut for transaksjonen. For disse aksjene yter aksjonærene ikke noe vederlag dersom transaksjonen sees samlet. Det skjer ingen endringer i eierforholdene som følge av transaksjonen.

En fisjon og fusjon som beskrevet er ikke prospektpliktige tilbud i verdipapirhandelens og prospektdirektivets forstand, og prospektplikt utløses følgelig ikke etter verdipapirhandelloven § 5-2, jf. vedlegg til sirkulære 9/2005 punkt 3.2.

Transaksjonen innebærer at Newco AS innfusjoneres i Datter AS simultant med fisjonen, og opptak av aksjene i Newco AS til notering på grunnlag av børsforskriften § 2-7 og opptaksreglene punkt 3 er følgelig ikke aktuelt. Dermed innebærer ledd 1) i transaksjonen ingen utstedelse av aksjer i notert selskap, og utløser følgelig ikke prospektplikt etter verdipapirhandelloven § 5-3. Ledd 2) i transaksjonen innebærer derimot utstedelse av nye aksjer i Børsnotert selskap ASA som vederlag for aksjene i Newco AS, og utløser således isolert sett prospektplikt etter verdipapirhandelloven § 5-3. Som følge av unntaksregelen for fusjon i verdipapirhandelloven § 5-5 nr. 5, vil dette i tilfelle innebære en plikt til å utarbeide et såkalt "tilsvarende dokument" (med mindre andre unntaksregler skulle være aktuelle).

Spørsmålet er imidlertid om transaksjonens ledd 1) og 2) må sees samlet ved vurderingen av spørsmålet om prospektplikt, ettersom de gjennomføres simultant og utgjør en integrert del av en felles transaksjon, med den mulige følge at unntaket for vederlagsfri tilbud til eksisterende aksjonærer i verdipapirhandelloven § 5-5 nr. 8 kommer til anvendelse.

Flere momenter synes å tale for en slik samlet vurdering av den beskrevne transaksjon. Transaksjonens ledd gjennomføres samtidig og må antas å være gjensidig avhengig av hverandre. Oppdelingen i to ledd har bakgrunn i den selskapsrettslige modell som er valgt. Valget av modell skjedde etter det opplyste ut fra et ønske om å gjennomføre transaksjonen til skattemessig kontinuitet. Det synes ikke nærliggende å anta at omgåelse av prospektregler har vært motiverende for valg av transaksjonsmodell, og det forutsettes at slik omgåelseshensikt ikke foreligger.

Etter en konkret vurdering antar Oslo Børs på denne bakgrunn at det riktige er å se transaksjonen under ett ved vurderingen av spørsmålet om prospektplikt. Spørsmålet blir dermed om unntaket for vederlagsfri aksjer til eksisterende aksjonærer i verdipapirhandelloven § 5-5 nr. 8 kommer til anvendelse. Unntaket omfatter

"aksjer i samme klasse som allerede noterte aksjer, når aksjene tilbys vederlagsfritt til eksisterende aksjeeiere, forutsatt at det foreligger et dokument med opplysninger om aksjeklasse, antall aksjer samt bakgrunn og vilkår for tilbudet".

Den korresponderende unntaksbestemmelse i prospektdirektivet benytter uttrykket "free of charge", jf. direktivet art 4(2)(e). Den nærmere forståelse av dette kan ikke sees å være omtalt i kildematerialet om fortolkningen av prospektdirektivet. I verdipapirhandellovens forarbeider er det ved omtalen av det tilsvarende unntak for tilbud (verdipapirhandelloven § 5-4 nr. 7) antatt at vederlagsfrihet for norske

aksjeselskaper foreligger ved utdeling av utbytte og fondsemisjon, jf. Høringsnotatet s. 48-49. Synspunktene er ikke gjentatt ved omtalen av unntaket i verdipapirhandelloven § 5-5 nr. 8, jf. Høringsnotatet s. 54, men må antas å ha tilsvarende relevans.

I den beskrevne transaksjon yter aksjonærene ikke noe vederlag, men får tildelt delt ytterligere aksjer i den noterte aksjeklasse som følge av at aktiva flyttes fra Børsnotert selskap ASA til heleid Datter AS. Oslo Børs antar at dette tilfredsstillende kravene til vederlagsfrihet i verdipapirhandelloven § 5-5 nr. 8.

Samlet sett antar børsen således at en transaksjon som beskrevet ikke utløser prospektplikt, men at det må utarbeides et dokument som nevnt i verdipapirhandelloven § 5-5 nr. 8, jf. CESR-anbefalingen kapittel III punkt 3 og vedlegg til sirkulære 9/2005 punkt 4.1.5. Plikt til offentliggjøring av slikt dokument er omtalt i sirkulære 3/2006 punkt 5.

2.3.5 Spørsmål om valutasingninger ved beregning av unntaket for prospektplikt på 50.000 Euro (e-post av 26.10.2007)

Henvendelse pr. e-post 25.10.2007

Valutakursen NOK/EUR kan svinge og jeg har et spørsmål om hvordan dette skal håndteres i forhold til beregningen av unntaket for prospektplikt på 50.000 Euro. Av hensyn til forutberegnelighet vil jeg anta at det må måles når et selskap går ut med et tilbud mao, første dag i tilbudsperioden. Dette selv om EUR kursen skulle stige i tilbudsperioden. Eksempel: EUR/NOK kursen er nå ca. 7,74. 50.000 Euro blir da ca. 387.000. Dersom minstebestilling er NOK 400.000 er dette over 50.000 Euro. Dersom Eurokursen i tilbudsperioden overstiger NOK 8 blir imidlertid 50.000 Euro mer enn en NOK 400.000. Vi hører gjerne fra dere om dette da det er viktig å vite om man kan forholde seg til første dag i tilbudsperioden eller om det må legges inn en margin slik at tilbudet må være over 50.000 Euro i hele tilbudsperioden

Svar fra Oslo Børs pr. e-post 26.10.2007

Ved anvendelsen av unntaket fra prospektplikt for tilbud som gjelder verdipapirer "som legges ut i enkelstørrelser med pålydende eller krav på vederlag på minst 50 000 euro", jf. vphl. § 5-4 nr. 10, antas det avgjørende å være om minstebestillingen i NOK tilsvarer minst EUR 50.000 på det tidspunkt tilbudet fremsettes. Vurderingen antas således å være tilsvarende som for beregningen av om tilbudet samlet sett overstiger EUR 2.500.000, jf. Vedtak og uttalelser 2006 s. 16, og samsvarer for øvrig med fortolkningen under tidligere prospektregler, jf. Bechmann, Bergo m.fl., Verdipapirhandelloven kommentarutgave s. 438.

2.3.6 Prospektpliktsunntak – rullerende 10 % i 12 måneder (e-post av 29.06.2007)

1) Med uttrykket "notering foretas", menes det tidspunkt handelen med de aktuelle aksjer starter på det regulerte markedet. Nevner for ordens skyld at reglene om frist for offentliggjøring av tilsvarende dokument mv er omtalt i børs-sirkulære 3/2006 pkt. 5.

2) Børsen forstår unntaksregelen i vphl. § 5-5 nr. 1 slik at man ved beregning av om tiprosentgrensen er overskredet skal summere antall nyutstedte aksjer over en rullerende tolv månedersperiode, jf. prospektdirektivet art. 4(2)(a). Kun kapitalforhøyelser som er prospektpliktige etter vphl. § 5-3 og ikke omfattet av et annet unntak etter § 5-5 skal regnes med, jf. vedlegg til børs-sirkulære 9/2005 pkt. 3.3. Beregningen skal skje fra noteringstidspunktet og "bakover" i tid, jf. Vedtak og uttalelser 2006 s. 11. Dette innebærer at man på tidspunkt for opptak til notering av de 5,5

prosent må summere med evt. andre kapitalforhøyelser foretatt siste tolv måneder for å ta stilling til om tiprosentgrensen er overskredet. Samme øvelse må gjøres ved opptak til notering av de 6 prosent. Selskaper notert på Oslo Børs har ikke adgang til å "utsette" notering av aksjer i påvente av utløp av tolv månedersperioden for en tidligere kapitalforhøyelse, jf. Vedtak og uttalelser 2006 s. 11.

2.3.7 Beregning av 10 %-unntaket (e-post av 07.08.2007)

Aksjer utstedt i en notert aksjeklasse ved bruk av opsjoner inngår i beregningen av 10-prosentgrensen medmindre opsjonene er å anse som omsettelige verdipapirer, jf. vphl. § 5-5 første ledd nr. 10. Et sentralt kriterium ved avgjørelsen av om opsjonene er omsettelige verdipapirer er nettopp om de kan omsettes, jf. vphl. § 1-2 tredje ledd nr. 3. Eksempelvis er ansatteopsjoner typisk ikke omsettelige verdipapirer.

Det bekreftes at et informasjonsdokument utarbeidet etter løpende forpliktelser pkt. 3.5 kan benyttes som "tilsvarende dokument". Forutsetningen er at informasjonsdokumentet dekker den prospektpliktige transaksjon, herunder utstedelsen/noteringen av vederlagsaksjene.

Utstedelse av aksjer som er omfattet av et av unntakene fra prospektplikt nevnt i vphl. § 5-5 nr. 2-11 antas ikke å skulle regnes med ved beregningen av 10-prosentgrensen, jf. vedlegg til børssirkulære 9/2005 pkt. 3.3 fjerde avsnitt. Dette innebærer blant annet at vederlagsaksjer dekket av et "tilsvarende dokument" ikke regnes med.

2.3.8 Prospektplikt av konvertering av lån til aksjer (notat av 26.06.2007)

1 Innledning

Det vise til notat av 26. juni 2007 hvor det reises spørsmål ved om konvertering av lån utløser prospektplikt.

Scan Subsea ble notert på Oslo Børs 21. juni 2007 og består av virksomhet utfisjonert fra Blom ASA. I forbindelse med utfisjoneringsen ble det etablert en fisjonsfordring på NOK 92 500 000. Så vidt opplyst er dette ikke et obligasjonslån, men en alminnelig fordring som ikke er omsettelig. Lånet ble 21. juni konvertert til aksjer i Scan Subsea, og utgjør en økning av aksjekapitalen på mer enn 10%.

Spørsmålet er reist om konverteringen utløser prospektplikt.

2 Rettslig utgangspunkt

Prospektplikt ved kapitalforhøyelser i børsnoterte selskaper følger av verdipapirhandelloven (vphl.) § 5-3. Etter vphl. § 5-5 nr. 10 kommer imidlertid vphl. §5-3 ikke til anvendelse ved opptak til notering på:

"aksjer som utstedes ved bruk av rettigheter som nevnt i § 1-2 tredje ledd nr. 3, der aksjer i samme klasse er notert på samme regulert marked."

Med rettigheter som følger av vphl § 1-2 tredje ledd nr. 3 menes:

"alle andre verdipapirer som normalt omsettes og som gir rett til å erverve ethvert slikt omsettelig verdipapir ved tegning eller ombytting, eller som gir rett til et kontantoppgjør".

Unntaket i vphl. 5-5 nr. 10 fra å utarbeide prospekter ved opptak til notering, er en implementering av tilsvarende bestemmelse i prospektdirektivet 2003/71 art 4.2 (g).

Så vidt opplyst er det ikke andre unntak som kan være aktuelle i dette konkrete tilfellet.

3 Utløser konverteringen prospektplikt

For at kapitalforhøyelsen i Scan Subsea skal være unntatt prospektplikt, må lånet som konverteringsretten er knyttet til anses som et "verdipapir som normalt omsettes". I forarbeidene knyttet til endringene i vphl. kap. 5 (Ot. prp. nr. 69 s. 15-22) er kravet til omsettelighet for omsettelige verdipapirer iht. vphl. § 1-2 tredje ledd drøftet nærmere. Det fremkommer klart at omsettelighet er en forutsetning for å omfattes av definisjonen. Tilsvarende er spørsmål er tatt opp i CESR (sammenslutning av europeiske Kredittilsynsmyndigheter), hvor problemstillingen og konklusjonen var som følger:

"Does the exemption provided for in article 4.2 g) of the Directive includes cases where non-transferable securities are converted into shares?"

CESR considers that the exemption in article 4.2 g) of the Directive does not apply to cases of non-transferable securities converted into shares. The Prospectus Directive specifically defines "securities" as "transferable securities" and does not give room to consider that article 4.2 g) applies to the conversion of non-transferable securities (especially taking into consideration that this relates to an exemption of publishing a prospectus)¹²

Så vidt opplyst er ikke lånet som oppstod i forbindelse med fisjonen av en slik art at det kan anses omsettelig. Det er heller ikke opplyst om andre forhold som skulle tilsi at det konvertible lånet omfattes av vphl. § 1-2 tredje ledd nr. 3.

Lånet fra Blom ASA til Scan Subsea er ikke omsettelig, og konverteringen av lån til aksjer i Scan Subsea er derfor ikke gjort ved "bruk av rettigheter som nevnt i § 1-2 tredje ledd nr. 3". Ettersom kapitalforhøyelsen utgjør mer enn 10% av eksisterende aksjekapital i Scan Subsea (jfr unntaket i vphl. § 5-5 nr. 1), medfører kapitalforhøyelsen plikt for selskapet til å utarbeide prospekt i samsvar med hovedregelen i vphl. § 5-3.

Børsen er inneforstått med at det, samme dag som konvertering fant sted, ble offentliggjort et noteringsprospekt for Scan Subsea. Dette prospektet omfattet imidlertid ikke de nye aksjene og vi kan derfor ikke se at prospektplikten kan anses oppfylt ved dette prospektet. Det må imidlertid antas at mye av den informasjonen som fremkommer i noteringsprospektet kan gjenbrukes.

2.3.9 Tilleggsprospekt ved endring av pris (intern note)

[Selskapx] gjør en transaksjon med bookbuilding, men uten at det pr. prospekttidspunktet er fastsatt et prisintervall.

Dersom "fremgangsmåten for prisfastsettelsen" ikke fremkommer av prospektet, kan aksept av tilbudet tilbakekalles innen to dager etter at endelig pris er registrert hos prospektmyndigheten, jf. vphl. § 5-21 første ledd. Vi tok ikke stilling til om bookbuilding uten prisintervall innebærer at denne bestemmelsen kommer til anvendelse, men inntok det generelle standpunkt at prisintervallet under enhver omstendighet må fremkomme av prospektet eller av et tilleggsprospekt. Effekten blir dermed langt på vei den samme - investorene får en todagers frist til å trekke tegningen sin etter at intervallet er offentliggjort.

¹² Spørsmålet og svar er inntatt i "Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members Updated version February 2007" pkt. 23 som er tilgjengelig på <http://www.cesr.eu/index.php?page=groups&mac=0&id=40>

Standpunktet tilsvarer det tyske BaFIN opplyser å ha inntatt (CESR-undersøkelse initiert av belgiske myndigheter knyttet til fortolkningen av PD art 8). Til orientering nevnes at FSA opplyste samme sted at de krever tilleggsprospekt dersom prisen blir fastsatt utenfor opplyst prisintervall.

Vi la også til grunn at anslått dato for offentliggjøring av tilleggsprospekt med prisintervall må opplyses i prospektet.

2.4 PROSPEKTERS INNHOLD OG FORM

2.4.1 Wega Mining ASA – Forhandlinger om kjøp av selskap proformatall (brev av 16.03.2007)

1 Innledning

Det vises til korrespondanse vedrørende ovennevnte, sist Deres brev av 15. mars 2007.

Wega Mining ASA ("Wega") har igangsatt en prosess med sikte på opptak til notering av selskapets aksjer på Oslo Axess. Selskapet planlegger etter det opplyste å sende en søknad til behandling i børsstyremøte 25. april 2007.

Det opplyses i ovennevnte notat at Wega nå er i forhandlinger med et canadisk børsnotert selskap ("Målselskapet") om en mulig investering i dette. En fremforhandlet avtale skal etter det opplyste signeres i nær fremtid, med eller uten styreforbehold. Avtalen vil bli undertegnet før søknad om opptak til notering på Oslo Axess sendes, men det er mulig at styreforbeholdet vil bli løftet etter dette tidspunkt.

Avtalen består av to investeringer som vil bringe Wega opp i en samlet eierandel i Målselskapet på 34,4 prosent. Etter gjennomføring av andre investering, vil Wega bli tildelt tegningsretter i to deler, med rett til å tegne seg for et antall aksjer som kan bringe den samlede eierandel i Målselskapet opp i totalt 51 prosent innen mai 2008.

Gjennomføring av andre investering er betinget av en finansiell, juridisk og kommersiell due diligence av Målselskapet med "fullt ut tilfredsstillende resultat", noe som gir Wega "en diskresjonær adgang til å bringe Avtalen til opphør". Due diligence vil etter avtalen foregå i en periode på 45 dager fra signering av avtalen, og vil således etter det børsen forstår trolig være avsluttet primo mai 2007, muligens etter den planlagte første noteringsdag.

Dersom det blir fremsatt et bedre tilbud fra en tredjepart, kan Målselskapet bringe avtalen til opphør mot å betale CAD 500.000 til Wega.

2 Betydningen for selskapets noteringsprosess

Oslo Børs har generelt antatt at dersom et selskap som søker opptak til notering er i en prosess knyttet til erverv av vesentlig eiendeler eller virksomhet, men uten at endelig avtale er inngått, vil dette måtte informere Oslo Børs om forholdet i forbindelse med søknaden. Selskapet må videre offentliggjøre informasjon om ervervet i prospektet. Dersom selskapet ikke ønsker å offentliggjøre informasjon som nevnt før endelig avtale er inngått, vil det normalt være nødvendig å utsette søknaden inntil forholdet er avklart. En slik uavklart prosess vil skape usikkerhet med hensyn på hvilket selskap det faktisk er som tas opp til notering. I utgangspunktet må slik usikkerhet elimineres før børsstyret tar stilling til opptakssøknad.

Målselskapets markedsverdi er anslått til NOK 50 millioner før Wegas investeringer, mens Wega etter det opplyste er verdsatt til NOK 900 millioner. Målselskapet driver dessuten

virksomhet innen samme bransje som Wega, og ervervet innebærer således ikke at Wega utvider sitt virksomhetsområde. Basert på opplysningene i notatet, synes den beskrevne usikkerhet mht. om avtalen vil bli gjennomført således ikke å måtte medføre en utsettelse av behandlingen av søknaden.

3 Informasjonskrav i prospekt: Pro forma informasjon

I notatet stiller Wega spørsmålet om det må inntas pro forma informasjon om ervervet i det prospekt selskapet skal utarbeide i forbindelse med noteringen.

Prospektet skal etter planen offentliggjøres i forkant av en tegningsperiode i april, eventuelt forut for første noteringsdag tidlig i mai, og det legges til grunn at den beskrevne due diligence gjennomgåelsen ikke vil være avsluttet på prospekttidspunktet. For ordens skyld presiseres at dersom due diligence gjennomgåelsen skulle bli avsluttet før første noteringsdag med den følge at avtalen anses som endelig inngått, vil det som utgangspunkt kreves pro forma informasjon i prospektet, evt. i tilleggsprospekt, i samsvar med de nedenfor beskrevne prinsipper.

Wegas investering utgjør NOK 50 millioner, og det anses ikke tvilsomt at ervervet vil medføre en endring på mer enn 25 prosent i Wegas totalbalanse, som før ervervet utgjør NOK 132 millioner. Ervervet vil således innebære en "significant gross change", jf. Kommisjonsforordning (EF) nr. 809/2004 ("prospektforordningen") vedlegg I pkt. 20.2, fortalen punkt 9 og CESR/05-054b del II kap. 6, og utløser således krav om pro forma informasjon i prospekt.

Spørsmålet er om ervervet på prospekttidspunktet har nådd et stadium som innebærer at det foreligger en "significant gross change". Det har vært drøftet på EU-nivå om dette kriteriet forutsetter en *gjennomført* avtale, eller om *bindende* avtale er tilstrekkelig, men uten klare konklusjoner. Prospektmyndighetene i sentrale EU-stater – blant disse det britiske FSA – har imidlertid åpnet for å kreve pro forma informasjon allerede på avtaletidspunktet.

Oslo Børs har antatt at inngåelse av avtale i prinsippet kan innebære en "significant gross change". Dette utgangspunktet reiser imidlertid noen tolkningsspørsmål, blant annet hva som representerer en endelig avtale.

Ved Kommisjonsforordning (EF) nr. 211/2007 av 27. februar 2007 ble det gjort en endring i prospektforordningen for å klargjøre blant annet dette spørsmålet. Endringsforordningen har trådt i kraft i EU, men er ennå ikke inntatt i EØS-avtale.

Endringen innebærer blant annet at kravet til pro forma informasjon i prospekt på visse vilkår gjøres gjeldende også for tilfeller der selskapet har påtatt seg en "significant financial commitment". Av forordningens fortale punkt 7 fremkommer følgende (våre understrekinger):

"An issuer should be treated as having made a significant financial commitment where it has entered into a binding agreement to acquire or dispose of a significant entity or business, which is not yet completed at the date of the approval of the prospectus. It is appropriate that such cases should be subject to the same information requirements as apply where the issuer has already completed an acquisition or disposal, provided that the agreed transaction, on completion, would give rise to a significant gross change in the assets and liabilities and earnings of the issuer."

Utgangspunktet er således at informasjonskravene er de samme uavhengig av om transaksjonen er gjennomført eller kun avtalt.

Hva som utgjør en "significant financial commitment" er nærmere angitt i ny art. 4a(5) (vår understrekning):

"... the issuer shall be treated as having made a significant financial commitment if it has entered into a binding agreement to undertake a transaction which, on completion, is likely to give rise to a significant gross change.

In this context, the fact that an agreement makes completion of the transaction subject to conditions, including approval by a regulatory authority, shall not prevent that agreement from being treated as binding if it is reasonably certain that those conditions will be fulfilled."

Dersom det anses å foreligge en bindende avtale, vil det bli krevet pro forma informasjon etter en avveining mellom selskapets utfordringer med å fremskaffe informasjonen og markedets behov for denne.

Endringen av prospektforordningen innebærer på dette punkt etter børsens oppfatning en kodifisering og klargjøring av tolkningspraksis knyttet til kriteriene for pro forma informasjon i prospekt.

Av notater utarbeidet i forbindelse med forberedelsen av endringsforordningen, fremkommer at kriteriet "reasonably certain"

"is designed to prevent evasion of the additional requirements that might apply ... through the adoption of artificial or commercially unnecessary conditions that are certain to be met."

Et forbehold om gjennomføring av due diligence vil etter børsens oppfatning ikke nødvendigvis innebære at avtalen ikke anses som bindende. I mange tilfeller må det antas at et slikt forbehold "reasonably certain" vil bli oppfylt. Har parten derimot fri adgang til å trekke seg fra avtalen dersom det gjøres negative funn, og parten dessuten ikke tidligere har hatt anledning til å gjøre seg kjent med sentrale deler av dokumentasjonen, kan det stilles spørsmål ved om det foreligger en bindende avtale i forordningens forstand.

Det er overfor Oslo Børs opplyst at Wega har adgang til å gå fra avtalen dersom det gjøres negative funn av noen art i due diligence gjennomgåelsen. Dersom Wega velger å gjøre dette, vil partenes gjensidige rettigheter og forpliktelser etter avtalen i sin helhet være bortfalt, og Målselskapet vil ikke kunne gjøre gjeldende kompensasjonskrav av noen art mot Wega. Målselskapet har imidlertid forkjøpsrett på de aksjer Wega allerede har tegnet som ledd i første investering. Wega vil ikke på noen måte måtte begrunne overfor Målselskapet sitt valg om å gå fra avtalen.

Wega har hatt en viss tilgang til de dokumenter som skal gjennomgås i forbindelse med due diligence, men ikke til dokumentene under den tekniske gjennomgåelsen, som anses kritisk.

På denne bakgrunn antar Oslo Børs at det ikke utløses plikt til å innta pro forma finansiell informasjon i prospektet før due diligence forbeholdet er oppfylt eller frafalt.

2.4.2 Avbrutt prospektkontroll (brev av 20.11.2007)

Det vises til første utkast til prospekt mottatt 13. november og etterfølgende påbegynt kontroll.

Prospekter skal kontrolleres og godkjennes i henhold til prospektreglene som trådte i kraft fra 1. januar 2006. Innholdskravene til et prospekt er nærmere angitt i Commission

regulation (EC) No 809/2004 of 29 April 2004, annex I-III. Det vises videre til sirkulære 3/2006 punkt 2.1:

"Oslo Børs tilbyr alternativt en mer uformell kontrollprosedyre i samsvar med innarbeidet praksis. Denne prosedyren innebærer løpende tilbakemeldinger på mottatte utkast til prospekt innenfor de tidsrammer som angis i punkt 2.3 nedenfor. I forhold til kvaliteten på det dokument som sendes børsen til kontroll etter en slik fremgangsmåte, presiseres følgende:

(i) Gjennomføring av kontroll etter en uformell kontrollprosedyre innebærer en service overfor utsteder/tilbyder og rådgiverne.

(ii) Oslo Børs påbegynner ikke prospektkontrollen før et grundig gjennomarbeidet prospektutkast er mottatt, sammen med sjekklister i den utstrekning dette kreves i henhold til punkt 2.2 nedenfor.

(iii) Det skal etter innsendelse av prospektutkastet til kontroll i utgangspunktet ikke gjøres materielle endringer i prospektets innhold eller oppbygning, eller tilføyes ny informasjon. Dersom prospektet på noen punkter likevel ikke er fullstendig, må dette fremgå av sjekklisten.

(iv) Dersom børsen, basert på gjennomgang av prospektet og sjekklisten, vurderer prospektet som ufullstendig og/eller ikke tilstrekkelig gjennomarbeidet, vil børsen vurdere å returnere prospektet uten innholdsmessige kommentarer. Det samme gjelder dersom børsen etter å ha påbegynt kontrollen kommer til samme konklusjon.

(...)

(vii) Prospektavgift etter gjeldende satser påløper på det tidspunkt prospektutkastet sendes Oslo Børs for kontroll, og vil således bli fakturert uavhengig av om saksbehandlingen avbrytes."

Børsen har påbegynt kontrollen av utkastet til prospekt og er av den oppfatning at verken prospektet eller tilhørende sjekklister er tilstrekkelig gjennomarbeidet. Børsen har forståelse for at utarbeidelse av prospekter etter prospektreglene kan være utfordrende, men det stilles likevel krav til utkastet og tilhørende sjekklister som leveres inn for kontroll både til form og til de opplysninger som gis. Børsen er derfor av den oppfatning at det ikke vil være hensiktsmessig å fortsette kontrollen av oversendte dokument for å kunne gjennomføre en forsvarlig prospektkontroll. Børsen vil således meddele at prospektkontrollen avbrytes og at prosessen vil måtte startes på nytt når det foreligger et tilstrekkelig gjennomarbeidet prospektutkast.

De kommentarer børsen har notert før denne konklusjon er nådd følger i vedlegg.

Avbrutt kontroll er ikke et enkeltvedtak etter børsloven § 40, jf verdipapirforskriften § 7-4, som kan påklages. Børsen vil, dersom det er ønskelig og etter anmodning, kunne fatte et enkeltvedtak hvor prospektet nektes godkjent etter verdipapirhandelloven § 7-7, jf børsloven § 40, som kan påklages til børsklagenemden.

For ordens skyld bemerkes at påbegynt, men avsluttet prospektkontroll, faktureres med NOK 50.000.

2.4.3 Styreansvar prospekt/infodokument (e-post av 28.08.2007)

Vi kan ikke se at et styremedlemskap i målselskapet innebærer inhabilitet for styremedlemmer i tilbyder ift behandlingen av informasjonsdokumentet iht løpende forpliktelser pkt. 3.5. For del del av dokumentet som tjener til å oppfylle disse kravene

antar vi således at det aktuelle styremedlem er forpliktet til å signere. I den utstrekning styremedlemmet ut over dette har unnlatt fra å delta i behandlingen av oppkjøpet som følge av inhabilitet fremstår det ikke som unaturlig å gi opplysninger om dette i dokumentet. Slike opplysninger må imidlertid ikke knyttes direkte til ansvarserklæringen eller på annen måte gis slik at den kan fortolkes som en begrensning i ansvarserklæringen.

2.4.4 Prospekt ved annenhåndssalg - registreringsdokument (epost 2. 11.07)

Forespørsel:

Jeg viser til telefonsamtale nettopp. Som nevnt holder vi på med en emisjon for et selskap hvor registreringsdokumentet er godkjent i mai. En problemstilling er om en distributør skal ta et beløp på egen bok (for eksempel NOK 50. millioner) og etter emisjonsperiodens slutt videreselge. Dersom ikke prospektplikt unngås ved annenhåndssalget (for eksempel ved krav til minstetegning) blir det spørsmål om hvordan prospektet skal utformes. En mulighet som vi diskuterte er at registreringsdokumentet benyttes og at annenhåndsselger lager et sammendrag og verdipapirdokument. Annenhåndsselger må ta ansvaret for hele prospektet, spørsmålet blir vel da om ansvarserklæringen til styret i registreringsdokumentet må stå eller om denne kan tas ut. Alternativet til bruk av registreringsdokumentet er vel som vi diskuterte at det gamle prospektet vedlegges og at det lages en wrap-around, men slik at alle kravene til fullt prospekt i så fall må oppfylles.

Børsens svar:

Basert på de fremlagte opplysninger, synes annenhåndsselger å ha to alternativer:

1) Lage et oppdatert verdipapirdokument og sammendrag i samsvar med prinsippet i prospektdirektivet art. 12(2), som sammen med det tidligere registreringsdokument utarbeidet av utsteder utgjør et fullstendig prospekt. Det legges til grunn at registreringsdokumentet i det foreliggende tilfelle vil bli benyttet etter samtykke fra utsteder. Det kan ikke sees å være adgang til å fjerne enkelte elementer fra registreringsdokumentet som kreves etter prospektforordningens vedlegg I - eksempelvis ansvarserklæringen - dersom dette skal gjenbrukes.

2) Lage et nytt fullstendig prospekt, der større eller mindre deler av tidligere prospekt utarbeidet av utsteder inntas ved henvisning. I praksis antar vi at dette kan gjøres gjennom en wrap-around-løsning som antydnet i den utstrekning dette ikke kommer i konflikt med hensynet til investorbekyttelse, pedagogikk og opplysningens tilgjengelighet, jf. prospektforordningen art. 28(5).

2.4.5 Inntatt ved henvisning og kryssreferanseliste (epost)

Flere steder i prospektet oppfylles innholds krav gjennom henvisninger til dokumenter som ikke er vedlagt prospektet (eks børsintroduksjonsprospekt, årsrapport for 2004 og 2005). I de tilfeller slik informasjon inntas ved henvisning, skal det både opplyses om hvilken informasjon som det refereres til og det skal opplyses hvor dokumentene er gjort tilgjengelig (dvs en presis html-link) i det aktuelle punkt i prospektet.

Videre skal det inntas en kryssreferanseliste som oppsummerer alle de forhold som er inntatt ved henvisning;

Direktivet art 11(2) oppstiller krav om at "a cross-reference list must be provided in order to enable investors to identify easily specific items of information". Bestemmelsen er implementert i vphl § 5-14 annet ledd, annet punktum. Når direktivet krever at listen skal "enable investors to identify easily specific items of information" antar Oslo Børs at det må spesifiseres på kryssreferanselisten;

- a. hvilken informasjon som er inntatt
- b. hvor i prospektet informasjonen er inntatt
- c. hvor i inkorporerte dokumenter (punkt eller sidetall) de ulike komponenter i informasjonen fremkommer. For årsrapporter anses det å være tilstrekkelig å skrive hvilke elementer som er inntatt ved henvisning (eks avstemming av egenkapital, noter etc);
- d. hvor (hvilken nettsadresse) informasjonen er tilgjengelig

Om kryssreferanselisten settes opp i liste- eller tabellformat overlates til tilbyder/utsteder. Det stilles i utgangspunktet ikke krav til hvor i prospektet kryssreferanselisten skal plasseres. Dog er det naturlig at denne plasseres avslutningsvis og gjerne i tilknytning til plassering av en eventuell vedleggsliste og "documents on display".

2.5 ANNONSERING

2.5.1 Utsendelse av invitasjon til presentasjon (e-post av 14.03.2007)

Det er ikke lenger krav om at børsen forhåndsgodkjenner annonser som brukes ifm IPO'er og børsnoteringer, jfr, børs sirk 9/2005. Vi forutsetter imidlertid at selskapet selv og gjennom sine rådgivere fullt ut følger vphl. § 5-20, og tidligere uttalelser fra børsen, se særlig sirk. 4/2004.

For ordens skyld nevnes at vphl. § 5-20 sier følgende:

"Dersom det orienteres om tilbud i annonser eller på annen måte, skal det samtidig opplyses at nærmere opplysninger fremgår av prospektet, samt hvor prospektet kan innhentes. Opplysningene skal være i overensstemmelse med opplysningene i prospektet."

Når det gjelder sirk 4/2004 vises det særlig til avsnittene inntatt nedenfor:

"Børsens utgangspunkt er at prospektet er det primære markedsføringsmaterieell i forbindelse med prospektpliktige tilbud. Ut over den lovpålagte kunngjøring av prospektet skal eventuell annonsering av slike tilbud derfor skje på en nøktern måte, og med det siktemål å lede potensielle investorer til prospektet. Annonseringen må ikke skape et for positivt bilde av tilbudet eller de aktuelle verdipapirer. I det følgende fastsettes på denne bakgrunn enkelte spesifikke minimumskrav til markedsføringsmateriellets innhold.

Det må tydelig fremkomme at det er tale om en annonse. Innholdsmessig må annonsen klart angi at denne er ufullstendig, at fullstendig informasjon fås i prospektet, at det oppfordres til å lese prospektet og angivelse av hvor dette på en enkel måte kan skaffes. For brosjyrer og lignende mer omfattende materieell må det i tillegg klart fremkomme at den informasjon som er inntatt i brosjyren ikke gir grunnlag for å ta stilling til hvorvidt man ønsker å benytte seg av tilbudet.

Annonser skal normalt ikke inneholde spesifikke opplysninger om selskapet eller de tilbudte verdipapirer. Dersom slike opplysninger likevel inntas, må innholdet i annonsen være balansert på en naturlig måte, slik at positive opplysninger oppveies av tilsvarende beskrivelser av spesifikke (ikke kun generelle) risikoforhold eller negative opplysninger.

Annonsen må ikke tegne et mer positivt bilde av tilbudet eller de aktuelle verdipapirer enn det prospektet i sin helhet gir grunnlag for. Sentrale risikoaspekter ved de aktuelle

verdipapirer må angis. Ovennevnte innholds krav er kun å anse som oppfylt dersom de aktuelle opplysninger fremkommer på en tydelig måte, og ved bruk av slik (minimum ordinær) tekststørrelse og plassering at opplysningene ikke kan overses. Omtalen av negative forhold må være minst like synlig som omtalen av positive forhold."

Børsen har i senere tid reagert overfor selskaper som ikke har fulgt ovennevnte regelverk og uttalelser. Vi er sikre på at Faktor Eiendom ikke har til hensikt å annonsere i strid med regelverket, men vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at overtredelse av vphl. § 5-20 kan medføre reaksjoner fra børsen ift § 5 i forskrift om gjennomføring av prospektkontrollen.

3. OPPTAK TIL BØRSNOTERING

3.1 NYE SELSKAPER PÅ OSLO BØRS I 2007

Selskaper som har søkt om notering og vedtatt tatt opp i 2007:

Navn	Marked	Status	St.møte/ vedtaks dato
Simtronics ASA (fisj Simrad Optronics)	Børs	Notert	03.01.2007
Comrod Communication	Børs	Notert	22.01.2007
Copeinca ASA	Børs	Notert	24.01.2007
Ocean Team Power & Umbilical ASA	Børs	Notert	24.01.2007
Neas ASA	Børs	Notert	28.02.2007
APL Plc	Børs	Notert	28.02.2007
Algeta	Børs	Notert	28.02.2007
Electromagnetic Geoservices ASA	Børs	Notert	28.03.2007
Frigstad Discoverer Invest Ltd.	Børs	Notert	28.03.2007
REM Offshore	Børs	Notert	28.03.2007
Wavefield Inseis	Børs	Notert	28.03.2007
Nexus Floating Production	Børs	Notert	28.03.2007
Ocean HeavyLift (tidligere Awilco Heavy Transport)	Børs	Notert	28.03.2007
Protector Forsikring	Børs	Notert	25.04.2007
Maritime Industrial Services Co Ltd	Børs	Notert	25.04.2007
Salmar ASA	Børs	Notert	25.04.2007
Fred Olsen Production ASA	Børs	Notert	25.04.2007
Wega Mining AS	Axess	Notert	25.04.2007
Klepp Sparebank	Børs	Notert	25.04.2007
Bouvet AS	Axess	Notert	25.04.2007
ScanArc (tidligere Gras)	Axess	Notert	25.04.2007
Petromena ASA	Axess	Notert	25.04.2007
Rom Real Ltd	Axess	Notert	23.05.2007
Badger Explorer	Axess	Notert	23.05.2007
InvivoSense AS	Axess	Notert	23.05.2007
Grieg Seafood ASA	Børs	Notert	23.05.2007
Cecon	Axess	Notert	23.05.2007
Arrow Seismic ASA	Axess	Notert	23.05.2007
Scan Geophysical ASA	Axess	Notert	23.05.2007
Zoncolan (fisjon MRG)	Axess	Notert	06.06.2007
TransEuro Energy (sek. not.)	Axess	Notert	20.06.2007
24SevenOffice ASA	Axess	Notert	20.06.2007
Northern Logistic Property	Børs	Notert	20.06.2007

Northern Offshore	Børs	Notert	29.08.2007
EOC Limited	Børs	Notert	29.08.2007
Nordic Mining	Axess	Notert	29.08.2007
Etman AS	Axess	Notert	29.08.2007
Dockwise (tidligere Sealift)	Børs	Notert	29.08.2007
London Mining PLC	Axess	Notert	29.08.2007
Grégoire ASA	Axess	Notert	26.09.2007
Ability Drilling ASA	Axess	Notert	26.09.2007
Pronova Biopharma ASA	Børs	Notert	26.09.2007
Seajacks International ltd	Axess	Notert	26.09.2007
Norwegian Energy Company ASA	Børs	Notert	24.10.2007
Eastern Echo Holding Plc	Axess	Notert	24.10.2007
Scandinavian Clinical Nutrition AB	Axess	Notert	24.10.2007
Scandinavian Property Development	Børs	Notert	24.10.2007
SpareBank 1 Nøtterøy-Tønsberg	Børs	Notert	24.10.2007
Hafslund Infratek ASA	Børs	Notert	28.11.2007
Aker Exploration ASA	Axess	Notert	28.11.2007
Aker Philadelphia Shipyard ASA	Axess	Notert	28.11.2007
IGE Nordic AB	Axess	Notert	28.11.2007
Petroprod	Axess	Notert	28.11.2007
Lighthouse Caledonia ASA	Axess	Notert	19.12.2007
Aqua Bio Technology ASA	Axess	Notert	28.11.2007
Exense ASA	Axess	Notert	21.12.2007
Vertical Group ASA	Axess	Opptak vedtatt	28.11.2007
Natto Pharma	Axess	Opptak vedtatt	19.12.2007
Thin Film Electronics	Axess	Opptak vedtatt	19.12.2007
Greentech Holding	Axess	Opptak vedtatt	19.12.2007

3.2 NYE BØRSREGLER

3.2.1 Endringer i børsreglene og fastsettelse av regler for Oslo Axess (børssirkulære nr. 4/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

3.2.2 Endringer i børsreglene og axessreglene (børssirkulære nr. 14/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

3.3 OPPTAKSREGLER

3.3.1 Force majeure in relation to *if issued listings* at Oslo Børs (brev av 13.02.2007)

We refer to your letter dated 2 February 2007 regarding force majeure clauses used in relation to *if issued* listings at Oslo Børs.

The Oslo Børs listing rules section 2.7 have the following provision under bullet point no.1:

"The entire amount to be raised by the share issue must be fully underwritten. The underwriting agreement must be unconditional save for normal force majeure exemptions."

It is meant that the force majeure clause in the listing rules shall have the same meaning and scope as such clauses normally are interpreted in accordance with Norwegian law. Hence, we do not find it necessary to go thoroughly into the issue, but will instead refer to Norwegian legal literature regarding the subject. We will however, clarify that in Oslo Børs' opinion so called MAC-clauses (*material adverse changes*) are outside the scope of normal force majeure clauses. Such provisions will therefore not be accepted in the underwriting agreements which have to be entered into prior to an *if issued* listing at Oslo Børs.

As example of force majeure provisions accepted by Oslo Børs, after implementation of the listing rules 1 January 2006, we can refer to the IPO and listing prospectus prepared by Renewable Energy Corporation ASA (REC).

The background for the "narrow" scope of the force majeure clause in the listing rules is due to the fact that the main principle for listing and trading of shares at Oslo Børs is that the shares shall have been legally issued, registered and fully paid when the trading takes place. The *if issued* regime is thus an exemption to this fundamental condition. Oslo Børs has however accepted that such trading can take place, if the *if issued* listing can be considered more or less risk free in respect of completion of the IPO and the conditional trading. Force majeure provisions which are wider than normal and traditional force majeure clauses may have an element of an option to withdraw the IPO in case of negative development in market conditions, instead of being a narrow safety valve for the company to withdraw the transaction in extreme situations. Even though the subscribers and other market participants can gain on a cancellation of the transaction, Oslo Børs is of the opinion that the overall negative effect for the exchange and the market may be considerable and unfortunate if companies prior to the unconditional trading have the possibility to cancel the exercise and several days of trading.

Oslo Børs finds it therefore not feasible to approve force majeure clauses with wider contents than the wording in the stock exchange rules, and based on your letter we do not find that the planned *if issued* listing of emgs warrants any other conclusion in this matter.

3.3.2 EMGS – Tildelingslistene ved opptak til notering (brev av 05.07.2007)

Det vises til tidligere korrespondanse mellom emgs, tilretteleggerne og Oslo Børs forut for selskapets notering på en "if and when issued"-basis den 30. mars 2007.

I henhold til opptaksreglene pkt. 6.6 skal selskaper som skal tas opp til notering senest kl. 14.00 børsdagen før første noteringsdag levere skriftlig dokumentasjon på en rekke forhold. Selskapet skal bl.a. fremlegge en bekreftelse på at alle betingelser for opptak er oppfylt, inkludert spredningskravet ved utskrift fra verdipapirregisteret. Børsen kan i særlige tilfeller etter søknad gi unntak fra fristene for enkelte av disse dokumentasjonskravene. I praksis gjelder dette ved "if and when issued"-noteringer, jfr. pkt. 2.7 i de tidligere opptaksreglene.

I henhold til børsforskriften § 23-8 skal utstedere av finansielle instrumenter likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesse.

I forbindelse med emgs-noteringen mottok børsen klager fra tegnere i retail-transjen som opplevde problemer med å få omsatt aksjer over børs i løpet av første noteringsdag.

Årsaken syntes å være at tilretteleggerne ikke hadde korrekte og oppdaterte tildelingslister. På denne bakgrunn gjør børsen nå undersøkelser av om det på noteringstidspunktet forelå brudd på vilkårene for opptak, samt om selskapet forskjellsbehandlet aksjonærene, ettersom ikke alle aksjonærene hadde mulighet til å omsette aksjene da selskapet ble tatt opp til notering.

For å sikre en smidig prosess rundt "if and when issued"-noteringen ble det avholdt et planleggingsmøte den 23. februar 2007 med representanter fra selskapet, tilretteleggerne, VPS og børsen. I etterkant av møtet distribuerte børsen et dokument som inneholdt krav til børsmeldinger og dokumentasjon, samt tidsfrister for disse. Her ble det bl.a. opplyst om at tildelingslister måtte være børsen i hende innen kl. 22.00 på børsdagen før første noteringsdag.

Børsmelding om størrelsen på selskapets børspost ble sendt ut fra Oslo Børs ca. kl. 16.00 den 29. mars 2007, dagen før første noteringsdag. Størrelsen på en børspost for emgs ble satt til 50 etter bekreftelse fra tilretteleggere i Goldman Sachs, forutsatt styregodkjennelse av emisjonskursen på 135 i emgs' styremøte samme kveld. I god tid før fristen kl. 22.00 mottok vi en tildelingsliste for retail-transjen basert på en minimums-tildeling på 100 aksjer. Rett før kl. 22.00 samme kveld mottok vi en ny tildelingsliste for retail-transjen basert på en minimumstildeling som var endret til 50 aksjer.

Tilgang til tildelingslister og VPS Investortjenester står omtalt i prospektet. Det fremgår her at tildelingslistene som børsen mottok den 29. mars skulle ha vært kjørt via VPS og at opplysningene i VPS Investortjenester skulle ha vært oppdatert før børsåpning første noteringsdag. I følge prospektet skulle tegnerne i emisjonen/ nedsalget kunne sjekke faktisk tildeling på morgenen første noteringsdag. I tillegg skulle tildelingslistene være tilgjengelig hos tilretteleggerne. I prospektet opplyses det videre at de allokerede aksjene i retail-transjen skulle kunne handles fra og med første noteringsdag.

Etter det vi kan forstå ble den endelige tildelingslisten som børsen mottok gjort manuelt, mens kjøringen av den nye tildelingen i VPS-systemet først ble foretatt etter børsåpning første noteringsdag. Vi forstår at endringene medførte at ca. 200 aksjonærer først fikk oppdatert sin tildeling i VPS/Investorservice ca. kl. 10.00 på første noteringsdag.

Ettersom emgs-noteringen var en såkalt betinget notering var det avgjørende at tildelingen for retail-transjen var gjennomført via VPS' tildelingssystem for å sikre lik omsetningsmulighet for retail og institusjonell transje fra og med børsåpningen på første noteringsdag. Børsen ser alvorlig på denne hendelsen som innebærer at kravene i børsens opptaksregler ikke var oppfulgt på noteringstidspunktet. Det er dessuten kritikkverdig at børsen ikke ble orientert om de faktiske forholdene forut før noteringen. Hadde børsen vært kjent med den faktiske situasjonen ville omsetningen i selskapets aksjer vært stoppet inntil riktige tildelingsopplysninger forelå i VPS Investortjenester.

Børsen ber selskapet om en redegjørelse knyttet til disse forholdene. Vi ber spesielt om opplysninger med hensyn til håndteringen av tildelingslistene før disse ble kjørt og endelig oppdatert i VPS og Investorservice. Av hensyn til den videre saksbehandlingen bes det om et svar innen 15. august 2007.

4. STRYKNING/SUSPENSJON

4.1 SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING I 2007

Navn	St.møte/ vedtaks dato
Deep Sea Supply ASA	05.02.2007
Polymoon ASA	06.02.2007
Sinvest ASA	27.03.2007
Fesil ASA	09.05.2007
Captura ASA	09.05.2007
Conseptor ASA	07.06.2007
APL ASA	11.06.2007
Eastern Drilling ASA	12.06.2007
Tandberg Television ASA	13.06.2007
Norsk Vekst ASA	25.07.2007
APL PLC	07.09.2007
Spits ASA	12.09.2007
Steen & Strøm ASA	14.09.2007
Altinex ASA	11.10.2007
Expert ASA	19.10.2007
Component Software Group ASA	23.10.2007
Norgani Hotels ASA	09.11.2007

5. LØPENDE UTSTEDERFORPLIKTELSER

5.1 NYE REGLER

5.1.1 Endringer i børsreglene og fastsettelse av regler for Oslo Axess (børssirkulære nr. 4/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

5.1.2 Informasjonsplikt ved avtaler om erverv og avhendelser av virksomhet eller eiendel, fusjon, fisjon mv (børssirkulære nr. 7/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

5.1.3 Ny verdipapirhandellov og ny børslov (børssirkulære nr. 8/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

5.1.4 Offentliggjøring og lagring av informasjonspliktige opplysninger (børssirkulære nr. 10/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

5.1.5 Fremgangsmåte for offentliggjøring og lagring av opplysninger fra 1. januar 2008 (børssirkulære nr. 18/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

5.1.6 Endringer i børsreglene og aksesreglene (børssirkulære nr. 14/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

5.1.7 Årlig oversikt over offentliggjort informasjon (børssirkulære nr. 5/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

5.2 INFORMASJONSPLIKT – OVERTREDELSE

5.2.1 Ignis ASA (Børsklagenemndens sak 1/2007)

Avgjørelse 14. mars 2007 av klage fra Ignis ASA (Ignis, selskapet, klager) over børsens vedtak 24. januar 2007 om å ilegge Ignis ASA et overtredelsesgebyr for brudd på Regler for selskap med børsnoterte aksjer og grunnfondsbevis (løpende forpliktelser) pkt. 3.2.1 første og fjerde ledd, jf. børsforskriften § 5-2 første ledd.

1 Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Styret i Oslo Børs fattet den 24. januar 2007 vedtak med slik konklusjon:

"Børsstyret vedtok å ilegge Ignis ASA et overtredelsesgebyr stort NOK 110 000, jf. børsforskriften § 25-5, for brudd på Regler for selskap med børsnoterte aksjer og grunnfondsbevis (løpende forpliktelser) pkt. 3.2.1 første og fjerde ledd, jf. børsforskriften §§ 5-2 første ledd.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden. Klagefristen er to uker."

Ignis, v/advokat Stephan L. Jervell, påklaget vedtaket i brev 9. februar 2007. Klagen er rettidig.

Klagen ble behandlet på børsens styremøte 28. februar. Børsstyret fant ikke grunn til å omgjøre sitt vedtak av 24. januar. Saken ble derfor ved brev av 1. mars 2007 oversendt nemnden for behandling jf. forvaltningsloven § 33 og børsforskriften § 26-3 første ledd. Et nytt innlegg fra klager ble mottatt 9. mars.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 14. mars 2007. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Bjørg Ven (leder), John Giverholt, Trygve Bergsåker, Norunn Dale Seland og Kirsten Sandberg.

2 Kort om selskapet

Ignis er et norsk foretak med tre datterselskap; Ignis Photonyx AS, Ignis Display AS og Smartnet AS. Ignis Photonyx AS utvikler, produserer og selger optiske komponenter, integrerte moduler etc. til fiberoptiske telenettverk basert på egenutviklet optisk teknologi. Ignis Display AS ble grunnlagt i november 2005. Selskapet skal utvikle displayer til det raskt voksende HDTV markedet. Smartnet AS opererer blant annet innenfor områdene IP og sikkerhet. Selskapet designer, installerer og drifter IT-

infrastruktur til privat og offentlig sektor. Ignis er notert på Oslo Børs' SMB-liste under ticker "IGNIS".

3 Sakens bakgrunn

3.1 Inngåelse av avtaler, offentliggjøring av opplysninger om avtalen

Natt til mandag 18. september 2006 kl. 01.15 norsk tid, inngikk Ignis Photonyx AS to avtaler med selskapet Enablence Inc. ("Enablence"). Enablence er notert på Toronto Stock Exchange. Den ene avtalen var en leveranseavtale og den andre var en utviklingsavtale.

Ignis har i brev til Oslo Børs av 20. september beskrevet avtalene slik:

"Avtalene er vesentlige i den forstand at det gjelder helt sentrale produkter og teknologier i vår portefølje. Leveranseavtalen kan også utvikle seg til et vesentlig salgsvolum for oss."

Partene utarbeidet felles børsmelding om avtalene som forutsetningsvis skulle sendes ut samtidig neste morgen (norsk tid) av de to selskapene.

Enablence publiserte meldingen om avtalene på sin hjemmeside relativt raskt etter avtaleinngåelsen, natt til mandag den 18. september norsk tid. Børsmelding om avtalen ble imidlertid ikke sendt ut av Enablence på dette tidspunktet eller ved åpning av børsen i Toronto neste morgen.

Klokken 01.50 norsk tid ble det sendt en forespørsel per e-post fra Enablence til Ignis hvor det ble spurt om Ignis kunne utsette publiseringen av børsmeldingen til tirsdag den 19. september. E-posten lyder:

"Can you release it Tuesday as we are planning a Tuesday release?"

E-posten ble først lest av Ignis kl. 08.00 norsk tid den 18. september. I følge Ignis ble e-posten oppfattet slik at det var noe som måtte avklares vedrørende avtalen før børsmelding kunne gå ut. I tidsrommet 08.00 til 12.47 prøvde Ignis gjentatte ganger å kontakte Enablence, men uten hell ettersom det var natt i Canada, der avtalemotparten befant seg.

Ignis har opplyst at selskapet samme dag kl. 12.47 ble kontaktet pr. telefon av en nettavis. Av samtalen fremkom det at Enablence hadde lagt ut melding om avtalene på sin hjemmeside. Ignis ble bedt om å kommentere forholdet. Umiddelbart etter samtalen besluttet Ignis å offentliggjøre opplysninger om avtalene.

I tidsrommet 12.55 til 13.15 klargjorde Ignis meldingen for utsendelse på Oslo Børs' informasjonssystem. Grunnet "feilmeldinger" ble imidlertid meldingen forsinket. Oversendelsen lyktes først kl. 13.15. Meldingen ble offentliggjort av børsen kl. 13.17.

3.2 Kursutvikling før offentliggjøring av børsmelding

Både kurs og volum på Ignis-aksjen økte markant i timene frem mot offentliggjøring av børsmeldingen om kontraktene. Sluttkursen for Ignis fredag den 15. september var NOK 0,97. Den 18. september åpnet kursen på selskapets aksje på NOK 0,98. Kursen steg tydelig utover formiddagen og frem til publiseringen kl. 13.17. På det høyeste, rundt den tiden da børsmeldingen ble publisert, ble aksjen omsatt for NOK 1,06. Kursoppgangen frem mot offentliggjøringen av avtaleinngåelsene var således på ca 8 %. Sluttkurs for Ignis den 18. september var NOK 1,01.

Den 15. september ble det gjennom børsens handelssystem utført 143 handler i Ignis-aksjen. Det ble denne dagen omsatt Ignis-aksjer for NOK 4 651 150. Den 18. november ble det omsatt Ignis-aksjer for NOK 18 454 656 fordelt på 343 handler.

3.3 Varsel om overtredelsesgebyr

Oslo Børs sendte den 5. desember, etter en del kontakt med Ignis pr. telefon, e-post og brev, varsel om vedtak i sakens anledning. Ignis, v/advokat Jervell, innga tilsvar på varselet den 12. desember.

På bakgrunn av Ignis' tilsvar bad Oslo Børs i e-post 13. desember, selskapet utdype ett forhold:

"Dere bes dokumentere de omstendigheter som tilsa at de signerte avtalene fremsto som usikre, jf. brevets pkt. 2. Som nevnt synes e-posten fra Enablence kun å omhandle publisering av avtalene. Det fremstår som noe merkelig at Enablence ville velge å henvende seg til Ignis på en slik måte, dersom hensikten var å flagge at avtalene ikke var endelige eller lignende."

Ignis har besvart henvendelsen i en redegjørelse mottatt av børsen den 19. desember. Det vises her til at det forut for avtaleinngåelsen har vært mange og til dels tøffe forhandlinger mellom partene om IPR, utviklingsansvar, nøkkelpersoner og felles muligheter. Partene har diskutert forskjellige scenarier med hensyn til hvordan de kan og skal samarbeide. "Tette" relasjoner og fellesinvesteringer m.m. er blitt diskutert uten at det har ført frem, og i disse forhandlingene har det vært til dels store spenninger mellom partene. Det heter videre følgende om dette:

"Hovedårsaken til denne spenningen er en historisk uenighet om hvorfor NKT-I la ned det ovennevnte prosjektet, en urealistiske verdiforventninger og ikke minst en prioritering av ressurser som ikke alltid har vært sammenfallene. Derfor var det etter en lang historie og mye frem og tilbake at vi til slutt fikk på plass de avtalene som ble meldt den 18. september 2006."

Det var på basis av denne forhistorien at jeg ble mistenksom da jeg mottok e-mailen fra Enablence hvor de ønsket å utsette offentliggjøring. Min første innskyttelse var at Enablence nå igjen ville komme opp med forhold som de vil ha endret eller vil ha ytterligere diskutert. Jeg ser at denne oppfattelsen fra min side, for en utenforstående kan være vanskelig å forstå basert på e-mailens ordlyd, men dette var min subjektive oppfattelse da jeg mottok e-mailen. Dette må imidlertid også ses i sammenheng med at denne e-mailen kom til oss midt på natten. Jeg mottok den klokken 8.00 norsk tid, og vi var da kvelden før enige om at avtalene skulle offentligjøres innen børsåpning neste dag. Det at tidspresset var stort gjorde at jeg etter å ha gjort min første vurdering av e-mailen, som i ettertid viste seg ikke å være riktig, fokuserte jeg fullt og helt på å forsøke å få kontakt med Enablence for å få avklart situasjonen."

4 Børsens vedtak

4.1 Offentliggjøring av innsideinformasjon

Børsen peker innledningsvis på at det følger av Regler for selskap med børsnoterte aksjer og grunnfondsbevis (løpende forpliktelser) pkt. 3.2.1 og 3.2.2 og børsforskriften § 5-2 første ledd at Ignis uoppfordret og umiddelbart skal offentligjøres:

"... innsideinformasjon som direkte angår selskapet, jf. verdipapirhandelloven § 2-2 første til tredje ledd."

I verdipapirhandelloven (vphl.) § 2-2 første ledd er det gitt følgende definisjon av insideinformasjon:

"Med insideinformasjon 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."

Børsen peker på at definisjonen stiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses som insideinformasjon. 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.

Om det nærmere innholdet i disse vilkårene skriver børsen blant annet følgende:

"De to første vilkårene (dvs. kravet om at opplysningene skal være presise og påvirke kursen merkbart) er nærmere definert i vphl. § 2-2 annet og tredje ledd:

"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."

Kravet loven stiller til opplysningenes presisjon, er som det fremgår relativt begrenset. Etter forarbeidene til bestemmelsen er vilkåret om "presise opplysninger" først og fremst ment å avgrense mot rykter og spekulasjoner, jf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) Om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.)pkt. 4.5.

Det andre vilkåret i definisjonen av insideinformasjon, 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. § 2-2 tredje ledd. 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).

Til slutt må opplysninger være ikke offentlig tilgjengelige eller allment kjente i markedet, for å omfattes av definisjonen av insideinformasjon. Etter Oslo Børs' løpende forpliktelser pkt. 5.1 fjerde ledd, skal ingen uvedkommende gis tilgang til regnskapsopplysninger, jf. børsforskriften § 6-1."

Videre påpeker børsen at det må vurderes konkret om en opplysning er å anse som insideinformasjon. Vurderingen vil kunne falle ulikt ut for forskjellige selskap og markeder.

Børsen anser det som klart at opplysninger om Ignis' to avtaler med Enablence var insideinformasjon (selv om avtalene er inngått av Ignis' datterselskap). Det vises til at

opplysninger om avtalene var presise og rimeligvis noe en fornuftig investor ville lagt vekt på. Videre vises til at kursutviklingen til selskapets aksje viser at markedet vurderte avtaleinngåelsene som positivt og at Ignis selv har omtalt avtalene som viktige.

Børsen legger til grunn at opplysninger om avtalene ble innsideinformasjon senest ved avtaleinngåelsen. Dette betyr at plikten til å informere markedet inntrådte senest ved børsens åpningstid mandag 18. september. Melding om avtalen ble gitt kl. 13.17 norsk tid samme dag.

Etter børsens vurdering kan en ikke, som selskapet anfører, legge til grunn at opplysninger om Ignis' avtaleinngåelse, opphørte å være innsideinformasjon da Ignis leste henvendelsen fra Enablence om utsettelse av utsendelse av børsmeldinger til tirsdagen. Det uttales i denne forbindelse følgende i børsens vedtak av 28. februar:

"Henvendelsen ble sendt av Enablence etter avtaleinngåelsene natt til 18. september norsk tid, men først lest av Ignis på morgenen norsk tid. I klagen er det anført at henvendelsen, kombinert med Ignis' forhistorie med Enablence som utforsigbar kontraktspartner, medførte at opplysninger om avtalene endret karakter fra å være innsideinformasjon, til ikke å utgjøre slike informasjonspliktige opplysninger. Oslo Børs har i Vedtaket lagt til grunn at opplysninger om avtaleinngåelsene var å anse som innsideinformasjon, jf. pkt. 6.1. Ignis har selv beskrevet avtalene som viktige.

En opplysning vil kunne opphøre og være innsideinformasjon, og derved ikke lenger være informasjonspliktige.

Etter Oslo Børs' vurdering fremstår det som klart at opplysninger om Ignis' to avtaler med Enablence, ikke opphørte å være innsideinformasjon som følge av Enablences henvendelse. Til tross for henvendelsen (og Ignis' tolkning av denne) utgjorde opplysninger om avtalene presise opplysninger med et merkbart kurspåvirkningspotensial, jf. verdipapirhandelloven § 2-3 første ledd.

Parter til en avtale vil ikke alene herske over opplysningenes karakter. Opplysninger om viktige avtaler (og andre forhold) vil således kunne utgjøre innsideinformasjon uavhengig av hvordan partene vurderer forholdet. Det avgjørende i forhold til verdipapirhandelloven er at opplysningene ikke fremstår som rykter mv. og at en alminnelig fornuftig investor ville lagt vekt på informasjonen ved sin investeringsbeslutning. Det vises til Vedtaket pkt. 6.1. Enablences melding er etter sitt innhold ikke egnet til å frata opplysninger om avtalene sin karakter av å være innsideinformasjon. Dette gjelder uavhengig av Ignis' forståelse av henvendelsen som det er redegjort for i korrespondansen forut for Vedtaket og klagen."

4.2 Utsatt offentliggjøring

Børsen legger som vist ovenfor til grunn at det forelå innsideinformasjon etter hovedregelen i børsreglene og børsforskriften. Spørsmålet blir ifølge børsen etter dette om Ignis kunne utsette offentliggjøringen av opplysninger av avtalene.

Børsen viser til at det følger av Regler for selskap med børsnoterte aksjer og grunnfondsbevis (løpende forpliktelser) pkt. 3.2.1 annet ledd at børsnoterte selskap kan utsette offentliggjøring av innsideinformasjon som direkte angår selskapet dersom dette gjøres for ikke å:

"... skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt..."

Videre viser børsen til at vilkåret om "legitime interesser" er utdypet i bestemmelsens andre og tredje ledd, hvoretter:

"Legitime interesser som nevnt i første ledd kan typisk relatere seg til:

Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring...

Beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av selskapets organisering..."

Tilsvarende følger av børsforskriften § 5-3 annet og tredje ledd.

Ifølge børsen er det bare i unntakstilfeller at selskaper kan påberope seg bestemmelsen, jf. børssirkulære nr. 3/2005 pkt. 3.6.1 med bl.a. henvisning til Kredittilsynets høringsnotat av 14. januar 2005 med forslag til § 5-3 i børsforskriften som selskapsreglene bygger på. Som støtte for denne forståelsen av regelen vises i vedtaket av 28. februar også til EUs markedsmissbruksdirektiv (Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF) hvor det i punkt 5 i fortalen heter:

"In order to protect the legitimate interests of issuers, it should be permissible, in closely defined specific circumstances, to delay public disclosure of inside information. However, the protection of investors requires that in such cases the information be kept confidential in order to prevent insider dealing."

Særlig fremhever børsen at det under kontraktsforhandlinger vil kunne være adgang til utsatt offentliggjøring. Etter det børsen kan se var ikke Ignis og Enablence i en forhandlings- eller misligholdssituasjon på morgenen den 18. september. Børsen kan heller ikke se at noen av de andre typetilfellene som skisseres i høringsnotatet og børssirkulæret er aktuelle i saken her.

Til anførselen om at den usikkerheten selskapet følte ga dem legitim interesse i å utsette offentliggjøring av opplysninger om avtalen uttaler børsen blant annet følgende:

"Børsnoterte selskap skal informere markedet om innsideinformasjon som direkte angår selskapet. Plikten inntreer umiddelbart etter at innsideopplysningene oppstår. Under en kontraktsforhandling vil plikten til å informere markedet kunne inntre før endelig avtale er undertegnet. Der en avtale er undertegnet, vil vilkårene for utsatt offentliggjøring som utgangspunkt ikke foreligge. Dersom det inntreffer forhold mellom undertegning og offentliggjøring av en avtale som gjør det usikkert om avtalen står seg, vil adgangen til utsatt offentliggjøring likevel kunne være til stede."

Ignis mottok e-posten fra Enablence om morgenen den 18. september 2006. Etter sin ordlyd omhandler henvendelsen kun tidspunktet for offentliggjøring av avtalene, ikke opplysninger om at avtalene var usikre eller ikke-endelige. Ignis synes også å legge dette utgangspunktet til grunn, men anfører at selskapet basert på forhistorien med Enablence, ble mistenksom på om avtalene ville bli gjenstand for nye forhandlinger.

Oslo Børs ser at Ignis' vurdering om å utsette offentliggjøring av avtalene kan ha grunner for seg. Det bør også, som anført av Ignis, i minst mulig grad informeres om forhold som senere viser seg å ikke stemme. Det følger imidlertid av børsreglene og børsforskriften at et selskaps behov for konfidensialitet må veie klart tyngre enn markedets behov for opplysninger, dersom offentliggjøringen av innsideinformasjon skal utsettes. Det er her grunn til å fremheve at adgangen til utsatt offentliggjøring er en snever unntaksbestemmelse. I slike situasjoner må

det i praksis forutsettes å foreligge et visst minimum av etterprøvbare omstendigheter som tilsier utsettelse."

En avtaleparts "mistenksomhet" alene vil ifølge børsen bare i helt spesielle tilfeller være en type omstendighet som åpner for å fravike hovedregelen om umiddelbar offentliggjøring. Plikten til å løpende informere markedet om innsideinformasjon ville bli vesentlig snevret inn dersom et selskaps subjektive overbevisning alene innfridde vilkårene for utsatt offentliggjøring.

Til anførselen fra Ignis om at selskapet ikke hadde noe alternativ til å utsette offentliggjøringen, ettersom markedet ville bli gitt en ufullstendig eller betinget melding, uttaler børsen følgende:

"Ignis mener at selskapet i tilfellet ville fremstått som useriøst og uprofesjonelt, noe som ville skadet "både selskapets og Oslo Børs' interesser", jf. brev av 12. desember 2006. Børsen har vanskelig for å se at et selskap som informerer markedet om to rettslig bindende avtaler vil fremstå som useriøst eller uprofesjonelt. Like fullt synes det klart nok at det ville vært uheldig for Ignis å først offentliggjøre avtalene, for så å gi melding om at disse ikke var endelige. Igjen blir det spørsmål om henvendelsen fra Enablen var et forhold som kunne foranledige utsatt offentliggjøring. Fraværet av etterprøvbare omstendigheter som med rimelighet tilsier at selskapets legitime interesser ville bli skadet av rettidig offentliggjøring, stenger i praksis for en slik tilnærming."

På bakgrunn av den ovennevnte drøftelse konkluderer børsen med at det ikke var grunnlag for utsatt offentliggjøring.

Børsen viser videre til at det, uavhengig av om et selskap har en legitim interesse, er et selvstendig vilkår for utsatt offentliggjøring at allmennheten ikke blir villedet av utsettelsen. Det er også et vilkår at opplysningene behandles konfidensielt og at Oslo Børs gis melding om utsettelsen, jf. Regler for selskap med børsnoterte aksjer og grunnfondsbevis (løpende forpliktelser) pkt. 3.2.1 fjerde ledd. Avslutningsvis i forbindelse med beskrivelse av det rettslige grunnlaget for drøftelsen vises til at det følger av børsforskriften § 5-3 og børsreglene pkt. 3.2.1 siste ledd at dersom et selskap utsetter offentliggjøringen av innsideinformasjon, men får grunn til å tro at opplysningene har blitt kjent for uvedkommende, skal opplysningene offentliggjøres umiddelbart.

Ignis v/advokat Jervell har i klagen reist spørsmål ved børsens bevisvurdering. Det er i denne forbindelse særlig vist til børsens uttalelse om at "fraværet av etterprøvbare omstendigheter som med rimelighet tilsier at selskapets legitime interesser ville bli skadet av rettidig offentliggjøring, stenger i praksis for en slik løsning."

Børsen skriver i sitt vedtak av 28. februar følgende i denne forbindelse:

"Etter børsens vurdering er kravet til bevis og bevisbyrde i saken oppfylt. Det bemerkes at det faktiske og juridiske utgangspunktet er enkelt nok; det ble inngått to viktige avtaler som det ikke ble informert rettidig om. Spørsmålet i saken er om henvendelsen fra Enablen, som kun omhandler publisering, og partenes forhistorie, gav grunn til å utsette offentliggjøringen. Den gjengitte setningen over er uttrykk for en oppsummering av bevis etter en helhetsvurdering der alle etterprøvbare omstendigheter taler mot at det forelå en situasjon som åpnet for utsatt offentliggjøring. Dette medfører rimeligvis ikke å lempe beviskravet eller snu bevisbyrden. Etter børsens vurdering er de dokumenterte omstendighetene i saken nokså entydige, og Vedtaket vel innenfor de vilkårene forvaltningsretten stiller."

4.3 Sanksjon

Børsen bemerker i vedtaket av 24. januar 2007 at Ignis overtredelse ikke anses som veldig alvorlig, og at det taler i formildende retning at Ignis søkte å avklare forholdet så raskt som mulig. Videre ser børsen at problemene med å legge ut melding i Oslo Børs' informasjonssystem (etter at Ignis var gjort oppmerksom på Enablences pressemelding) har forlenget fristoversittelsen med noen minutter. På den annen side viser børsen til at Ignis ikke ga børsen beskjed om utsettelsen, slik børsens løpende forpliktelser pkt. 3.2.1 fjerde ledd krever.

På bakgrunn av det ovenfornevnte ble det i vedtaket av 24. januar besluttet å ilegge Ignis et overtredelsesgebyr på NOK 110 000. Børsen fant i vedtaket av 28. februar ikke grunn til å endre dette

I vedtaket av 28. februar 2007 uttaler børsen følgende til Ignis subsidiære anførsel om at overtredelsesgebyret bør settes lavere da dette er "uforholdsmessig høyt":

"Oslo Børs anser Ignis' brudd på informasjonsplikten som tilstrekkelig alvorlig til at det bør gis overtredelsesgebyr. Gebyret i saken er lavere enn i de aller fleste andre informasjonspliktssaker som har vært avgjort av børsen de senere årene. Maksimalt overtredelsesgebyr er 10 ganger årlig kursnoteringsavgift, og Ignis er ilagt laveste sats. I forhold til de økonomiske konsekvensene av en slik overtredelse for investorer som solgte aksjer i det aktuelle tidsrommet, er gebyret heller ikke høyt. Som nevnt var det i det aktuelle tidsrommet (dvs. etter Enablences offentliggjøring, men før Ignis sendte melding om avtalene) informasjonsasymmetri i markedet, som er meget uheldig."

5 Klagen

Ignis v/advokat Jervell mener at Oslo Børs har lagt til grunn feil rettsanvendelse på flere punkter.

For det første anføres at den oppståtte situasjonen natt til 18. september gjorde at det ikke forelå innsideinformasjon om morgenen mandag 18. september.

Selskapet er enig i at inngåelsen av de to avtalene representerte innsideinformasjon på Ignis hånd dersom man ser på situasjonen på tidspunktet for signering av avtalene. Etter selskapets vurdering er det imidlertid tidspunktet før børsåpning 18. september - da e-posten fra Enablence foreligger - som skal legges til grunn for vurderingen av om det forelå innsideinformasjon, og hvis så var tilfelle, om det forelå en legitim interesse som ga adgang til å utsette offentligjøringen. Klagers vurdering av sistnevnte spørsmål vil bli nærmere omtalt nedenfor.

I drøftelsen av om det forelå innsideinformasjon vises i klagen til at vurderingen av om et forhold representerer innsideinformasjon har to hovedkomponenter: (1) det aktuelle forholdets kurspåvirkningspotensial hvis forholdet manifesterer seg, og (2) sannsynligheten for at det aktuelle forholdet faktisk manifesterer seg.

Det erkjennes at de to avtalene hadde kurspåvirkningspotensial som, hvis de blir gjennomført som forutsatt, må anses som innsideinformasjon.

E-posten, sammen med de erfaringer selskapet hadde med Enablence som utforutsigbar forhandlingsmotpart, førte etter selskapets vurdering imidlertid til at det var usikkerhet knyttet til sannsynligheten for at avtalene ville bli gjennomført.

E-posten førte til at selskapet ville forsikre seg om at det ikke var inntruffet nye og ukjente elementer i prosessen som kunne endre forutsetningene for den informasjon som skulle sendes ut, eller for den del vurdere hvorvidt det overhodet skulle sendes noe informasjon.

Selskapet skriver videre i denne forbindelse:

"Det er altså oppstått en situasjon hvor det er etablert usikkerhet knyttet til sannsynligheten for at avtalene blir gjennomført, eventuelt om avtalene blir gjennomført på samme vilkår og den samme form som avtalt. (...) For øvrig var avtalene av en art som oppstilte strenge krav til samarbeid mellom partene bl.a. om avansert teknologisk utvikling og teknologioverføring. Dette i seg selv krevde at tillitsforholdet mellom partene var helt avklart. Og selv om en rettslig behandling skulle komme til at Enablence var forpliktet til å oppfylle sine kontraktsforpliktelser, så er det kommersielt en stor forskjell på en avtale hvor begge parter har den oppfatning at de er forpliktet til å oppfylle sine forpliktelser, og et avtaleforhold hvor bare den ene part har en slik oppfatning. I det siste tilfellet er det nærliggende å tro at ingen av partene ville oppfylle avtalen."

Subsidiært, for det tilfelle at de foreliggende opplysningene utgjorde innsideopplysninger, anfører selskapet at e-posten, sammen med Ignis erfaring med Enablence som uforutsigbar forhandlingsmotpart, førte til at selskapet hadde legitim interesse i å utsette offentliggjøringen av opplysningene.

Dette begrunnes i klagen på følgende måte:

"Oslo Børs' utgangspunkt synes å være at vurderingen skal ta utgangspunkt i at Ignis' oppfatning var at det forelå to bindende avtaler med Enablence uten noen form for usikkerhet knyttet til seg, noe som ikke var tilfelle. Som omtalt oppsto det en genuin usikkerhet hos Ignis med hensyn til avtaleforholdets innhold, som følge av e-mailen fra Enablence sammenholdt med de erfaringer Ignis hadde med Enablence som en uforutsigbar kontraktspart. Skulle Ignis offentliggjøre avtalene morgenen 18. september før man hadde fått avklart situasjonen med Enablence, ville man samtidig være rettslig forpliktet til kommunisere denne usikkerheten i meldingen. Et notert selskap kan nemlig ikke melde at de har inngått to viktige avtaler uten samtidig å kommentere at det er usikkerhet knyttet til dem, hvis dette var selskapets oppfatning av situasjonen."

Å skulle sende ut en melding om at selskapet hadde inngått to viktige avtaler, men hvor man samtidig opplyser om at det er usikkerheter knyttet til hvorvidt kontraktsparten føler seg bundet av avtalene eller om kontraktsparten ønsker å reforhandle deler av avtalen, synes helt absurd. Å sende ut en slik melding vil etter vår oppfatning klart kunne skade selskapets legitime interesser.

Skulle det være slik at Enablence faktisk ønsket å ta opp nye forhold til forhandling eller endre på avtalen etter at den i utgangspunktet var signert, ville det være svært skadelig for forholdet mellom Ignis og Enablence hvis Ignis tross for at Enablence hadde bedt dem om å ikke offentliggjøre avtalene likevel gjorde dette uten å avklare dette med Enablence."

Som et tredje grunnlag for at selskapet ikke har overtrådt regelverket om opplysningsplikt om innsideinformasjon, anføres at Oslo Børs overordnede rettsanvendelse ved vedtaket om overtredelsesgebyr ikke er korrekt.

For det første vises i denne forbindelse til at illeggelse av et overtredelsesgebyr etter børsforskriften § 25-5 i rettslig henseende "må anses som en administrativ sanksjon med klare linjer til forvaltningsretten, og ingen ren privatrettslig funksjon". Videre at børsen derfor er underlagt ikke bare forvaltningsloven, men også de ulovfestede krav til god forvaltningsskikk ved behandlingen av saken.

Etter selskapets vurdering vil børslovens overtredelsesgebyr "formodentlig" også anses som straff etter EMK art 6.

Det som her er sagt betyr ifølge klager at det stilles strenge krav til rettsanvendelsen og saksbehandlingen ved illeggelse av overtredelsesgebyr. Etter Ignis oppfatning er disse kravene ikke overholdt av Oslo Børs i den foreliggende sak.

Klager uttaler videre i denne forbindelse:

"Ved illeggelse av overtredelsesgebyr må det etter sikker norsk forvaltningsrett oppstilles strenge beviskrav. Dette betyr at man ikke ser hen til den normale regel om sannsynlighetsovervekt, men at man befinner seg enten innenfor straffeprosessens krav om tilnærmet sikkerhet eller et krav om klar sannsynlighetsovervekt. Begge de sistnevnte krav er benyttet av Høyesterett; i Rt 1998 s. 291 la man til grunn at den straffeprosessuelle bevisbyrde gjaldt ved parkeringsgebyr, mens man i 1999 s. 14 kom til et krav om klar sannsynlighetsovervekt ved inndragning av ulovlig fangst (siste dom under skarp dissens hvor mindretallet ville bruke den straffeprosessuelle tilnærming).

Ettersom overtredelsesgebyr etter børsloven formodentlig er å anse som straff etter EMK art 6 vil beviskravet mest sannsynlig være det straffeprosessuelle. Uavhengig av dette er det uansett klart at børslovens overtredelsesgebyr er omfattet av et skjerpet beviskrav.

I denne sammenheng er det Ignis oppfatning at Oslo Børs trår feil i rettslig forstand. Av vedtaket følger:

"Fraværet av etterprøvbare omstendigheter som med rimelighet tilsier at selskapets legitime interesser ville bli skadet av rettidig offentliggjøring, stenger i praksis for en slik tilnærming."

Dette er i seg selv en nokså oppsiktsvekkende uttalelse fordi den innebærer, ikke bare at Oslo Børs legger listen for sannsynlighetsovervekt meget lavt, men desto mer fordi det man faktisk gjør er å legge bevisbyrden på Ignis. I realiteten betyr dette at Ignis må bevise sin uskyld – eller mer presist – må bevise sin subjektive oppfatning av situasjonen med objektive "etterprøvbare omstendigheter". Ignis kan ikke se at det er grunnlag for en slik omvendt bevisbyrde etter børsloven eller børsforskriften, og definitivt ikke på bakgrunn av de av Høyesterett utformede generelle rettssetninger om forvaltningssanksjoner. Tvert imot er situasjonen etter norsk rett at i forvaltningsterminologi at forvaltningsorganet, eller det organ som utøver denne type myndighet, må føre bevis for at vilkårene for overtredelsesgebyret foreligger.

Rettslig sett er situasjonen omvendt av den rettsanvendelse Oslo Børs legger til grunn: det må foreligge tilnærmet sikkerhet for eller i det minste klar sannsynlighetsovervekt for at Ignis subjektive forståelse av situasjonen om morgenen 18. september ikke forelå.

I denne forbindelse finner for øvrig Ignis at Høyesterettsavgjørelse i Rt 2005 s. 833 (plenumssak) er interessant. Denne saken dreide seg om bestemmelsen i strl. § 195 tredje ledd var forenelig med EMK art 6 nr. 2. Strl. § 195 tredje ledd inneholdt en regel om at villfarelse med henblikk på et barns alder ikke fritar for straff ved seksuell omgang med noen under 14 år. Høyesterett la vekt på at strl. § 195 tredje ledd utelukket enhver vurdering av siktedes subjektive forhold ved avgjørelsen av straffeskyld og at dette gir ingen muligheter for forsvar. Høyesterett kom derfor (enstemmig) til at strl. § 195 tredje ledd var i strid med EMK art 6 nr. 2.

Om enn på et annet plan ser man rent faktisk det samme i Oslo Børs' vedtak: Man ser bort fra Ignis subjektive forhold og utelukker dermed Ignis mulighet for å

forsvare seg. Til overmål legger man bevisbyrden på Ignis og krever "etterprøvbare omstendigheter".

Det kan således diskuteres om børsens vedtak derfor er i strid med EMK art 6. Dette betinger at overtredelsesgebyret anses som straff i konvensjonens forstand. Etter Ignis oppfatning gjør det det, men man ser ikke grunn til å gå inn på dette her. Det sentrale og tilstrekkelige element i denne forbindelse er at Oslo Børs har anlagt en lovforståelse og anvendelse av børsloven og børsforskriften hvor man ser bort fra de ulovfestede krav til sannsynlighetsovervekt og endog pålegger Ignis bevisbyrden for sin uskyld. Dette er slik Ignis ser det i strid med grunnleggende norske rettsikkerhetsgarantier og ikke noe som verken kan eller bør være normgivende for børsens illeggelse av overtredelsesgebyr."

For det tilfelle at en skulle komme til at det forelå innsideinformasjon og at Ignis ikke hadde legitim interesse i å utsette offentliggjøringen, anfører klager at overtredelsesgebyret er for høyt.

Det vises til at børsstyret har lagt til grunn at overtredelsen ikke var "veldig alvorlig" og at det forelå formildende omstendigheter. Videre anføres at børsen ved fastsettelsen av gebyrets størrelse plikter å foreta en forholdsmessighetsbetraktning og at dette ikke er gjort. Etter klagers vurdering fremstår gebyret som uforholdsmessig høyt.

Klager har i brev av 9. mars til Oslo Børs opprettholdt sine anførsler fra klagen og etterlyst en nærmere vurdering av disse i børsens vedtak av 28. februar.

6 Børsklagenemndens vurdering

Klager anfører at Oslo Børs har lagt til grunn feil rettsanvendelse for vedtaket på tre punkter:

1. E-posten fra Enablence, som ble lest av Ignis kl 8.00 samme morgen, gjorde at det ikke lenger forelå innsideinformasjon.
2. Uavhengig av dette representerte e-posten en situasjon som tillater utsatt offentliggjøring etter børsforskriften § 5-3.
3. Endelig anføres at Oslo Børs' overordnede rettsanvendelse ved vedtaket om overtredelsesgebyr ikke er korrekt, fordi man ikke har tatt tilbørlig hensyn til de krav som må stilles til bevis og bevisbyrde for overtredelse.

Subsidiært hevdes i klagen at overtredelsesgebyret er for høyt sett i forhold til overtredelsens karakter.

Børsklagenemnden bemerker innledningsvis at den etter børsforskriften § 26-1 har kompetanse til å prøve alle sider av det påklagede vedtak.

6.1 Spørsmålet om det forelå innsideinformasjon

Klageren sier seg enig i at de to avtalene som ble inngått kl. 01.15 den 18. september 2006 i utgangspunktet representerte innsideinformasjon etter definisjonen i verdipapirhandelloven § 2-2 annet og tredje ledd. Ved e-posten som ble oversendt fra Enablence kl 01.50 ble det imidlertid etter klagers oppfatning skapt slik usikkerhet rundt avtalene at sannsynlighetskriteriet, som er en delkomponent i hva som er presise opplysninger og dermed innsideinformasjon, ikke lenger var oppfylt.

Sannsynlighetskriteriet i vphl § 2-2 er formulert slik: " begivenheter som har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe". Dette medfører at man kan få informasjonsplikt selv før avtaler er helt sluttforhandlet. Børsklagenemnden er enig med børsen i at det her foreligger innsideinformasjon også etter mottakelsen av e-posten. Denne, som utelukkende dreide seg om en utsettelse av tidspunktet for offentliggjøring,

kan ikke ses å representere en så stor usikkerhetsfaktor at den fratrukket avtaleinngåelsene karakteren av insideinformasjon. Det er intet i e-posten som tyder på at den annen part stiller spørsmålsteget ved de inngåtte avtaler eller ønsker å endre ordlyd eller reforhandle avtalene. Når avtaleinngåelsen faktisk har skjedd, må det kreves sterkere holdepunkter for at avtalene likevel ikke skulle bli noe av, før det kan sies ikke lenger å foreligge noen insideinformasjon.

6.2 Spørsmålet om rett til utsatt offentliggjøring

Ignis påberoper seg forhistorien i sin kontakt med Enableness, og en generell skepsis basert på tidligere dårlige erfaringer med avtalemotparten, som grunnlag for at de mente det var nødvendig med nærmere undersøkelser rundt e-posten før offentliggjøring kunne iverksettes. Ignis subjektive oppfatning av dette kan ikke være avgjørende for om vilkårene for utsatt offentliggjøring etter børsforskriften § 5-3 er tilstede. Forsvarligheten av denne må kunne etterprøves; noe annet ville uthule hele børsregelverket.

Hovedregelen etter børsforskriften § 5-2 er at insideinformasjon umiddelbart skal offentliggjøres. Adgangen til å utsette offentliggjøringen foreligger etter børsforskriften § 5-3 bare når en offentliggjøring kan skade selskapets legitime interesser og opplysningene behandles konfidensielt samtidig som allmennheten ikke villedes av utsettelsen.

Det er intet i e-postens innhold som objektivt sett tyder på at det var grunnlag for å tvile på om de inngåtte avtaler ville bli satt ut i livet. Det som beskrives i redegjørelsen fra Ignis av 19. desember 2006 som grunnlag for deres usikkerhet, er ikke stort annerledes enn man vil oppleve i mange avtaleforhandlinger, som både kan være svært vanskelige og trekke i langdrag.

Det er dessuten tvilsomt om en offentliggjøring av avtalene, eventuelt sammen med en opplysning om den mottatte e-posten, kunne skade selskapets interesser. Men dernest kom opplysninger om avtalene frem gjennom avtalemotpartens webside, og dette synes å ha påvirket kursbildet for aksjen. At innleggelsen på Enableness webside skyldtes en glipp, kan ikke tillegges betydning. Vilkaene for utsatt offentliggjøring var derfor etter børsklagenemndens oppfatning ikke til stede.

Uansett var Ignis forpliktet til å underrette børsen om utsettelsen, jf. pkt 3.2.1 fjerde ledd i børsens Regler for løpende forpliktelser. Slik melding ble heller ikke gitt, hvilket er et brudd på reglene. Dette punkt er trukket frem av Oslo Børs, men ikke kommentert i noen av innleggene fra klager.

6.3 Den overordnede rettsanvendelse

Klager hevder at man, når det gjelder overtredelsesgebyr, må oppstille strengere beviskrav, enten tilsvarende straffeprosessens krav om tilnærmet sikkerhet eller et krav om sterk sannsynlighetsovervekt. Klager mener at børsen ikke har tatt hensyn til dette, snarere tvert imot har børsen pålagt Ignis å bevise sin uskyld. Vedtaket hviler derfor på en feilaktig rettsanvendelse.

Det er tvilsomt om det, som et generelt prinsipp i Norge, kan stilles krav til mer enn alminnelig sannsynlighetsovervekt i saker hvor det treffes tyngende forvaltningsvedtak. I Rt 1999 s. 14, som klager viser til, uttaler Høyestrett at det forhold at inndragning (etter saltvannsfiskeloven) regelmessig vil være et tungt økonomisk inngrep, "ikke i seg selv" er "noe sterkt argument for å forskyve tvilsrisikoen. Mange forvaltningsvedtak har store økonomiske konsekvenser uten at dette har ført til noe krav til særlig bevisstyrke i slike saker."

Samtidig er det antatt at det stilles strengere krav til bevisenes styrke der det er spørsmål om en part har gjort seg skyldig i et straffbart eller annen form for sterkt klanderverdig forhold. Flertallet i saken fra 1999 uttaler at en lovovertrødelse som kan

føre til inndragning, vil kunne oppfattes som infamerende, selv om det ikke skjer noen skyldkonstatering, og krever derfor en "klar sannsynlighetsovervekt" for at vilkårene for den administrative inndragning forelå.

Hvilke krav som skal settes til bevisenes styrke, vil altså bero på den konkrete lovbestemmelse. For så vidt angår overtredelsesgebyr, kan det trekkes paralleller til konkurranseloven, hvor Konkurranselovutvalget antok at det burde gjelde krav til klar sannsynlighetsovervekt for illeggelse av overtredelsesgebyr, fordi sanksjonen har et likhetstrekk med strafferettslige bøter, og det kan dreie seg om betydelige beløp, jf. NOU 2003:12 s. 131. Departementet, med tilslutning fra Stortingets administrasjonskomité, mente imidlertid at hensynet til samfunnet og forbrukerne tilsier at de vanlige overvektsprinsipper også skal anvendes hvor det ilegges overtredelsesgebyr etter konkurranseloven.

Børsklagenemnden ser det i denne saken slik at Oslo Børs har veid de foreliggende bevis tilstrekkelig samvittighetsfullt. Det har ikke vært tale om å snu bevisbyrden slik at Ignis må bevise sin uskyld. Alt ved de ytre omstendigheter i saken taler for at det foreligger en informasjonsplikt: langvarige forhandlinger er sluttført, avtalene er inngått og signert, og partene har i fellesskap utarbeidet børsmeldinger som er forutsatt offentliggjort neste morgen, men det skjer ikke på tross av at det norske regelverk utvilsomt krever det. Det er først etter at disse sterke bevis for overtredelse er konstatert, at børsen ber Ignis utdype og gi en nærmere begrunnelse og dokumentasjon fra tidligere erfaringer med Enablence for hvorfor e-posten skulle innebære usikkerhet for at avtalene allikevel ikke ville bli gjennomført, stikk i strid med en alminnelig fornuftig tolkning av e-postens ordlyd.

Det at Ignis med dette gis en ytterligere mulighet for å underbygge sitt syn, og begrunnelse for å unnlate publisering, kan selvsagt ikke oppfattes som at bevisbyrden er lagt på dem. Den redegjørelse som kommer fra Ignis 19. desember gir ingen god forklaring på hvorfor e-posten må tolkes slik Ignis har gjort, og gir dermed heller ikke grunnlag for å sette de øvrige bevis i saken til side. Det kan ikke sees at det hefter noen rettanvendelsesfeil ved en slik fremgangsmåte.

6.4 Overtredelsesgebyrets størrelse

Børsklagenemnden ser ingen grunn til å endre overtredelsesgebyrets størrelse. Nemnden er enig med børsen i at det bør reageres med gebyr. Det tas herunder hensyn til at plikten til å underrette børsen om utsatt offentliggjøring ikke er overholdt, og at det inntil børsmeldingen ble sendt, forelå asymmetri i markedet for så vidt angår informasjon om Ignis.

Det ilagte gebyr på NOK 110.000 ligger på laveste nivå, og det er da tatt tilbørlig hensyn til at overtredelsen ikke er av den mest alvorlige karakter og det foreligger unnskyldelige momenter. Den nødvendige forholdsmessighet mellom overtredelse og reaksjon er etter Børsklagenemndens oppfatning til stede.

Børsklagenemnden traff etter dette slikt enstemmig vedtak:

Børsstyrets vedtak av 24. januar 2007 om å ilegge Ignis ASA et overtredelsesgebyr stort NOK 110.000 for brudd på Regler for selskaper med børsnoterte aksjer og grunnfondsbevis (løpende forpliktelser) pkt. 3.2.1 første og fjerde ledd, jf. børsforskriften § 5-2 første ledd, stadfestes.

5.2.2 Informasjonshåndtering under fusjonsforhandlinger mellom Norsk Hydro ASA og Statoil ASA (børsstyresak av 24.05.2007)

Protokoll fra styremøte i Oslo Børs ASA 24. mai 2007

INFORMASJONSHÅNDTERING UNDER FUSJONSFORHANDLINGER

1 Innledning

Saken gjelder spørsmål om Norsk Hydro ASA ("Hydro") og Statoil ASA ("Statoil") har opptrådt i strid med Oslo Børs' løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 fjerde ledd ved ikke å gi børsen melding om utsatt offentliggjøring av innsideopplysninger. Spørsmålet oppsto i forbindelse med forhandlinger om fusjonen mellom selskapene som ble offentliggjort før børsen åpnet den 18. desember 2006.

2 Kort om selskapene

2.1 Hydro

Hydro er et energi- og aluminiumselskap etablert i 1905, med 33 000 medarbeidere og virksomheter i nær 40 land. Hydros aluminiumsvirksomhet er ett av verdens ledende integrerte aluminiumselskaper. Hydro er operatør for 13 olje- og gassinstallasjoner. I 2005 var gjennomsnittlig egenproduksjon på 563 000 fat olje pr. dag.

Hydro er børsens nest største selskap målt i markedsverdi (ca. 250 mrd). Det er registrert over 40 000 børsposteiere i Hydro. Den norske stat eier 43,8 % av aksjene i Hydro. Likviditeten i Hydro-aksjen har over tid kun vært overgått av Statoil.

2.2 Statoil

Statoil ble etablert i 1972. Statoil har virksomhet i 33 land og har vel 25 000 medarbeidere. Hovedkontoret ligger i Stavanger. Statoils driftsinntekter i 2005 var 393 milliarder kroner. Selskapet er operatør for 60 prosent av den norske olje- og gassproduksjonen, og den internasjonale produksjonen øker kraftig. Statoil er en av verdens største oljeselgere, en betydelig selger av naturgass i det europeiske markedet og har betydelig industriell virksomhet. Selskapet har bensinstasjoner i de skandinaviske landene, Irland, Polen, de baltiske stater og Russland.

Statoil er børsnotert i Oslo og New York. Den norske stat eier 70,9 % av aksjene i selskapet, som er børsens største målt i markedsverdi (ca. 350 mrd).

3 Sakens bakgrunn

3.1 Melding om fusjon og børsens undersøkelser

Mandag 18. desember 2006 før klokken 8 om morgenen ble det offentliggjort børsmeldinger fra Statoil og Hydro om den foreslåtte fusjonen mellom selskapene, jf. Bilag 1. Samme dag påbegynte Oslo Børs undersøkelser av informasjonshåndteringen under fusjonssonderingene på bakgrunn av kurs- og volumutviklingen i Hydro den 14. desember.

På forespørsel fra børsen har Hydro og Statoil redegjort for prosessen som ledet opp til børsmeldingene, jf. brev fra Hydro av 4. januar 2007 i Bilag 2 (vedlegg til brev ikke inntatt), brev av 15. januar i Bilag 3, brev av 8. februar i Bilag 4 (vedlegg til brev ikke inntatt) samt e-post av 21. mars i Bilag 5 og Statoils brev av 3. januar i Bilag 6 (vedlegg til brev ikke inntatt) og brev av 16. januar i Bilag 7. De tilhørende forespørslene ligger i samme bilag som svarbrevene.

Hydro og Statoil ble oversendt børsens foreløpige konklusjoner i likelydende brev av 20. april. Hydro og Statoil besvarte børsens brev den 7. mai, jf. Bilag 8 og 9.

[...]

3.2 Sonderinger mellom Hydro og Statoil

I styremøter under sommeren og høsten 2006 startet Hydro med en bred gjennomgang av selskapets porteføljestrategi. På dette tidspunktet var det kun konsernledelsen og enkelte andre medarbeidere som var del i arbeidet. Etter en stund engasjerte Hydro Goldman Sachs som finansiell rådgiver. Utover høsten arbeidet denne gruppen med å vurdere å skille Hydros aluminiums- og petroleumsvirksomhet og eventuelt slå sammen petroleumsvirksomheten med Statoil. Det ble under arbeidet lagt stor vekt på at uvedkommende ikke ble gitt opplysninger om prosessen. Arbeidsgruppen ble utover høsten utvidet ettersom et eventuelt skille av virksomhetene ville innebære meget kompliserte transaksjonsmessige forhold. Det vises til Hydros korrespondanse med børsen.

Statoil har overfor børsen redegjort for at arbeidet med en mulig fusjon med Hydro ble påbegynt sommeren 2006, jf. brev av 13. januar:

"Statoil gjør løpende vurderinger av mulige strategiske transaksjoner. Muligheten for å gjøre en transaksjon som ville involvere Hydros olje- og gassvirksomhet har inngått som en del av slike mulige strategiske transaksjoner.

Fra sommeren 2006 ble det igangsatt et mer systematisk arbeid i Statoil for å oppdatere vurderingene av muligheten for en sammenslåing mellom Statoil og Hydros olje- og gassvirksomhet."

De første fusjonssonderingene mellom konsernsjefene i Hydro og Statoil fant sted medio oktober 2006. Det var i tillegg enkeltstående kontakt mellom styrelederne i selskapene. Fra slutten av november var det også begrenset informasjonsutveksling på administrasjonsplan. I brev av 4. januar har Hydro redegjort for denne kontakten:

"Konsernsjefene ble etter hvert enige om at de ville skissere en mulig prosess i de ordinære styremøtene medio desember der styrene umiddelbart før jul eventuelt kunne bli bedt om å gi sin tilslutning til forhandlinger romjulen, med en mulig annonsering av enighet om en sammenslutning umiddelbart på nyåret.

Onsdag 13. desember ble det avholdt ordinært styremøte i Hydro. I tidsrommet ca. kl. 15.30 – 18.30 diskuterte styret selskapets porteføljestrategi og styret ble orientert om kontakten som hadde vært mellom Hydro og Statoil etter forrige styremøte, og om status i det interne forberedelsesarbeidet. I kontakten mellom konsernsjefene denne dagen (13. desember) var det blitt avklart at Statoil for første gang ville informere sitt styre neste dag (14. desember) om kontakten og sonderingene som hadde vært mellom selskapene.

Fra styreprotokollen hitsettes:

"Reiten informed about the process since the previous Board meeting, with investigation of the possibilities of a merger of Hydro's demerged E & P activities with Statoil. The Board then discussed such possible merger and parts of this discussion took place with only the Board members present... The Chair then summarized that the Board expressed support to the CEO further exploring the basis for possible negotiations with Statoil."

I brevet omtales vurderingene etter styremøtet som følger:

"Etter styremøtet var avsluttet konkluderte Hydros juridiske kontor med at man av forsiktighetshensyn burde anse Hydro som selskap og de involverte Hydro-personer og –rådgivere som innsidere i verdipapirlovens forstand fra og med

styremøtets avslutning 13. desember 2006 kl 18.30. Fra juridisk kontors vurdering samme kveld hitsettes følgende:

"Ved at Hydros styre i dag (13. desember 2006) har gitt støtte til at konsernsjefen foretar nærmere sonderinger med [Statoil] f.k. weekend og kommende uke for å avgjøre hvorvidt det er grunnlag for forhandlinger, er det trolig etablert et faktum som av forsiktighetshensyn kan tilsi at Norsk Hydro ASA som selskap og de personer som er involvert på vår side med relevant kunnskap om [sonderingene], fra og med styremøtets avslutning i kveld bør anses som innsidere i relasjon til Hydro-aksjen og tilknyttede verdipapirer.

På denne bakgrunn anbefales det at vi oppdaterer eksisterende lister over personer med kunnskap (og tilgang til kunnskap) om [sonderingene] med angivelse av at innsidesituasjonen anslagsvis oppsto 13. desember 2006 kl. 18.30, samt sender varsel til de relevante personer om dette jf vphl. § 2-5.

Ettersom [sonderingene] er i en tidlig fase, og ettersom en eventuell offentliggjøring av [sonderingene] før endelig integrasjonsavtale (hvis noen) mellom [Statoil] og Hydro foreligger vil være svært skadelig både for sonderingene (og eventuelt senere forhandlinger) og selskapene som sådanne, anbefales det at Hydro beslutter "utsatt offentliggjøring" jf børsforskriften § 5-3." (Klammeparenteser erstatter kodeord på Statoil og prosessen som sådan.)"

Sonderingene eller prosessen ble som det fremgår gitt kodenavnet "Color". Hydro har overfor børsen utdypet ovennevnte forhold, jf. brev av 15. januar:

"Som nevnt i vårt brev av 4. januar, ble det kvelden 13. desember 2006 konkludert med at de involverte Hydro-personer og rådgivere av forsiktighetshensyn burde opptre som om de var innsidere i verdipapirlovens forstand fra og med 13. desember 2006 kl 18.30. Vår vurdering er at på dette tidspunkt forelå det ikke en innsidesituasjon som medførte plikt til å underrette børsen."

Det ble avholdt styremøte i Statoil torsdag 14. desember klokken 12:30. Styret ble her orientert om de pågående samtalene, og tok disse til etterretning. Hydro ble informert om Statoil styrets behandling, jf. brev av 4. januar. Statoil har beskrevet prosessen som ledet opp til styremøtet slik, jf. brev av 13. januar:

"Arbeidet i de innledende faser fra sommeren til ultimo november 2005 involverte kun konsernsjef Helge Lund, CFO Eidar Sætre, økonomidirektør Torgrim Reitan samt leder for M&A Peter Hill. I tillegg arbeidet investeringsbanken Morgan Stanley med oppdateringer av analyser og verdivurderinger. Saken ble diskutert med styreleder Jannick Lindbæk i månedsskiftet august/september 2006.

Mot slutten av november og begynnelsen av desember 2006 ble intern og eksternt juridisk, regnskaps- og prosessmessig kompetanse knyttet til prosessen. Fortsatt var svært få personer involvert i prosessen.

I uke 47 [20. til 26. november, børsens tilføyelse] ble en mer formell prosjektorganisasjon valgt, ledet av CFO Eidar Sætre, økonomidirektør Torgrim Reitan, leder for M&A Peter Hill, og juridisk direktør Tom Melbye Eide (Statoils prosjektteam)..."

Prosjektteamet ble etter hvert som styremøtet den 14. desember nærmet seg, gradvis utvidet til å involvere noen flere personer.

På fredag 15. desember klokken 9:00 avholdt Hydro og Statoil møte med statsministeren der det ble orientert om fusjonsprosessen. Det ble i den forbindelse holdt en presentasjon hvor bakgrunnen for sonderingene og en mulig fusjon ble forklart. I den forbindelse ble det fokusert på den fordelaktige størrelsen til det sammenslåtte selskapet og at dette ville bli en konkurransedyktig norsk aktør. Personene som deltok på møtet, undertegnet taushets- og handleforbudserklæringer hvor det fremkommer at informasjonen de mottar er å anse som innsideinformasjon, jf. brev av 4. januar. Det var totalt 19 stykker fra departementene som undertegnet slike erklæringer i løpet av børsens åpningstid 15. desember.

[...]

Hydro og Statoil foretok også i 2004 sonderinger med tanke på en mulig sammenslåing, jf. pkt 6.1.1 nedenfor.

3.3 Handelen før og etter børsmeldingene fra Statoil og Hydro

I 2006 hadde Hydro en daglig omsetning på 1,5 milliarder kroner og i desember var Hydro aksjen mer omsatt enn Statoil. Den høye omsetningen i desember er på grunn av fusjonsforslaget, og at markedet tolket dette mer positivt for Hydro enn for Statoil.

Da meldingene om fusjon ble offentliggjort den 18. desember, steg aksjekursen i Hydro med 20,6 %. Den 18. desember ble det omsatt Hydro-aksjer for 17,3 milliarder kroner. Tilsvarende tall for Statoil var et fall i aksjekursen på 1,7 % og 11,7 milliarder kroner. Ingen av selskapene har noen gang tidligere hatt så høy omsetning i løpet av en dag (med unntak av rapporteringer av statlig nedslag). Utskrifter fra børsens overvåkingssystem er vedlagt som Bilag 10.

I perioden mandag 11. desember til fredag 15. desember (uke 50) steg Hydro-kursen med 5,9 %, mens Statoil-kursen steg med 3,4 %. Volumet i de to aksjene disse dagene var uvanlig, i den forstand at Hydro hadde størst omsetning hver dag med unntak av tirsdag den 12. desember. Gjennomsnittlig omsetning for de to selskapene i 2006 var 1,5 og 2,2 milliarder kroner per dag for hhv. Hydro og Statoil.

I uke 50 er det spesielt torsdag 14. desember som skiller seg ut handelsmessig. Denne dagen steg Hydro 3,9 % og det ble omsatt aksjer for 3 milliarder kroner, mens Statoil steg 3,3 % og ble omsatt aksjer for 2,2 milliarder kroner. En forklaring på dette forholdet kan være at Goldman Sachs sendte ut en positiv analyse på Hydro og Statoil onsdag 13. desember og at oljeprisen steg 1 dollar. Det sistnevnte forklarer neppe forholdet mellom Statoil og Hydro den dagen, ettersom oljeprisen erfaringsmessig får større innvirkning på Statoil-kursen ettersom de er mer eksponert mot den. Noe av kursoppgangen skyldes imidlertid trolig oljeprisøkningen. Analysen som Goldman Sachs laget var kjent for markedet ca. klokken 19 den 13. desember. I analysen fremgår det at begge selskapene er underpriset i forhold til den europeiske oljesektoren. Særlig er det i analysen fremhevet at Hydro er underpriset. Analysen kan forklare den unormale kurs- og volumutviklingen torsdag 14. desember. Fredag 15. desember ble volumet normalisert, men kursene holdt seg på det høye nivået fra dagen før. Det var flere utenlandske meglerhus som hadde en unormal høy omsetning av Hydro-aksjen den 14. desember.

Aksjekurs- og omsatt volum i aksjene og utvikling i referanseindeksene i uken før børsmelding:

	Mandag	Tirsdag	Onsdag	Torsdag	Fredag	Uken totalt
Kursutvikling Hydro	-0,3%	1,5%	0,0%	3,9%	0,8%	5,9%
Omsetning Hydro i mrd.	1,221	1,211	1,245	3,014	1,387	8,079
Kursutvikling Statoil	-1,2%	2,0%	-1,2%	3,3%	0,6%	3,4%
Omsetning Statoil i mrd.	1,001	1,449	1,179	2,225	1,301	7,157
Hovedindeksen	0,2%	0,5%	-0,3%	1,7%	0,9%	3,1%
Energiindeksen	-0,4%	0,9%	-0,2%	2,5%	0,6%	3,4%

4 Rettslig utgangspunkt

4.1 Definisjon av innsideinformasjon

Innsideinformasjon er definert i verdipapirhandelloven ("vphl.") 2-2 første ledd:

"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.

Vphl. § 2-2 er en gjennomføring av EUs markedsmissbruksdirektiv (direktiv 2003/6/EF med utfyllende bestemmelser i direktiv 2003/124/EF). I forbindelse med direktivgjennomføringen ble det fastslått at norsk rett var i tråd med direktivet, jf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) Om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmissbruksdirektivet mv.) ("Ot. prp.") side 27. Forarbeider, praksis mv. fra før 2005 har fortsatt vekt ved forståelsen av gjeldende vphl. § 2-2.

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. § 2-2 annet og tredje ledd:

"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. Det må være klart at en forhandling eller annen ikke-sluttført prosess kan utgjøre en slik omstendighet.

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. § 2-2 annet ledd, 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. Kredittilsynet 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. § 2-2 tredje ledd. 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).

Til slutt må opplysninger være ikke-offentlig tilgjengelige eller allment kjente i markedet, for å omfattes av definisjonen av innsideinformasjon.

Det er i rettspraksis lagt til grunn at innsideinformasjon kan oppstå på et tidlig stadium i en prosess, jf. pkt. 4.2 nedenfor. 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.

4.2 Trinnvise prosesser

Det foreligger rettspraksis som nærmere angir hva som menes med innsideinformasjon. Børsen finner her grunn til å fremheve den såkalte Sense-saken der lagmannsretten i dom av 6. mars 2006 uttalte som følger:

"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 overtagelse. Selv om endelig 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 – det vil si på formiddagen 20. februar 2003."

Saken gjaldt finansdirektøren i Reitangruppen som på et tidlig stadium i en mulig oppkjøpsprosess av det børsnoterte selskapet Sense ASA, ble kjent med at Reitan Invest planla et bud på Sense ASA. Høyesterett dømte etter straffeutmålingsanke finansdirektøren til 6 måneder ubetinget fengsel bl.a. for å ha handlet på denne informasjonen.

CESR (Committee of European Securities Regulators) har i Annex I – CESR L3 Public Consultation Nov. 06 (ref. nr. 06-562 tilgjengelig på www.cesr-eu.org "consultations") gitt veiledning til forståelse av EUs markedsmisbruksdirektiv. Dokumentet har begrenset rettskildemessig vekt, men angir hva europeiske verdipapirtilsynsmyndigheter anser kan utgjøre innsideinformasjon, jf. pkt. 1.6:

"It is also important to note that, if the information concerns a process which occurs in stages, each stage of the process as well as the overall process could be

information of a precise nature. An example might be a takeover bid. The fact that the proposed takeover might not in the end take place does not mean that the approach to the target company is not precise information in its own right."

Det synes klart at en opplysning ikke behøver å være fullstendig for å utgjøre presise opplysninger, jf. dokumentets pkt. 1.7. Med hensyn til kravet om merkbar kurspåvirkning heter det i pkt. 1.8:

"As regards whether a piece of information is specific enough to allow a conclusion to be drawn about its impact on prices, CESR Members consider this would occur for example in two circumstances. The first would be when the information is such as to allow the reasonable investor to take an investment decision without (or at very low) risk. The second would be when the piece of information was such that it is likely to be exploited immediately on the market."

Et viktig vurderingstema er i følge CESR om de aktuelle opplysningene har en potensiell "oppside". Dersom forholdet opplysningene vedrører ikke materialiserer seg vil aksjekursen, alt annet like, ikke bevege seg. På generelt grunnlag vil en investor med opplysninger om et mulig oppkjøp eller en mulig fusjon ha et klart incitament til å handle på bakgrunn av informasjonen.

Også i juridisk teori er det lagt til grunn at det kan oppstå innsideinformasjon på et tidlig stadium i trinnvise prosesser, jf. for eksempel Sæbø (1995) side 176 flg.

I Kredittilsynets høringsnotat ved gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet heter det på side 15 at det under "en trinnvis prosess (for eksempel en forhandling eller en kapitalutvidelse), vil kunne foreligge innsideinformasjon på et tidlig stadium".

4.3 Offentliggjøring av innsideinformasjon

Børsnoterte selskap skal som hovedregel offentliggjøre innsideinformasjon, jf. børsforskriften § 5-2 første ledd:

"Selskapet skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår selskapet, jf. verdipapirhandelloven § 2-2 første til tredje ledd."

På nærmere vilkår kan offentliggjøringen av innsideinformasjon utsettes, jf. børsforskriften § 5-3 første og andre ledd punkt (a):

*"Selskapet 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. verdipapirhandelloven § 2-4.
Legitime interesser som nevnt i første ledd kan typisk relatere seg til:
a. Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring..."*

Innsideinformasjon som er utsatt offentliggjort skal behandles konfidensielt, jf. ovenfor og vphl. § 2-4. Børsen har i sine løpende forpliktelser fastsatt regler som tilsvarer børsforskriften §§ 5-2 og 5-3.

4.4 Melding til børsen ved utsatt offentliggjøring

I børsens løpende forpliktelser punkt 3.1.2 tredje ledd heter det:

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

selskapets kontaktperson ved børsen eller vakthavende person ved avdeling for selskapskontroll."

Børsens løpende forpliktelser er fastsatt i medhold av børsloven § 5-1. Kvalifiserte overtredelser kan sanksjoneres ved overtredelsesgebyr i medhold av børsloven § 5-12. Det vises til pkt. 6.2 nedenfor for så vidt gjelder varslingspliktens begrunnelse.

5 Selskapenes anførsler

5.1 Hydro

Hydro har anført at opplysninger om fusjonssamtalene mellom Hydro og Statoil, først utgjorde innsideinformasjon ved lunsjtider lørdag 16. desember, jf. bl.a. brev av 15. desember. Innsideinformasjonen oppsto etter at konsernlederne hadde hatt innledende møter og konstatert at det var grunnlag for å påbegynne forhandlingene, jf. brev av 4. januar. Etter Hydros vurdering var opplysninger om sonderingene verken "presise" eller kunne påvirke kursen "merkbart" før dette tidspunktet.

Etter Hydros styremøte den 13. desember var det fortsatt ikke påbegynt noen forhandlinger, og Statoils styre var med unntak av styreformannen, ikke informert, jf. brev av 4. januar.

Det vanskelig å angi når opplysninger blir innsideinformasjon i trinnvise prosesser, men dette kan skje på et tidlig stadium. Før helgen den. 16. og 17. desember gjensto det å avklare vesentlige forhold som bytteforhold, lokalisering, prinsipper for ledelse og styre, ansvarsforhold, hva som skulle inngå i sammenslåingen mv. På tidspunktet for styremøtene var således selskapene i en forberedelsesfase. Det er to likeverdige parter som skal fusjonere. Fusjonen er vekstdrevet, ikke synergidrevet. Det er mindre relevant å se hen til kursendringer som erfaringsmessig inntreer ved oppkjøp. Det vises til Hydros brev av 7. mai (Bilag 8).

Det er riktig at Hydro og Statoil hadde gjort et ikke ubetydelig arbeid før regjeringen ble informert den 15. desember. Dette arbeidet var imidlertid i hovedsak begrenset til å planlegge gjennomgangen av respektive forretningsområder, balanse og regnskapsforhold, samt andre arbeidsstrømmer. Det var videre arbeidet med å identifisere de viktigste forhandlingspunktet. Disse var likevel ikke avklart før helgen.

Hydro hadde lagt ned et betydelig arbeid med utkast til integrasjonsavtale, som ble sendt over til Statoil den 15. desember. Reelle forhandlinger var imidlertid ikke gjennomført på dette tidspunktet. Det vises til Hydros brev av 7. mai.

Det ble ført innsidelister i forbindelse med styremøtet den 13. desember av forsiktighetshensyn, jf. brevet av 4. januar. Dette indikerer ikke at det faktisk forelå innsideinformasjon. Føring av slike lister tidlig i en prosess er vanlig ettersom det er vanskelig å angi når opplysninger tar karakteren av å være innsideinformasjon.

Hydro gav melding til markedet om morgenen den 18. desember. Dette er i tråd med selskapets forpliktelser, ettersom innsideinformasjon først oppsto ved lunsjtider den 16. desember. Selskapet var ikke forpliktet til å gi Oslo Børs underhånden beskjed om forhandlingene før helgen, og har derved ikke brutt børsens løpende forpliktelser.

Hydro har under prosessen hatt gode og strenge rutiner for håndtering av sensitive opplysninger. Det har kun blitt involvert et fåtall personer, og det har løpende blitt ført lister over disse. Møtetidspunkt mv. har blitt holdt konfidensielt, og prosessen har blitt gitt kodenavn. E-post har vært kryptert og kun benyttet der dette har vært påkrevd. Det vises til brev av 4. januar.

5.2 Statoil

Det forelå ikke innsideinformasjon før helgen den 16/17. desember. Opplysninger om samtalerne utgjorde før dette tidspunktet ikke presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart. Selskapet har ikke brutt plikten til å underrette børsen ved utsatt offentliggjøring, jf. brev av 7. mai (Bilag 9).

Det er riktig at Statoil hadde gjort et "visst forarbeid" før helgen den 16/17. desember. Dette hadde imidlertid karakter av interne forberedelser. Forut for helgen var det ikke innledet noen forhandlingsprosess mellom Statoil og Hydro. Styret i Statoil hadde ikke gitt sin tilslutning til at slike forhandlinger skulle innledes eller på annen måte tatt stilling til en eventuell fusjon. Styrets formann og ett styremedlem var orientert om samtalerne med Hydro, men styret som sådan ble første gang orientert om saken i møtet den 14. desember. I brev av 7. mai heter det således:

"Styret tok orienteringen til etterretning, og ga sin tilslutning til at samtalerne kunne fortsette, men gav på dette tidspunktet ikke ledelsen noe mandat til å forhandle frem en avtale."

Det skulle etter planen avholdes nytt styremøte den 21. desember, og en konkretisering av samtalerne med Hydro skulle først skje etter at hovedaksjonæren var informert.

Kontakten mellom Statoil og Hydro forut for helgen den 16/17. desember var av saksforberedende karakter. Hovedvekten i samtale lå på å avklare hvordan en eventuell forhandling skulle gjennomføres. Det var enighet om at en fusjon skulle baseres på et prinsipp om sammenslåing av likeverdige parter. Det vises til brev av 7. mai.

Det var før helgen den 16/17. desember ikke avklart eller forhandlet om sammensetning av styre og ledelse, lokalisering mv. Partenes finansielle rådgivere hadde utvekslet synspunkter på mulige fremgangsmåter for å fastsette bytteforholdet. Noen forhandling om dette var derimot ikke innledet. Prinsipper for en due-diligence var diskutert, men ingen informasjon var utvekslet. Alt dette skjedde den påfølgende helgen, jf. brev av 7. mai.

Statoil og Hydro hadde forut for styremøtene den 13. og 14. desember, utvekslet synspunkter på ulike transaksjonsmodeller. Det var også diskutert hvilke aktiva og passiva som det kunne være aktuelt å slå sammen, herunder hvilket gjelds nivå som var naturlig. Det var imidlertid ikke utvekslet utkast til noen avtale. Statoil mottok første utkast til integrasjonsavtale fra Hydro om ettermiddagen fredag den 15. desember.

En avgjørende forutsetning for fusjonen var hvordan staten ville stille seg. Dette var ikke klart på tidspunktet for Statoil-styrets møte. Statoil kan ikke se relevansen av vurderinger gjort av Hydros juridiske avdeling, ettersom disse knytter seg til Hydro-aksjen. Statoil førte av forsiktighetsgrunner innsidelister fra tidspunktet for styremøtet. Dette var imidlertid ikke rettslig påkrevd. Det vises til brev av 7. mai.

Opplysninger om en fusjon vil kunne utgjøre innsideinformasjon på et tidlig stadium i en prosess. Når man skal vurdere kurspåvirkningspotensial, vil graden av usikkerhet være ett av flere momenter. Er den kurspåvirkende evne høy kan opplysninger utgjøre innsideinformasjon selv om usikkerheten er stor. Der det er snakk om en fusjon mellom likeverdige parter, skal det mer til at opplysninger utgjør innsideinformasjon enn der det er snakk om et oppkjøp. Før noe bytteforhold var forhandlet, ville det ikke være mulig for en fornuftig investor å vurdere om opplysningene ville påvirke Statoil-aksjen overholde, og desto mindre om en eventuell kurspåvirkning ville være negativ eller positiv. Det vises til brev av 7. mai.

Dersom markedet har spekulert i en fusjon mellom Statoil og Hydro siden 2004, skal disse spekulasjonene være diskontert i kursen. Det er feilaktig lagt til grunn at disse spekulasjonene medførte at informasjonsplikt inntraff på et tidligere tidspunkt enn om spekulasjonene ikke hadde fantes, jf. brev av 7. mai.

Statoils aksje falt i verdi den 18. desember, dagen da sammenslåingen med Hydro ble offentliggjort. Etter Statoils syn gir verken kursutvikling etter offentliggjøring eller kursutvikling i dagene før offentliggjøring holdepunkter for å fastslå at fusjonssamtalene utgjorde særlig kurssensitiv informasjon for Statoil. Det vises til brev av 7. mai.

6 Børsens vurderinger

6.1 Spørsmålet om det forelå innsideinformasjon

6.1.1 Kurspåvirkningspotensialet

Hydro og Statoil er Norges to største petroleumsselskaper. Målt i markedsverdi er Hydro og Statoil hhv. Oslo Børs' nest største og største selskap. Oslo Børs legger til grunn at opplysninger om en mulig sammenslåing av selskapenes olje- og gassvirksomheter må ha hatt et klart kurspåvirkningspotensial. Det antas at en sammenslåing av virksomhetsområdene vil bli strategisk viktig for begge selskapene. Et fusjonert selskap vil bli vesentlig større og få en dominerende stilling på norsk sokkel. Det antas at en fusjon åpner for synergieffekter og at muligheten for deltagelse i store internasjonale prosjekter, øker. For Hydros del medfører fusjonen i tillegg en utskillelse av olje- og gassvirksomheten fra den øvrige virksomheten. Dette antas i seg selv å være positivt for Hydro-aksjonærene, jf. nedenfor om utskillelsen av Yara International ASA. Gitt blant annet de potensielt store gevinstene for selskapene ved en sammenslåing, legges det til grunn at opplysninger om konkrete fusjonssamtaler - og vurderinger, også har hatt et klart kurspåvirkningspotensial.

Det ble i 2004 ført samtaler mellom Hydro og Statoil med tanke på en mulig fusjon. Disse samtalene ble ført mellom konsernsjefene, i tillegg til at styreformennene var informert. Da nyheten om disse samtalene ble kjent den 10. februar 2004, steg kursen på begge selskapene til tross for at det på dette tidspunktet var klart at det ikke var aktuelt med noen fusjon. Hydro-aksjen steg den aktuelle dagen 2,4 %, mens Statoil steg 0,7 %. Den 10. februar 2004 var det for begge selskapene en betydelige høyere omsetning enn det som hadde vært gjennomsnittlig dagsomsetning tidligere i 2004. For Hydros del var omsetningen 42 % høyere og for Statoils del var omsetningen 37 % høyere. Det vises til utskrifter fra Oslo Børs' overvåkingssystem i Bilag 11 hvor det også er vedlagt utviklingen i Hydro da børsmeldingen om utskillelsen av Yara International ASA ble offentliggjort. Etter børsens vurdering gir hendelsesforløpet i 2004 en klar indikasjon på at markedet vurderte opplysninger om en fusjon mellom Hydro og Statoil som positive, særlig for Hydros del. Det bemerkes at samtalene i 2004 ikke var veldig konkrete og kun basert på offentlig tilgjengelig informasjon, jf. Bilag 12 hvor svar fra Hydro og Statoil er vedlagt.

I etterkant av sonderingene i 2004 har det flere ganger vært spekulasjoner om nye fusjonssamtaler mellom Statoil og Hydro. Det kan antas at markedet hadde en viss forventning til at en sammenslåing kunne bli en realitet, og at konkrete opplysninger ville gi utslag i kursen på aksjene. Gitt fusjonssamtalene i 2004 og markedes forventning, må det antas at desto mer presise slike opplysninger fremsto, desto større ville kursutslaget bli.

6.1.2 Presise opplysninger

Etter vphl. § 2-2 er presise opplysninger, opplysninger som indikere at en omstendighet har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe. Ordlyden inneholder i utgangspunktet ingen saklig avgrensning. Enhver opplysning kan derved utgjøre en omstendighet eller begivenhet, gitt at de øvrige vilkårene er innfridd. Opplysningene skal videre være spesifikke nok til å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen av opplysningene. Det er klart at rykter og spekulasjoner ikke fyller vilkåret. En forhandling

om et oppkjøp eller en fusjon vil kunne være en omstendighet som utgjør en "presis opplysning".

Ledelsen i Hydro og Statoil hadde siden oktober 2006 vært i samtaler om en mulig fusjon. Styreformennene i selskapene var orientert om disse samtaler. Fra slutten av november fant det sted begrenset informasjonsutveksling på administrasjonsplan. Konsernsjefene i Hydro og Statoil ble etter hvert enige om å skissere den videre prosessen for sine styrever i medio desember. Styrene i Hydro og Statoil gav sin tilslutning til videre samtaler hhv. den 13. og 14. desember.

Etter fusjonssonderingene i 2004 ble Hydro og Statoil kritisert for å ikke ha orientert regjeringen. Det må antas at Hydro og Statoil hadde gjort et ikke-ubetydelig forarbeid før regjeringen ble orientert om samtaler på morgenen den 15. desember 2006, jf. Hydros brev av 7. mai. Det vises her til de interne prosessene som hadde pågått i flere måneder, herunder møter mellom konsernlederne fra oktober og begrenset informasjonsutveksling på administrasjonsplan fra november. Hydro hadde på sin side bl.a. utarbeidet utkast til integrasjonsavtale, som ble oversendt Statoil før helgen. Selskapene forhandlet frem integrasjonsavtalen i løpet av helgen den 16. og 17. desember. Oslo Børs legger til grunn at det før denne helgen var gjennomført et ikke-ubetydelig arbeid i begge selskaper, jf. pkt. 3.1.2 ovenfor. Det er likevel klart at beslutninger om bytteforhold, ledelse, lokalisering mv. først ble avklart på et senere tidspunkt.

Både Statoil og Hydro har anført at opplysninger om samtaler ikke var presise på tidspunktet for styremøtene ettersom reelle forhandlinger ikke var påbegynt og sentrale temaer som bytteforhold, ledelse, lokalisering mv. ennå ikke var diskutert. Det er anført at opplysninger om samtaler først ble presise ved lunsjtider den 16. desember, dvs. etter at konsernlederne hadde avklart at det var grunnlag for reelle forhandlinger. Oslo Børs er ikke enig i dette. Opplysninger om fusjonssonderinger som har pågått i lengre tid (herunder om mulige transaksjonsmodeller og aktiva og passiva som eventuelt skulle inngå i en sammenslåing), møter mellom konsernledelsen, informasjonsutveksling mellom partene og orienteringer for styrene, må i seg selv sies å være presise.

Etter Oslo Børs' vurdering var opplysninger om fusjonssamtaler mellom partene å anse som presise opplysninger senest da begge selskaperes styrever gav sin tilslutning til videre forhandlinger. Det legges til grunn at forhandlingene på dette tidspunktet – gitt bl.a. prosessen i 2004 og markedets forventninger om nye sonderinger – utgjorde en omstendighet i vphl. § 2-2 annet ledds forstand. Det presiseres at lovens vilkår på dette punktet anses innfridd selv før partene påbegynte det som betegnes som reelle forhandlinger og det var utvekslet utkast til avtale. Det kan heller ikke være avgjørende at staten ikke var informert om en eventuell sammenslåing. At selskapene etter styremøtene var kommet så langt at hovedeieren kunne informeres, taler snarere i retning av at det forelå en omstendighet.

Børsen legger videre til grunn at opplysningene etter styremøtene var spesifikke nok til å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen på selskaperes aksjer. Generelt var det antatt at en fusjon ville være mest fordelaktig for Hydrokursen. Gitt bl.a. størrelsen og posisjonen til det fusjonerte selskapet, må det antas at opplysninger om sonderinger om en sammenslåing var spesifikke nok til å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen på Statoil-aksjen også. At selskapene hadde påregnet en lengre prosess med forhandlinger i romjulen, endrer ikke at opplysningene allerede på dette tidspunktet var å anse som presise.

6.1.3 Andre vilkår

Det neste vilkåret i vphl. § 2-2 stiller er at opplysningene skal kunne påvirke kursen merkbart. Etter bestemmelsens tredje ledd er det her spørsmål om en fornuftig investor ville lagt vekt på opplysningene som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

På generelt grunnlag må det legges til grunn at opplysninger om fusjonssamtaler mellom Hydro og Statoil, Norges to største olje- og gassvirksomheter, vil være av stor betydning for prisingen av selskapenes aksjer. Det vises her til kursutviklingen etter samtalene mellom selskapene i 2004 og markedets forventning om nye sonderinger. Det vises for ordens skyld også til kursutviklingen den 18. desember 2006 hvorved Hydros kurs steg med 20,7 % (også i uken før offentliggjøringen steg Hydro-kursen betydelig). Også Statoil-aksjen steg betydelig intra-dag (6,2 % ved åpning den 18. desember, så opp ytterligere 2 %. Deretter falt kursen slik at sluttkursen mandag ble under sluttkursen på fredag). Det presiseres imidlertid at en opplysning kan utgjøre innsideinformasjon selv om kursen på aksjen ikke påvirkes. Vurderingen av en opplysnings kurspåvirkning mv. skal fortas "ex ante", dvs. i forkant at den aktuelle handlingen (som kan være en handel, offentliggjøring av informasjon mv.). Børsen finner at en fornuftig investor sannsynligvis ville benyttet disse opplysningene ved en beslutning om å investere i et av selskapenes aksjer.

Opplysninger opphører å være innsideinformasjon dersom de blir offentliggjort eller alminnelig kjent, jf. vphl. § 2-2. Det legges til grunn at opplysninger om fusjonssamtalene først ble offentliggjort og alminnelig kjent gjennom børsmeldingen den 18. desember 2006.

6.1.4 Oppsummering

Etter børsens vurdering synes det klart at opplysninger om fusjonssonderingene mellom Hydro og Statoil var å anse som innsideinformasjon etter vphl. § 2-2. Opplysningene antok denne karakteren senest da begge selskapenes styre hadde gitt sin tilslutning til videre samtaler, det vil si i styremøtet til Statoil den 14. desember ca. kl. 12:30. Oslo Børs antar at opplysningene var mest kurssensitive for Hydro, likevel slik at opplysningene også utgjorde innsideinformasjon om Statoil-aksjen. Mye kan tyde på at også Hydro vurderte opplysninger om prosessen som særlig sensitive, ettersom selskapets juridiske avdeling anbefalte at det ble ført innsidelister i tråd med verdipapirhandeloven fra og med styremøtet den 13. desember, jf. pkt. 3.1.2 ovenfor. For ordens skyld presiseres det, som anført at selskapene, at føring av innsidelister av forsiktighetsgrunner ikke medfører at opplysninger utgjør innsideinformasjon.

6.2 Melding til børsen ved utsatt offentliggjøring

Etter Oslo Børs' løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 fjerde ledd skal det gis melding til børsen dersom et selskap utsetter offentliggjøringen av innsideinformasjon. Hensikten med kravet er å gjøre børsen i stand til å observere den aktuelle aksjen særskilt og gripe inn ved mistanker om markedsmissbruk, jf. børsloven § 5-11. Oslo Børs' følger rutinemessig en aksjes kursutvikling der det er gitt melding om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Bakgrunnen for bestemmelsen er omtalt i børs sirkulære 7/2005.

I nærværende sak gav verken Hydro eller Statoil børsen melding om fusjonssamtalene, noe som fratok børsen muligheten til å særskilt overvåke og eventuelt gripe inn med virkemidler eller undersøkelser i forkant av helgen 16. og 17. desember. Oslo Børs tar rutinemessig kontakt med utstederselskap dersom det er grunn til mistanke om lekkasje eller dersom kursnoteringen fremstår som usikker. I slike situasjoner vurderer også børsen om den aktuelle aksjen skal børs pauses eller suspenderes, noe som vanskeliggjør misbruk av innsideinformasjon. Oslo Børs har ved flere anledninger innført børs pauser som har begrenset antatt markedsmissbruk, jf. for eksempel Oslo Tingretts dom av 31. mars 2003 mot Per Espen Skippervold der følgende er påpekt:

"Til tid og sted som nevnt i post 1, etter å ha mottatt de der nevnte opplysninger og umiddelbart etter å ha inngitt den der nevnte salgsordre til First Securities ASA, innga han på vegne av foretaket Apollo AS ordre til samme verdipapirforetak

om salg av ytterligere 5.000 aksjer i PAN med limit 20,70. Forsøket lyktes ikke fordi PAN-aksjen frem til børsferien, ble omsatt på nivåer lavere enn 20,70."

Bruk av slike virkemidler 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 verdipapirmarkedet.

Bakgrunnen for at børsen ikke ble varslet om fusjonssonderingene er formentlig at Hydro og Statoil ikke vurderte opplysningene som innsideinformasjon. Oslo Børs har vanskelig for å se grunnlaget for en slik vurdering og finner det klart at opplysningene utgjorde innsideinformasjon senest klokken 12:30 den 14. desember, jf. pkt. 6.1 ovenfor. Det understrekes at markedsovervåking av børsnoterte aksjer skal utføres av børsen, ikke selskapene selv, jf. Hydros redegjørelse om at selskapet fulgte kursutviklingen den 15. desember.

Det er i ettertid vanskelig å si noe sikkert om hvordan børsen hadde håndtert situasjonen dersom man hadde blitt korrekt underrettet ved utsatt offentliggjøring. Det følger av børsens prosedyrer at man i slike tilfeller skal intensivere overvåkingen og etablere løpende kontakt med selskapet for å følge situasjonen nøye. Det var avvikende utvikling i Hydros handelsmønster torsdag, noe som førte til alarmer i børsens overvåkingsystem. Også forholdet mellom omsatt volum i Hydro og Statoil var unormalt, noe som ble registrert. Kunnskap om fusjonsprosessen ville åpenbart blitt vektlagt av børsen, og inngått som del av vurderingen av tiltak for beskyttelse av markedsaktørene.

Hydro og Statoil må selv bære risikoen for å ha vurdert opplysningens karakter feil, og børsen finner at selskapene har brutt de løpende forpliktelse pkt. 3.1.2 fjerde ledd ved ikke å gi melding om fusjonsforhandlingene, jf. punkt 7 nedenfor.

7 Kritik fra Oslo Børs

Etter Oslo Børs' syn utgjorde opplysninger om fusjonssonderingene mellom Hydro og Statoil innsideinformasjon senest på tidspunktet for Statoils styremøte den 14. desember 2006. Hydro og Statoil har anført at opplysningene først antok denne karakteren den 16. desember 2006. Oslo Børs deler ikke selskapenes vurdering.

Innsideinformasjon skal som utgangspunkt offentliggjøres uoppfordret og umiddelbart. Der selskaper utsetter offentliggjøringen for ikke å skade sine legitime interesser, skal børsen gis melding. Hydro og Statoil har brutt sine løpende forpliktelser etter børsreglene ved ikke å gi melding om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Oslo Børs anser bruddet på varslingsplikten som alvorlig. Fraværet av slik melding fratok børsen muligheten til å intensivere overvåkingen av selskapenes aksjer med sikte på å forhindre markedsmissbruk.

Vesentlige brudd på Oslo Børs' regler kan sanksjoneres ved overtredelsesgebyr. Det er første gang spørsmålet om brudd på varslingsplikten kommer på spissen. Varslingsplikten ble innført i 2006 som en oppfølging av nye informasjonspliktregler som følge av EUs markedsmissbruksdirektiv. Oslo Børs har på denne bakgrunn, og under tvil, funnet at Hydro og Statoil ikke bør ilegges overtredelsesgebyr. Det understrekes at fremtidige brudd på varslingsplikten vil kunne foranledige overtredelsesgebyr.

5.2.3 Codfarmers – overtredelse av plikten til forsvarlig behandling av ikke offentliggjorte regnskapsopplysninger (børsstyresak av 20.06.2007)

Protokoll fra styremøte i Oslo Børs ASA 20. juni 2007

Overtredelse av plikten til forsvarlig behandling av ikke offentliggjorte regnskapsopplysninger

1 Innledning

Saken gjelder spørsmålet om Codfarmers ASA ("Codfarmers") har brutt reglene om forsvarlig behandling av ikke offentliggjorte regnskapsopplysninger.

Den 26. februar 2007 ble trykket versjon av Codfarmers fjerdekvartalsrapport postlagt av trykkeriet Litografia AS, til tross for at styremøte for vedtagelse av fjerdekvartalsrapporten først var berammet til 27. februar 2007 kl. 14.00.

Selskapet kontaktet Oslo Børs da man ble oppmerksom på forholdet gjennom mottak av rapporten i posten, 27. februar ca. kl. 09:35, hvorpå styreformann ble kontaktet og kvartalsrapporten vurdert som endelig vedtatt. Oslo Børs ble samtidig kontaktet.

Kvartalsrapporten ble sendt som børsmelding 27. februar kl 10.13.

2 Kort om selskapet

Codfarmers ASA er blant de tre ledende selskapene i verden innen oppdrett og salg av torsk. Ved full utnyttelse estimerer Codfarmers en produksjonskapasitet på rundt 20.000 tonn torsk. Selskapet er notert på Oslo Børs under ticker "COD".

3 Sakens bakgrunn

På henvendelse fra børsen redegjorde selskapet i brev av 13. mars 2007 for at trykkeriet ved en misforståelse hadde sendt ut kvartalsrapporten 26. februar 2007 i strid med instruks gitt av Codfarmers. Kvartalsrapporten skulle gjennomgås i styremøte berammet til 27. februar kl 14:00.

Følgende gjengis fra brevet:

"Codfarmers ASA sendte utkast til kvartalsrapport for Q 4 til styrets medlemmer den 20. februar 2007, med en anmodning om kommentarer innen 22. februar 2007, slik at et endelig utkast til kvartalsrapport kunne gjennomgås i det styremøtet som var berammet til 27. februar 2007 kl 14:00. Den 20. februar 2007 ble utkastet oversendt til Works AS for bistand med den grafiske layout'en av dokumentet. Works AS hadde i tillegg ansvaret for å engasjere trykkeri og koordinere trykkingen og utsendelsen av dokumentet. Works AS engasjerte Litografia AS, som også påtok seg å forestå utsendelsen. Den 22. februar ble kvartalsrapporten sendt fra Works til trykkeriet med en beskjed om at det måtte være "poststempelt" den 28. februar. Dette ble åpenbart misforstått av trykkeriet som at utsendelsen senest skulle postlegges den 28. februar. Trykkeriet postla kvartalsrapporten den 26. februar i beste mening, men i strid med instruks gitt av Codfarmers."

I e-post datert 23. mars skriver selskapet også at:

"Ledelsen ble klar over at kvartalsrapporten var sendt ut ved at selskapet mottok rapporten i egen postkasse. Dette ble oppdaget ca 09:35 tirsdag 27. februar 2007, og styreformann og Oslo Børs ble straks kontaktet."

Om styrebehandlingen av kvartalsrapporten skriver selskapet videre:

"Som det fremgår av det ovenstående, ble kvartalsrapporten trykket før den endelige styrebehandlingen. Dette fordi vi ønsket å presentere et trykket dokument på kvartalspresentasjonen den 28. februar, og fordi ledelsen antok at

styret ikke ville endre utkastet gitt den forutgående behandlingen av dokumentet der styrets medlemmer hadde gitt sine innspill. Dersom styret hadde vedtatt endringer i utkastet, hadde vi en beredskap for trykking av den endrede versjonen."

Kopi av selskapets redegjørelse for ovennevnte er i helhet inntatt som vedlegg 1, samt e-post med tilleggsopplysninger (samme vedlegg).

4 Kursutvikling før offentliggjøring av delårsrapporten

Siste omsatte kurs før selskapets resultatfremleggelse den 27. februar 2007 var på NOK 31,-. Etter at delårsrapporten for fjerde kvartal 2006 ble gjort kjent for markedet falt aksjekursen noe tilbake, og sluttkurs den 27. februar 2007 endte på NOK 29,-. De siste dagene før resultatfremleggelsen holdt kursen seg stabil på et nivå på fra NOK 32,- til NOK 31,-. Det er ikke uvanlig at kursen på børsnoterte selskaper justerer seg noe før selskapets planlagte dato for offentliggjøring av kvartalstall. Årsaken er at markedet vet at resultatet skal bli lagt frem og det er vanlig for en del av aktørene å posisjonere seg i forkant. Det kan derfor ikke legges for mye vekt på en stigning eller et fall i aksjekursen i forkant av resultatfremleggelse. Selskapets resultat for 4. kvartal 2006 synes således å ha hatt en noe kurspåvirkende betydning i negativ retning.

Skjermutskrift fra børsens overvåkingssystem som viser kursutviklingen i Codfarmers for de siste dager før resultatfremleggelsen samt kursutviklingen den 27. februar 2007, er inntatt som vedlegg 2.

5 Rettslig utgangspunkt

Børsforskriften § 6-3 annet ledd lyder:

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

I forhold til offentliggjøring sier børsforskriften § 6-4:

"Delårsrapporter, herunder foreløpig årsregnskap, skal sendes børsen straks de er vedtatt av styret. Børsen skal offentliggjøre delårsrapporter etter reglene i § 23-2."

Hovedregelen i børsforskriften § 23-2 er at offentliggjøring anses skjedd når opplysningene er mottatt av børsen og børsmelding har blitt distribuert i børsens informasjonssystem.

Når det gjelder behandling av regnskapsinformasjon før offentliggjøring sier børsforskriften § 6-1:

"Selskapet skal sørge for at ingen uvedkommende får tilgang til regnskapsopplysninger som omfattes av kapittel 6 før offentliggjøring."

Det følger videre av børsforskriften § 25-5 at børsstyret ved brudd på bestemmelser i børsforskriften, kan vedta å ilegge utsteder et overtredelsesgebyr på inntil 10 ganger årlig kursnoteringsavgift.

6 Selskapets anførsler

Et utkast til administrasjonens innstilling til børsstyret ble 8. mai 2007 oversendt selskapet for kommentarer. Selskapet bekrefter i brev 31. mai 2007 at man er enig i fremstillingen av de relevante fakta i saken, og i at det objektivt sett har funnet sted en overtredelse av børsforskriftens regler om håndtering av regnskapsinformasjon.

Selskapet opplyser at man som følge av hendelsen har gjennomgått og forbedret rutinene sine.

Det påpekes imidlertid at utsendelsen ble gjort av trykkeriet i strid med instruks fra Codfarmers, og at ingen i selskapet således kan klandres for feilhåndteringen. Videre påpekes at selskapet meldte fra til Oslo Børs om feilutsendelsen straks man ble klar over denne, at feilutsendelsen ikke hadde noen merkbar kurspåvirkende effekt og at det var svært begrenset omsetning i aksjen i perioden frem til innføring av børspause. På denne bakgrunn anmodes det om at selskapet illegges kritikk fremfor overtredelsesgebyr.

Selskapets brev 31. mai følger som vedlegg 3.

7 Børsens vurderinger

7.1 Børsens vurderinger ift børsforskriften § 6-4

Det kunne stilles spørsmål ved om kvartalsrapporten ble realitetsbehandlet allerede i tidsrommet frem til 22. februar, som var tidsfrist for styrets kommentarer. I tilfelle har selskapet brutt plikten til umiddelbar offentliggjøring, jf. børsforskriften § 6-4.

Det fremgår av selskapets redegjørelse at kvartalsrapporten ble trykket før den endelige styrebehandlingen. Dette fordi selskapet ønsket å presentere et trykket dokument på kvartalspresentasjonen den 28. februar, og fordi ledelsen antok at styret ikke ville endre utkastet gitt den forutgående behandlingen av dokumentet der styrets medlemmer hadde gitt sine innspill.

Det er imidlertid opplyst at endelig styrebehandling først skulle skje 27. februar, og at selskapet hadde "en beredskap for trykking av den endrede versjonen." Børsen finner samlet sett ikke grunnlag for å konkludere med at kvartalsrapporten var vedtatt av styret forut for styremøtet den 27. februar.

7.2 Børsens vurderinger ift børsforskriften § 6-1

Videre er spørsmålet om selskapet har overtrådt reglene om behandling av regnskapsinformasjon før offentliggjøring, jf. børsforskriften § 6-1.

Kvartalsregnskapet ble - i strid med instruksene fra Codfarmers – sendt ut dagen før styrebehandlingen.

I henhold til børsforskriften § 6-1 skal selskapet "sørge for at ingen uvedkommende får tilgang til regnskapsopplysninger som omfattes av kapittel 6 før offentliggjøring."

"Uvedkommende" vil i denne sammenheng både være selskapets aksjonærer og andre som får tilgang til kvartalsrapporten før behandlingen og offentliggjøringen av denne.

Det er ikke opplyst hvilke nærmere instruksjoner Codfarmers ga Works AS mht. behandling av kvartalsrapporten, og hva som ble kommunisert videre til trykkeriet, ut over at forsendelsen måtte være "poststempelt" 28. februar. Selskapets rutiner har under enhver omstendighet ikke forhindret uvedkommende fra å få tilgang til kvartalsrapporten før den endelige og planlagte styrebehandlingen og offentliggjøringen, og fremstår således som mangelfulle. Selskapet har da også opplyst at man i etterkant har forbedret rutinene sine.

7.3 Konklusjon

Etter børsens vurdering har selskapet opptrådt i strid med børsforskriften § 6-1. Uvedkommende fikk tilgang til regnskapsopplysninger før offentliggjøring, og selskapet har således manglet nødvendige rutiner for å "sørge for" at dette ikke skjer.

Overtredelsen anses som såpass alvorlig at børsen mener selskapet bør illegges et overtredelsesgebyr.

8 Sanksjonsspørsmålet

Oslo Børs har ved utmålingen av overtredelsesgebyret lagt vekt på at Codfarmers har brutt en sentral bestemmelse i børsregelverket med hensyn til behandling av delårsrapporter. Det bemerkes at delårsrapportering representerer en av de viktigste informasjonskildene ved vurdering av børsnoterte selskapers aksjer.

I formildende retning er det sett noe hen til at offentliggjøring av delårsrapporteringen ikke hadde særlig observerbar kurseffekt, og at det kun ble handlet 500 aksjer før det etter henvendelse fra selskapet selv ble innført børspause i aksjen.

Børsen er i overensstemmelse med tidligere praksis kommet til at overtredelsesgebyret passende bør settes til en -1- gang årlig kursnoteringsavgift.

9 Vedtak

Børsstyret vedtok å illegge Codfarmers ASA et overtredelsesgebyr tilsvarende en -1- gang årlig kursnoteringsavgift, jf. børsloven § 5-12, jf. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 6-1.

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

5.2.4 Altinex ASA – Spørsmål om selskapet har brutt reglene om umiddelbar offentliggjøring av delårsrapport, samt reglene om forsvarlig behandling av ikke offentliggjorte regnskapsopplysninger (børsstyresak av 28.02.2007)

Protokoll fra styremøte i Oslo Børs ASA 28. februar 2007

1 Innledning

Saken gjelder spørsmålet om Altinex ASA ("Altinex") har brutt børsforskriftens regler som bestemmer at delårsrapporter skal meldes børsen og offentliggjøres straks de er vedtatt av selskapets styre. Videre gjelder saken spørsmålet om selskapet har brutt reglene om forsvarlig behandling av ikke offentliggjorte regnskapsopplysninger.

Styret i Altinex behandlet delårsrapporten for tredje kvartal 2006 søndag 5. november 2006. Delårsrapporten ble mottatt av Oslo Børs mandag den 6. november 2006 kl. 10.38, og deretter offentliggjort kl 10.56. Tall fra delårsrapporten ble imidlertid offentliggjort på Reuters ca. ett minutt før informasjonen ble publisert via børsens meldingssystem.

2 Kort om selskapet

Altinex driver produksjon av olje og gass, innsamling av olje-, gass-, vannprøver og brønndata. Videre forestår selskapet rengjøring av oljeinstallasjoner, og det selger løsninger for rensing og separasjon av avløpsvann. Selskapet er notert på Oslo Børs' SMB liste under ticker "ALX".

3 Sakens bakgrunn

Den 6. november 2006 kl. 10.38 mottok Oslo Børs børsmelding fra Altinex hvor selskapets delårsrapport for 3. kvartal 2006 var vedlagt. Det ble bedt om at

delårsrapporten først ble offentliggjort kl 11.00 fordi selskapet på dette tidspunktet skulle ha kvartalspresentasjon. Børsen kunne ikke se at dette skulle gi grunnlag for utsatt offentliggjøring, og delårsrapporten ble offentliggjort gjennom børsens meldingssystem kl. 10.56. På dette tidspunktet var imidlertid tall fra rapporten allerede gjort tilgjengelig gjennom Reuters (kl. 10.55).

På henvendelse fra børsen opplyste selskapet i brev av 22. november 2006 at delårsrapporten ble vedtatt på styremøte søndag den 5. november 2006 kl. 21.55. Følgene gjengis fra brevet:

"Selskapets rapport ble offentliggjort først 14 timer etter at denne var behandlet og godkjent av selskapets styre og først 2 timer etter børsåpning."

Om årsaken til at rapporten først ble offentliggjort nesten to timer etter børsåpning dagen etter vedtakelse skriver selskapet:

"Det første forholdet beror i den uheldige situasjon at ansvaret for å offentliggjøre rapporten denne gangen var delegert til ansatte uten at en i den anledning hadde tenkt å avklare forholdet vedr. tidspunkt for utsendelse. Da dette ble klart for adm. dir. et par minutter før presentasjonen skulle starte, var det lite en kunne gjøre med forholdet. Da var rapporten og presentasjonen for øvrig allerede sent til børsen."

I forhold til offentliggjøringen på Reuters har selskapet uttalt følgende:

"Når det gjelder det andre forholdet mener vi selv at vi er uforskyldt i dette. Vi opplevde uventet stor interesse for vår presentasjon i Felix Konfernasesenter og for å få plass til alle som møtte frem var ansatte i selskapet opptatt med å fremskaffe og sette ut tilstrekkelig stoler i lokalet rett før presentasjonsstart kl. 11.00. Vi antar at representanten fra Reuters har klart å snappe til seg en av våre rapporter som lå klare til utdeling for så å videreformidle tallene via mobiltelefon el."

Kopi av selskapets redegjørelse for ovennevnte er i helhet inntatt som Vedlegg 1.

4 Kursutvikling før offentliggjøring av delårsrapporten

Siste omsatte kurs før selskapets resultatfremleggelse den 6. november 2006 var på NOK 1,18. Etter at delårsrapporten for tredje kvartal 2006 ble gjort kjent for markedet falt aksjekursen noe tilbake, og sluttkurs den 6. november 2006 endte på NOK 1,14. De siste dagene før resultatfremleggelsen steg kursen noe fra et nivå på ca. NOK 1,04 til NOK 1,17. Det er imidlertid ikke uvanlig at kursen på børsnoterte selskaper justerer seg noe før selskapets planlagte dato for offentliggjøring av kvartalstall. Årsaken er at markedet vet at resultatet skal bli lagt frem og det er vanlig for en del av aktørene å posisjonere seg i forkant. Det kan derfor ikke legges for mye vekt på en stigning eller et fall i aksjekursen i forkant av resultatfremleggelse. Selskapets resultat for 3. kvartal 2006 synes således ikke å ha hatt særlig kurspåvirkende betydning.

Skjermutskrift fra børsens overvåkingssystem som viser kursutviklingen i Altinex for de siste dager før resultatfremleggelsen samt kursutviklingen den 6. november 2006, er vedlagt som Vedlegg 2 og 3.

5 Rettslig utgangspunkt

Børsforskriften § 6-3 annet ledd inneholder følgende bestemmelse om vedtakelse av delårsrapporter for børsnoterte selskaper:

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

I forhold til offentliggjøring sier børsforordningen § 6-4:

"Delårsrapporter, herunder foreløpig årsregnskap, skal sendes børsen straks de er vedtatt av styret. Børsen skal offentliggjøre delårsrapporter etter reglene i § 23-2."

Hovedregelen i børsforordningen § 23-2 er at offentliggjøring anses skjedd når opplysningene er mottatt av børsen og børsmelding har blitt distribuert i børsens informasjonssystem.

Når det gjelder behandling av regnskapsinformasjon før offentliggjøring sier børsforordningen § 6-1:

"Selskapet skal sørge for at ingen uvedkommende får tilgang til regnskapsopplysninger som omfattes av kapittel 6 før offentliggjøring."

Det følger videre av børsforordningen § 25-5 at børsstyret ved brudd på bestemmelser i børsforordningen, kan vedta å ilegge utsteder et overtredelsesgebyr på inntil 10 ganger årlig kursnoteringsavgift.

6 Selskapets anførsler

Børsens forløpige innstilling til børsstyret ble oversendt selskapet den 13. februar 2007 for kommentarer. Selskapet har ikke kommet tilbake med noen kommentarer.

7 Børsens vurderinger

7.1 Børsens vurderinger ift børsforordningen § 6-4

De faktiske sider av saken er ikke omstridt. Selskapets delårsrapport ble først sendt børsen mandag den 6. november 2006 kl. 10.38 til tross for at delårsrapporten ble vedtatt av selskapets styre kvelden i forveien.

Basert på forannevnte er børsen av den oppfatning at Altinex har brutt bestemmelsen i børsforordningen § 6-4. Selskapet skulle straks, og senest innen børsåpning den 6. november 2006 ha sendt delårsrapporten for 3. kvartal 2006 til børsen for offentliggjøring. At selskapet hadde invitert til kvartalspresentasjon med start først kl. 11.00 er ikke tilstrekkelig grunn for utsatt offentliggjøring. Børsen finner det ikke nødvendig å gå nærmere inn på dette spørsmålet. Ved ikke å sende børsmelding før kl. 10.38 dagen etter at delårsrapporten ble styrevedtatt, har selskapet etter børsens oppfatning således opptrådt i strid med en sentral bestemmelse i børsforordningen.

7.2 Børsens vurderinger ift børsforordningen § 6-1

Delårsrapporten ble offentliggjort på Reuters ca. ett minutt før den ble gjort tilgjengelig gjennom børsens meldingssystem. Dette kunne skje ved at Reuters mest sannsynlig klarte å tilegne seg presentasjonsmateriale med ikke offentliggjorte regnskapsopplysninger i forkant av selskapets kvartalspresentasjon.

Reuters er i denne sammenheng uvedkommende i børsforordningens forstand. Spørsmålet er derfor om selskapet gjorde det som normalt må kunne forventes av børsnoterte selskaper for å forhindre at uvedkommende får tak i ikke offentliggjorte regnskapsopplysninger.

Det vises i den sammenheng blant annet til børsstyresak 109/04 (Smedvig-saken) som gjaldt overtredelse av dagjeldende § 5-1 i børsforskriften. Bestemmelsen regulerte børsnoterte selskapers plikt til å forhindre at uvedkommende fikk tak i ikke offentliggjort informasjonspiliktig informasjon. Selv om § 6-1 i gjeldende børsforskrift kun gjelder regnskapsopplysninger, vil likevel børsstyrets uttalelse i nevnte sak kunne tillegges betydelig vekt ved tolkingen av gjeldende § 6-1. Fra Smedvig-saken er følgende inntatt:

"Børsforskriften § 5-1 første ledd bestemmer at selskapet "skal sørge for" at ingen uvedkommende får tilgang til opplysninger som omfattes av kap. 5 og 6 eller verdipapirhandelloven § 2-1 første ledd før slike opplysninger er offentliggjort gjennom børsens meldingssystem. Det er derfor ikke tilstrekkelig at selskapet ikke positivt går ut med slik informasjon til hele eller deler av markedet før opplysningene er offentliggjort gjennom børsens meldingssystem. Det forutsettes også at selskapet behandler kurssensitiv informasjon på forsvarlig måte slik at uvedkommende heller ikke på egen hånd klarer å tilegne seg foreløpig ikke offentliggjort kurssensitiv informasjon. Det må således kunne kreves at selskapet har forsvarlige systemer, rutiner, og prosedyrer for systemsikkerhet, datasikkerhet og generell informasjonshåndtering. For informasjon som er lagret elektronisk, må sikkerheten ivaretas både for informasjon lagret i selskapets egne datasystemer, og systemer det børsnoterte selskapet er tilknyttet."

Børsen deler ikke selskapets oppfatning om at det er uforskyldt i at Reuters klarte å skaffe seg ikke offentliggjorte regnskapsopplysninger. Selv om det var stor interesse for selskapets kvartalspresentasjon, kan selskapet likevel ikke opptre på en slik måte at uvedkommende med tilsynelatende letthet klarer å få tak i presentasjonsmateriale som inneholder ikke offentliggjorte regnskapsopplysninger. Presentasjonene må oppbevares på sikker måte helt frem til informasjonen er offentliggjort på korrekt måte gjennom børsens meldingssystem.

7.3 Konklusjon

Oslo Børs er etter dette av den oppfatning at selskapet har opptrådt i strid med børsforskriften § 6-4 ved at delårsrapporten ikke ble meldt markedet innen børsåpning den 6. november 2006. Videre har selskapet brutt børsforskriften § 6-1 ved at ikke offentliggjorte regnskapsopplysninger ble oppbevart på en slik måte at uvedkommende forholdsvis enkelt kunne tilegne seg innholdet. Overtredelsene anses samlet, og da med mest vekt på den forsinkede offentliggjøringen av delårsrapporten, som såpass alvorlige at børsen mener selskapet bør tildeles et overtredelsesgebyr.

8 Sanksjonsspørsmålet

Oslo Børs har ved utmålingen av overtredelsesgebyret lagt vekt på at Altinex har brutt en sentral bestemmelse i børsregelverket med hensyn til offentliggjøring av delårstall. Det bemerkes at delårsrapportering representerer en av de viktigste informasjonskildene ved vurdering av børsnoterte selskapers aksjer. Hyppig og rettidig offentliggjøring av finansiell informasjon er nødvendig for å sikre et effektivt og velfungerende verdipapirmarked.

I tillegg til at kvartalstallene for 3. kvartal 2006 ikke ble offentliggjort innen fristen, har selskapet etter børsens oppfatning heller ikke gjort det som kan kreves for at uvedkommende ikke får tilgang til regnskapsopplysninger før de blir offentliggjort.

I formildende retning er det sett noe hen til at delårsrapporteringen ikke hadde særlig observerbar kurseffekt, og at aksjen således ikke ble handlet til feil kurs i tidsrommet fra børsåpning 6. november 2006 og frem til delårsrapporten ble offentliggjort kl. 10.56 samme dag.

Etter en helhetsvurdering hvor førstnevnte forhold er tillagt størst vekt, er børsen i overensstemmelse med tidligere praksis kommet til at overtredelsesgebyret passende bør settes til en -1- gang årlig kursnoteringsavgift.

9 Vedtak

Børsstyret vedtok å ilegge Altinex ASA et overtredelsesgebyr tilsvarende en -1- gang årlig kursnoteringsavgift, jf. børsloven § 5-12, jf. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 6-4 og § 6-1.

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

5.2.5 Hjellegjerde ASA - Kritikk for overtredelse av børsforskriften § 6-4 (brev av 09.05.2007)

1 Innledning

Saken gjelder overtredelse av børsforskriftens regler som bestemmer at delårsrapporter skal meldes børsen og offentliggjøres straks de er vedtatt av selskapets styre, jf. børsforskriften § 6-4.

Styret i Hjellegjerde ASA (Hjellegjerde") behandlet delårsrapporten for fjerde kvartal 2006 tirsdag 20. februar 2007, frem til nesten 17:30 denne dagen. Delårsrapporten ble mottatt av Oslo Børs den 21. februar 2006 kl. 09:32, og deretter offentliggjort kl. 09:37.

2 Sakens bakgrunn

Den 21. februar 2006 kl. 09:32 mottok Oslo Børs børsmelding fra Hjellegjerde hvor selskapets delårsrapport for 4. kvartal 2006 var vedlagt. Børsmeldingen ble deretter offentliggjort av Oslo Børs 09:37, dvs 37 minutt etter børsens åpningstid.

På henvendelse fra børsen opplyste selskapet i brev av 21. mars 2007 at delårsrapporten ble vedtatt på styremøte den 20. februar 2007 kl. 17:30. Følgende gjengis fra brevet:

"Godkjennelse av selskapets 4. kvartalsrapport ble behandlet på styremøte 20. februar på Ålesund Lufthavn, Vigra. Behandlingen av rapporten strakte seg frem til nesten 17:30 denne dagen. Endringer til rapporten ble notert av administrerende direktør som var tilstede."

Om årsaken til at rapporten først ble offentliggjort en halv time etter børsåpning dagen etter vedtakelse skriver selskapet:

"På grunn av andre omstendigheter hadde adm. direktør ikke internet dekning for sin datamaskin før dagen etter og endringene ble mottatt av undertegnede for inkludering i endelig rapport 21 mars kl 08:44. Inkludering av endringene og registrering på meldingssystemet til Oslo Børs tok 48 min. Kvittering fra meldingssystemet ble mottatt 09:32 og meldingen ble godkjent og publisert umiddelbart kl 09:37". [Referansen til "mars" i brevet fra selskapet er en åpenbar trykkfeil, og skal være "februar"].

3 Kursutvikling før offentliggjøring av delårsrapporten

Det var lite omsetning i Hjellegjerde-aksjene i tidsrommet forut for og etter offentliggjøringen av delårsrapporten for fjerde kvartal 2006. Siste omsetning i aksjene fant sted 20. februar 2007 til kurs 32,50 som var noe lavere enn omsetningene dagen før. Etter offentliggjøringen ble aksjene først omsatt til samme kurs som før resultatet ble offentliggjort, men i løpet av 21. februar 2007 falt aksjen betydelig og sluttet på NOK

30,30 som var 6,8% under kursen dagen før. På grunn av den begrensede likviditeten i aksjen er det naturlig å se på omsetningene dagen etter resultatfremleggelsen for å danne et bilde av kursutviklingen. Den 22. februar 2007 ble Hjellegjerde-aksjen omsatt for NOK 31,50. Det kan derfor virke som om resultatet hadde en negativ effekt på prisingen av aksjen.

Det bemerkes at det ikke var noen omsetninger i Hjellegjerde-aksjen i tidsrommet fra børsen åpnet den 21. februar 2007 og frem til tallene ble offentliggjort gjennom børsens meldingssystem 37 minutter senere.

4 Rettslig utgangspunkt

Børsforskriften § 6-3 annet ledd inneholder følgende bestemmelse om vedtakelse av delårsrapporter for børsnoterte selskaper:

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

I forhold til offentliggjøring sier børsforskriften § 6-4:

"Delårsrapporter, herunder foreløpig årsregnskap, skal sendes børsen straks de er vedtatt av styret. Børsen skal offentliggjøre delårsrapporter etter reglene i § 23-2."

Hovedregelen i børsforskriften § 23-2 er at offentliggjøring anses skjedd når opplysningene er mottatt av børsen og børsmelding har blitt distribuert i børsens informasjonssystem.

Der det oppstår innsideinformasjon i et selskap etter børsens stengtids, er det børsreglenes system at offentliggjøring i selskapsmeldingssystemet vil finne sted neste børsdag, jf. pkt. 4.1 og børsforskriften § 23-2 første ledd. Dette betyr at selskapet først behøver å sende børsen utkast til melding morgen etter. Som et alternativ må selskapet oppfylle vilkårene i Oslo Børs' løpende forpliktelser pkt. 4.2 om offentliggjøring utenom børsens åpningstid, jf. børsforskriften § 23-3. Av bestemmelsen følger blant annet krav om "betryggende" offentliggjøring som sikrer at informasjonen blir "samtidig og alminnelig tilgjengelig". Uansett fremgangsmåte er det ikke adgang til å utsette offentliggjøringen til etter børsen har åpnet dagen etter det informasjonspliktige forholdet oppstod, hvis ikke man faller inn under reglene om utsatt offentliggjøring i børsforskriften § 5-3. Sistnevnte er ikke aktuelt i denne saken, og blir ikke drøftet eller redegjort for.

Det følger videre av børsforskriften § 25-5 at børsstyret ved brudd på bestemmelser i børsforskriften, kan vedta å ilegge utsteder et overtredelsesgebyr på inntil 10 ganger årlig kursnoteringsavgift.

5 Børsens vurderinger

De faktiske sider av saken synes ikke omstridt. Selskapets delårsrapport ble først sendt børsen den 21. februar 2007 kl. 09:32 til tross for at delårsrapporten ble vedtatt av selskapets styre kvelden i forveien.

Basert på forannevnte er børsen av den oppfatning at Hjellegjerde har brutt bestemmelsen i børsforskriften § 6-4. Selskapet skulle straks, og senest innen børsåpning den 21. februar 2007 ha sendt delårsrapporten for fjerde kvartal 2006 til børsen for offentliggjøring. At administrerende direktør var uten internett-dekning er ikke grunnlag for utsatt offentliggjøring. Dette er heller ikke anført av selskapet, og børsen finner det ikke nødvendig å gå nærmere inn på spørsmålet.

Ved ikke å sende børsmelding før kl. 09:32 dagen etter at delårsrapporten ble vedtatt av styret, har selskapet etter børsens oppfatning således opptrådt i strid med en sentral bestemmelse i børsforskriften.

Selv om forsinkelsen ikke er over en drøy halvtime kan det gi fare for lekkasje og innsidehandel som rammer tilliten til selskapet og verdipapirmarkedet generelt. Et handlingsalternativ for selskapet var å melde fra til børsen om forsinkelsen slik at børsen kunne treffe forebyggende tiltak.

6 Konklusjon

Oslo Børs er etter dette av den oppfatning at selskapet har opptrådt i strid med børsforskriften § 6-4 ved at delårsrapporten ikke ble meldt markedet innen børsåpning den 21. februar 2007. Selv om forholdet er alvorlig nok til å kvalifisere for overtredelsesgebyr finner børsen etter omstendighetene at en advarsel og kritikk vil være tilstrekkelig. Kritikken vil kunne gjøres offentlig kjent.

5.3 UTTALELSER OM INFORMASJONSPLIKT

5.3.1 Retningslinjer for rapportering av hydrokarbondreserver, betingede ressurser og resultat av letevirsomhet (børssirkulære nr. 2/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

5.4 OVERGANG TIL INTERNASJONALE REGNSKAPSSTANDARDER IAS – IFRS

5.4.1 Søknad om dispensasjon fra børsforskriften § 6-6 (brev av 16.01.2007)

Det vises til Deres brev av 8. januar 2007 hvor det søkes om dispensasjon fra kravet om å vise to års omarbeidede sammenligningstall, jf. børsforskriften § 6-6 første ledd.

Det følger av børsforskriften § 6-6 første ledd første punktum at for hver post i resultatregnskapet skal det i årsregnskapet og foreløpig årsregnskap vises tilsvarende tall fra de siste to foregående årsregnskap. Det følger av samme bestemmelse, første ledd, siste punktum, at tallene skal om nødvendig omarbeides for å bli sammenlignbare.

Det er riktig som anført i Deres brev at børsen i børssirkulære 1/2004 la til grunn at en oppstilling for årsregnskapet 2005 i tråd med CESR-anbefalingen av 30. desember 2003 kapittel fire tilfredsstilte kravene etter (daværende) børsforskriften § 6-5 vedrørende to års sammenligningstall for resultatregnskapet.

Oslo Børs anser det som positivt og hensiktsmessig at børsnotert selskap går over til IFRS i sin finansielle rapportering og finner å kunne anvende samme vurdering som omtalt i børssirkulære 1/2004. Dette innebærer ikke at det innvilges dispensasjon, men at det legges til grunn at en oppstilling for årsregnskapet i tråd med CESR-anbefalingen tilfredsstiller kravene i børsforskriften § 6-6 første ledd mht. sammenligningstall. Børsen forutsetter at selskapet på samme måte som selskaper som gikk over til IFRS i 2005, legger CESR sin anbefaling til grunn for den informasjon som gis i forbindelse med overgangen til IFRS. I denne sammenheng ber børsen om en kort redegjørelse for hvilken informasjon selskapet så langt har gitt og planlegger å gi til markedet om overgangen til IFRS før den første finansielle rapportering etter IFRS avlegges.

Vi minner for ordens skyld om at børssirkulære nr 8/2006 som det er vist til i Deres brev kun gjaldt selskaper med børnoterte lån, ikke selskaper med børnoterte aksjer.

5.5 INFORMASJONSDOKUMENT

5.5.1 Informasjonsplikt ved avtaler om erverv og avhendelser av virksomhet eller eiendel, fusjon, fisjon mv (børssirkulære nr. 7/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

5.5.2 Spørsmål vedrørende opsjonsavtaler og informasjonsdokument (e-post av 19.10.2007)

Henvendelse til Oslo Børs pr. e-post 17.10.2007

Vi representerer Norwegian Property ASA (NPRO) i forbindelse med det frivillige og pliktige tilbudet på Norgani Hotels ASA (Norgani) fremsatt av Oslo Properties AS (OPAS). NPRO er aksjeeier i OPAS, og det er ved avtaler nærmere omtalt nedenfor utstedt call- og put-opsjoner som kan medfører at NPRO kan bli eier av i overkant av 90% av aksjene i OPAS. Vi ber med dette om å få Oslo Børs' synspunkt på vårt spørsmål knyttet til plikt til å utarbeide informasjonsmemorandum i henhold til de løpende forpliktelser for børnoterte selskaper punkt 3.5.

I henhold til de løpende forpliktelser for børnoterte selskaper punkt 3.5, skal utsteder offentliggjøre et informasjonsdokument innen 20 børsdager etter at avtale om transaksjon som overstiger 25%-terskelen er inngått. Opsjonsavtaler er ikke konkret behandlet i de løpende forpliktelser. Det fremgår imidlertid av børssirk. 7/2007 punkt 2.2 (og 4.3.4) at tildeling, erverv eller utstedelse av opsjoner som et utgangspunkt skal anses som inngåelse av avtale om transaksjon, og dermed medføre at informasjonsdokument skal utarbeides, per tidspunkt for avtaleinngåelse (i motsetning til f.eks. tidspunktet for utøvelse av opsjonen). Vi er av den oppfatning at nedenfor angitte opsjonsavtaler må behandles som unntak fra dette utgangspunktet, og at det følgelig ikke foreligger plikt til utarbeidelse av informasjonsdokument. Tatt i betraktning at regelverket er relativt nytt og at det ikke er gitt noe angivelse av eller eksempler på unntaksgrunner i børssirkulæret ber vi imidlertid om å få Oslo Børs' synspunkter på vårt spørsmål.

OPAS fremsatte den 17. september 2007 frivillig tilbud til samtlige aksjeeiere i Norgani om erverv av aksjene i Norgani til en tilbudspris stor NOK 91 per aksje. Tilbudsperioden løp til 24. september 2007. Per tidspunktet for fremsettelse av det frivillige tilbudet var OPAS eier av 5.217.900 aksjer i Norgani, tilsvarende 13,2% av aksjekapitalen i Norgani. Gjennomføring av det frivillige tilbudet var bl.a. betinget av at man oppnådde en akseptgrad på 80%. Den 21. september 2007 ble tilbudsprisen endret til NOK 94 per aksje. Videre ble akseptgraden redusert til 67%. Samme dag ervervet OPAS 10.509.712 aksjer i Norgani, hvoretter OPAS' totale eierandel i Norgani utgjorde 39,74%. Det frivillige tilbudet ble gjennomført 3. oktober 2007. Den 8. oktober 2007 fremsatte OPAS pliktig tilbud samtidig som det ble sendt ut varsel om tvangsinnløsning.

Den 17. september 2007 inngikk NPRO to investerings-/aksjonæravtaler. Den ene avtalen ble inngått mellom NPRO og finansielle investorer (de Finansielle Investorene). Den andre avtalen ble inngått mellom NPRO og Startup 248 07 AS (under navneendring til Scanprop AS, et selskap eid av EQT), Scandic Hotels AB, A. Wilhelmsen Capital AS og Annual Classic AS. Den 25. september 2007 ble det inngått en såkalt Amended and Restated Transaction Agreement (endringsavtale) mellom NPRO og Scanprop AS, Scandic Hotels AB mv. Hovedtrekkene i avtalen var imidlertid uendret.

I henhold til avtalene forpliktet NPRO seg, på visse vilkår, til å tegne seg for 3.500.000 aksjer i OPAS, tilsvarende ca 17,5% av det samlede antallet aksjer i OPAS. NPROs deltagelse fant sted ved tegning av aksjer i generalforsamling i OPAS avholdt 25. september 2007. Det totale antall aksjer i OPAS er 20.050.000.

NPRO fikk i henhold til avtalen med de Finansielle Investorene en call-opsjon på å overta OPAS-aksjene tilhørende disse. Call-opsjonen bortfaller 1. juli 2008 dersom den ikke er utøvet innen den tid. De Finansielle Investorene fikk på sin side en put-opsjon overfor NPRO, hvoretter de Finansielle Investorene kan kreve at NPRO overtar disse aksjer i OPAS. Put-opsjonen kan kun utøves den 1. juli 2008 (med to ukers forutgående skriftlig varsel). De Finansielle Investorene eier samlet ca 20% av aksjene i OPAS. Både put- og call-opsjonene skal ved eventuell utøvelse gjøres opp ved kontantvederlag.

NPRO fikk i henhold til avtalen med de fleste øvrige aksjonærene i OPAS (Scanprop AS m.fl), en call-opsjon på å erverve disse aksjer i OPAS. Call-opsjonen er ikke tidsbegrenset. Tilsvarende fikk de fleste øvrige aksjonærene i OPAS en put-opsjon overfor NPRO. Put-opsjonen kan kun utøves etter 1. juli 2008. Det gjøres oppmerksom på at aksjene tilhørende A. Wilhelmsen Capital AS (1.300.000 aksjer) og 50.000 aksjer tilhørende Annual Classic AS ikke er omfattet av verken put- eller call-opsjon. I forhold til put- og call-opsjonene mellom NPRO og Scanprop AS/Scandic Hotels AB (totalt 11.200.000 aksjer tilsvarende 55,9% av det totale antall aksjer i OPAS) har NPRO rett til å velge mellom oppgjør i kontanter eller NPRO-aksjer.

Det fremgår av avtalene at NPRO skal ha rett til å utpeke 3 av totalt 5 styremedlemmer.

NPRO har i perioden 17. september 2007 til 4. oktober 2007 offentliggjort en rekke børsmeldinger vedrørende det frivillige og pliktige tilbudet samt avtaleverket knyttet til investeringen i OPAS.

Det er klart at NPROs direkte eierskap til 17,5% av aksjene i OPAS ikke medfører plikt til å utarbeide informasjonsdokument, da terskelen på 25% ikke er overskredet.

Vi ber om Oslo Børs' synspunkt på vårt standpunkt om at de ovenfor nevnte avtaler ikke er av en slik karakter at de utløser informasjonsplikt i henhold til de løpende forpliktelser punkt 3.5.

Vi fremhever at det er usikkert om og eventuelt når opsjonene vil bli utøvet.

Videre vil et informasjonsmemorandum som utarbeides nå lite trolig gi et korrekt bilde av Norgani per tidspunkt for eventuell utøvelse av opsjonene. Norgani er et selvstendig selskap hvor det kan skje ikke ubetydelige endringer i tiden som kommer og før eventuell utøvelse av de omtalte opsjoner.

Som nevnt ovenfor har NP i forhold til aksjer som representerer 55,9% av aksjekapitalen i OPAS rett til å velge mellom oppgjør i kontanter eller i NPRO-aksjer. Valget av oppgjørsform vil følgelig ha betydelig innvirkning på NPROs balanse etter eventuell utøvelse av opsjonene. Dette innebærer igjen at det ikke vil være mulig å fremlegge proforma informasjon uten å ta en rekke forbehold knyttet til oppgjørsform.

Videre vil vi påpeke OPAS er et nystiftet selskap (stiftet 2. januar 2007). Det foreligger således ikke årsresultat for 2006 som basis for å vurdere hvorvidt 25%-terskelen er overskredet i forhold til parameterene årsresultat og driftsinntekter. Konstatning av overskridelse av 25%-terskelen må i så fall skje på grunnlag av OPAS' eiendeler (aksjer i Norgani) per primo oktober 2007. Selskapet har ikke utøvet annen virksomhet enn ervervet av aksjer i Norgani i september og oktober 2007.

Videre påpekes at Norgani er et børsnotert selskap, slik at markedet vil ha behørig informasjon om dette selskapet selv uten offentliggjøring av et informasjonsmemorandum.

Basert på ovenstående er det vår oppfatning at et informasjonsdokument vedrørende de angjeldende opsjonsavtaler vil måtte inneholde så mange usikkerhetsmomenter og variabler at det er mer egnet til å villede enn til å veilede markedet. Vi anser derfor at disse opsjonsavtalene bør betraktes som unntakstilfeller i forhold til Oslo Børs' generelle syn på opsjonsavtaler omtalt i børssirk. 7/2007, jfr også det forhold at opsjonsavtaler ikke er konkret behandlet i de løpende forpliktelser.

Vi ber om en snarlig tilbakemelding på ovennevnte, forhåpentligvis i løpet av morgendagen.

Henvendelse til Oslo Børs pr. e-post 18.10.2007

Vi viser til samtale med Lars Jacob Braarud i dag og kommer som avtalt med en tilbakemelding på hvorvidt Norwegian Property ASA (NPRO) vil konsolidere Norgani Hotels ASA inn i sine regnskaper i henhold til IFRS-reglene.

Vi har vært i samtaler med NPRO som bekrefter at selskapet vil rapportere konsoliderte regnskapstall per 30. september 2007 etter en helhetsvurdering basert på at NPRO har i) flertall i styret, ii) daglig leder i Oslo Properties AS (OP), iii) garantert for OPs gjeld og iv) inngått opsjonsavtaler vedrørende aksjene i OP.

Regnskapsmessig konsolidering er etter vårt syn ikke relevant i forhold til spørsmålet om inngåelse av opsjonsavtalene utløser plikt til å utarbeide informasjonsdokument etter de løpende forpliktelser punkt 3.5. Dette illustreres bl.a. ved at slik plikt til å utarbeide informasjonsdokument vil kunne inntre selv om man ikke har konsolideringsplikt etter IFRS, forutsatt at terskelverdiene angitt i løpende forpliktelser punkt 3.5 er overskredet.

Spørsmålet hvorvidt inngåelse av opsjonsavtaler utløser plikt til å utarbeide informasjonsdokument vil måtte avgjøres etter en tolkning av hvorvidt det foreligger en "transaksjon" i form av et erverv av virksomhet eller eiendel etter de løpende forpliktelser, ikke hvorvidt det foreligger konsolideringsplikt etter regnskapsreglene. Som kjent distingveres det i en rekke sammenhenger i forhold til ulike rettsregler mellom avtaler som gir eiendomsrett til aksjer og avtaler som kun gir rettigheter til aksjer. Det vises f.eks til forskjellene som foreligger på dette punkt i flaggepiktsreglene vs. tilbudspiktsreglene. Etter vår oppfatning må et slikt skille også gjelde i forhold til reglene om plikt til å utarbeide informasjonsdokument.

Det påpekes at NPRO vil utarbeide informasjonsdokument i forbindelse med en eventuell utøvelse av opsjonsavtalene som medfører at NPRO blir eier av aksjer, forutsatt at terskelverdiene for øvrig er oppfylt.

Svar fra Oslo Børs pr. e-post 19.10.2007

Det vises til forespørsel vedrørende opsjonsavtaler og plikten til å utarbeide informasjonsdokument.

Som det fremgår av sirkulære 7/2007 pkt. 2.2 skal tildeling, erverv eller utstedelse av opsjoner som et utgangspunkt anses som inngåelse av avtale om transaksjon.

Det forhold at det er usikkert om og eventuelt når opsjonene vil bli utøvet antas å ikke være uvanlig ved opsjonsavtaler.

Retten til å velge mellom oppgjør i kontanter eller NPRO aksjer for den største av avtalene kan neppe ha avgjørende vekt ved vurderingen av spørsmålet om plikten til å

utarbeide informasjonsdokument. Vi er imidlertid inneforstått med at det kan medføre behov for å ta visse forutsetninger ved utarbeidelse av proforma tall.

Det legges til grunn at det er mulig å beregne 25 % terskelen i NPRO sitt regnskap basert på den samlede foreliggende informasjon for Norgani og Oslo Properties.

Børsen finner samlet sett at det ikke er grunnlag for å fritta forplikten til å utarbeide informasjonsdokument basert på den informasjon som er mottatt.

Vi henviser for informasjon til FSAs regelverk vedrørende "significant transactions", hvor følgende fremgår i LR 10.1.3:

Meaning of "transaction"

In this chapter (except where specifically provided to the contrary) a reference to a transaction by a listed company:

(1) (subject to paragraphs (3), (4) and (5)) includes all agreements (including amendments to agreements) entered into by the listed company or its subsidiary undertakings;

(2) includes the grant or acquisition of an option as if the option had been exercised except that, if exercise is solely at the listed company's or subsidiary undertaking's discretion, the transaction will be classified on exercise and only the consideration (if any) for the option will be classified on the grant or acquisition;

5.5.3 Informasjonsdokument – spørsmål om dispensasjon for historiske sammenligningstall – frister (e-post av 30.10.2007)

Det vises til tidligere korrespondanse vedr. krav til informasjonsdokument i forbindelse med sammenslåing av Pertra og Det Norske Oljeselskap (NOIL).

Som meddelt i e-mail den 26. oktober 2007 (se nedenfor) skal informasjonsdokument i henhold til Kommissjonsforordningens vedlegg I pkt. 20.1 inneholde to års revidert historisk finansiell informasjon som skal presenteres og utarbeides i en form konsistent med den som vil bli brukt av utsteder ved offentliggjøring av neste årsregnskap (IFRS). Selskapet har søkt dispensasjon fra dette kravet. Børsen kan gi dispensasjon dersom "opplysningene ... ikke kan antas å ha betydning for vurderingen av de børsnoterte aksjene eller særlige grunner for øvrig tilsier dette", jf. løpende forpliktelser pkt. 3.5 annet ledd, jf. pkt. 3.4.1 fjerde ledd. Børsen kan ikke se at det foreligger grunnlag for dispensasjon på dette punkt. Den finansielle informasjonen må anses som et sentralt element i informasjonsdokumentet, der vilkårene for dispensasjon vanskelig kan tenkes å foreligge. Selskapet må følgelig utarbeide sammenligningstall i hht IFRS for 2005 til informasjonsdokument.

På bakgrunn av brev fra advokatfirmaet Selmer v/ Dag Erik Rasmussen datert 25. oktober har børsen gjort en ny vurdering av offentliggjøringsfristen for informasjonsdokument etter løpende forpliktelser pkt. 3.5. Børsen fastholder at offentliggjøringsfristen begynte å løpe på tidspunktet for inngåelse av integrasjonsavtale den 8. oktober 2007. På bakgrunn av de fremlagte opplysninger, herunder børsmeldinger fra Pertra, kan det etter børsens oppfatning ikke anses som tvilsomt at avtale på dette tidspunkt var inngått mellom partene, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.5.4 første ledd og børssirkulære 7/2007 pkt. 2.2. Mht. vilkårene for utsatt fristberegning fremkommer det av sirkulæret at dette kan innvilges for betingede avtaler dersom avtalen inneholder "særskilte betingelser som medfører usikkerhet knyttet til om avtalen vil bli gjennomført", og inntil det tidspunkt det "fremstår som overveiende sannsynlig at betingelsen(e) vil bli oppfylt eller frafalt". Børsen har ikke funnet holdepunkter i de fremlagte opplysninger for å konkludere med at disse vilkårene er oppfylt i den foreliggende sak.

Børsen har også vurdert Selmers subsidiære anførsel i forhold til om det foreligger omstendigheter som kan berettiggje fristutsettelse. Etter børsens vurdering kan de omtalte forholdene under pkt. 4 i brevet fra Selmer ikke berettiggje en fristutsettelse, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.5.4 annet ledd, jf. pkt. 3.4.3 tredje ledd. Det fremkommer av børssirkulære 7/2007 at adgangen til fristforlengelse vil bli praktisert strengt, og børsen kan ikke se at det foreligger slike særskilte omstendigheter i den foreliggende sak som skulle tilsi at dispensasjonshjemmelen kan benyttes. Brevet fra advokatfirmaet Selmer kan heller ikke sees å inneholde nye opplysninger som skulle tilsi en endret vurdering av dette.

For ordens skyld understrekes imidlertid at Pertras implementering av IFRS fra og med 3. kvartal 2007 og prospektkravet om å utarbeide sammenligningstall for 2005 og 2006 ikke er anført som grunnlag for fristforlengelse, og at børsen derfor ikke hatt grunnlag for eller mulighet til å vektlegge dette.

5.5.4 Orkla ASA – Søknad om dispensasjon fra krav til innhold i informasjonsdokument vedrørende Sapa/Alcoa transaksjonen (brev av 05.06.2007)

Vi viser til brev av 1. juni 2007 vedrørende søknad om dispensasjon fra krav til innhold i informasjonsdokument vedrørende Sapa/Alcoa transaksjonen. Vi viser også til møte av 25. mai 2007 mellom Karl Otto Tvester, Tonje Vang, Rune Helland, Terje Andersen og børsen, samt diverse telefonsamtaler i forbindelse med kravene til utarbeidelse av informasjonsdokument.

I brevet av 1. juni 2007 bes det fra Orklas side om en avklaring på følgende spørsmål:

- 1) "Prinsipalt: Kan Orkla fritas for plikten til å utarbeide informasjonsdokument, jf. løpende forpliktelser pkt 3.5.1 annet ledd jf. Pkt 3.4.1 fjerde ledd
- 2) Subsidiært: Kan transaksjonen anses å gjelde " virksamhet som ikke har vært gjenstand for separat finansiell rapportering", jf pkt 3.5.1 fjerde ledd.
- 3) Atter subsidiært: Kan Orkla innvilges forlenget frist til å offentliggjøre opplysninger som kreves i henhold til pkt 3.5.2.6 bokstav b) (proforma opplysninger) jf. pkt. 3.4.3 tredje ledd."

Børsens tilbakemelding på ovennevnte punkter er besvart kronologisk nedenfor:

- 1) Hvorvidt Orkla er pliktig til å utarbeide informasjonsdokument etter børsens løpende forpliktelser pkt 3.5.1, vil etter det som fremgår av selskapets søknad være betinget av hvordan transaksjonen håndteres regnskapsteknisk. Etter det børsen forstår vil valg av konsolideringsprinsipp være avgjørende for hvorvidt man overstiger terskelverdiene mht utarbeidelse av informasjonsdokument. Dersom det velges et konsolideringsprinsipp som medfører at terskelverdiene overskrides oppstår det for selskapet en plikt til å utarbeide informasjonsdokument etter løpende forpliktelser pkt 3.5.1. Etter børsens oppfatning vil det at Orkla har mulighet til å velge et annet konsolideringsprinsipp som medfører at terskelverdiene ikke overstiges ikke være grunnlag for å fritta selskapet for plikten til å utarbeide informasjonsdokument. Heller ikke det faktum at transaksjonen i seg selv etter det som er beskrevet i søknaden anses å være "bytte" av temmelig like eierandeler vil etter børsens oppfatning gi grunnlag for å fritta selskapet for plikten til å utarbeide dette dokumentet. Børsen har heller ikke tilstrekkelig holdepunkter for at opplysningene som skal gis må antas å

ikke ha betydning for vurderingen av de børsnoterte aksjene jf. børs sirkulære nr 7/2007 pkt 3.3.4.

- 2) Av løpende forpliktelser pkt 3.5.2.6 b) fremgår det at informasjonsdokumentet skal inneholde proformatall. Plikten til å utarbeide proformatall kommer imidlertid ikke til anvendelse dersom transaksjonen gjelder eiendeler eller virksomhet som ikke har vært gjenstand for separat finansiell rapportering, jf løpende forpliktelser pkt 3.5.1 fjerde ledd siste setning jf pkt 3.5.2.6. pkt b). Av selskapets søknad fremgår det at det for 2006 finnes reviderte "carve out" tall for Alcoa etter US GAAP, men ikke tradisjonell historisk finansiell informasjon på "stand-alone basis". Etter børsens vurdering må reviderte "carve out" tall anses som separat finansiell rapportering i relasjon til regelverket. Det opplyses i søknaden at det ikke er utarbeidet regnskap for 1. kvartal 2007, men at det er utarbeidet "management accounts" og at denne talloppstillingen ikke er basert på samme prinsipper som "carve out" tallene for 2006. For å vurdere hvorvidt børsen kan gi fritak for plikten til å utarbeide proformatall for 1. kvartal 2007 bes om en nærmere redegjørelse for forskjellene mht regnskapsprinsipp mellom "carve out" tallene for 2006 og "management accounts" for 1. kvartal 2006.
- 3) I følge løpende forpliktelser pkt 3.5.4 skal informasjonsdokumentet offentliggjøres så snart som mulig etter at avtale er inngått og senest innen børsåpning den 20. børsdag etter dette tidspunkt. Børsen kan imidlertid i særlige tilfeller gi forlengelse av fristen for noen av eller alle opplysningene som kreves, jf løpende forpliktelser pkt 3.4.3 jf 3.5.4. Allokering av mer/mindreverdier, gjenstående arbeid med finansiell due diligence, konvertering av ulike GAAP til IFRS og generelt tidkrevende informasjonsinnhenting er ikke uvanlig ved gjennomføringen av denne type transaksjoner. Etter børsens vurdering vil derfor de forhold som er anført i selskapets søknad ikke kunne gi grunnlag for utsettelse av fremleggelse av proformatall til offentliggjøringen av 3. kvartalsrapporten for 2007.

Basert på ovenstående har børsen ikke funnet grunnlag for å fritta selskapet for plikten til å utarbeide informasjonsdokument. Etter børsens vurdering må informasjonsdokumentet også inkludere proforma tall for 2006 og børsen har ikke funnet grunnlag for at det kan gis forlenget frist mht utarbeidelse av proformatallene. Som nevnt ovenfor bes det imidlertid om en nærmere redegjørelse forskjellene mellom regnskapsprinsipper benyttet i såkalte "managements accounts" for 1. kvartal 2007 og "carve out" tallene for 2006 for å vurdere hvorvidt det kan være grunnlag for å fritta selskapet for utarbeidelse av proformatall for 1. kvartal 2007.

5.5.5 Orkla ASA – Søknad om dispensasjon fra kravet om pro forma informasjon for 1. kvartal 2007 (brev 20.06.2007)

Vi viser til brev av 13. juni 2007 hvor Orkla ber Oslo Børs ta stilling til følgende spørsmål:

1. "Er Orkla pliktig til å fremlegge proforma opplysninger for 1. kvartal 2007, jf kommisjonsforordningen, bilag 1 pkt. 5.
2. Dersom børsen skulle komme til at slik plikt foreligger i henhold til direktivet: Er de "management accounts" som er utarbeidet for Alcoas virksomhet 1. kvartal 2007, å anse som separat finansiell rapportering, jf. løpende forpliktelser pkt 3.5.1 fjerde ledd.
3. Dersom børsen skulle komme til at "management accounts" er å anse som separat finansiell rapportering: Kan Orkla innvilges dispensasjon til å offentliggjøre pro forma opplysninger for 1. kvartal 2007, jf løpende forpliktelser pkt. 3.5.1 annet ledd jf 3.4.1 fjerde ledd. "

Børsens tilbakemelding på ovennevnte punkt følger kronologisk nedenfor:

1. Kommisjonsforordningen vedlegg II pkt. 5.
Forordningen vedlegg II pkt 5 lyder:
" Pro forma information may only be published in respect of
(a) the current financial period;
(b) the most recently completed financial period; and/or
(c) the most recent interim period for which relevant unadjusted information has been or will be published or is being published in the same document."

Bestemmelsen angir etter ordlyden hvilke perioder pro forma-tall kan ("*may only*") utarbeides for og ikke spesifikt hvilke perioder det skal utarbeides pro forma-tall for. Det fremgår imidlertid klart nok av forordningens vedlegg I pkt. 20.2 at utsteder er forpliktet til å utarbeide pro forma informasjon i samsvar med vedlegg II ("*must include the information indicated therein*"). I CESRs kartlegging av prospektmyndighetenes praktisering av pro forma-modulen synes det videre å fremkomme at vedlegg II pkt. 5 bokstav a, b og c gjennomgående forstås som kumulative. Hvor en avtale om en vesentlig transaksjon etter kommisjonsforordningen vedlegg I pkt 20.2 er inngått inneværende år og prospektet er offentliggjort før transaksjonen er gjennomført i kvartalsrapporteringen, er Oslo Børs' forståelse og praktisering av ovenstående bestemmelse at det skal utarbeides pro forma-tall for fjoråret og inneværende interimrapporteringsperiode. Det innebærer at det i Orklas tilfelle som utgangspunkt skal utarbeides pro forma-tall for henholdsvis 2006 og 1. kvartal 2007.

2. Separat finansiell rapportering
Etter løpende forpliktelser punkt 3.5.1.4. jf. punkt 3.5.2.6 er det ikke krav om utarbeidelse av pro forma-tall for virksomhet som ikke har vært gjenstand for separat finansiell rapportering. Av selskapets søknad fremgår det at det ikke er utarbeidet konsolidert regnskapsrapporter for 2007, men rapporter for enkelte verk og fabrikker og at rapportene er utarbeidet etter forskjellige regnskapsregler i forhold til "carve out" tallene som vil være grunnlaget for utarbeidelse av pro forma-tallene for 2006. Etter børsens oppfatning innebærer dette at virksomheten ikke kan anses å ha vært gjenstand for separat finansiell rapportering og at det dermed ikke er krav om utarbeidelse av pro forma-tall for 1. kvartal 2007.
3. Fritak for plikt til offentliggjøring av pro forma opplysninger for 1. kvartal 2007.
Selskapet anses å ikke ha separat finansiell rapportering for 1. kvartal 2007, jf. punkt 2 ovenfor, og har dermed ikke behov for dispensasjon etter løpende forpliktelser punkt 3.5.1 annet ledd, jf 3.4.1. fjerde ledd.

Dersom selskapet har ytterligere spørsmål i sakens anledning ber vi om å bli kontaktet.

5.5.6 Informasjonsdokument – tidspunkt for offentliggjøring og omfang av finansiell informasjon (brev av 02.11.2007)

Det vises til notat fra Pertra ASA v/ finansdirektør Paul Hjelm-Hansen datert 31. oktober 2007.

Børsen registrerer at selskapet fortsatt er av den oppfatning at betingelsene for gjennomføringen av integrasjonsavtalen med Det Norske Oljeselskap er reelle, og at fristen for offentliggjøring informasjonsdokument etter selskapets vurdering bør løpe fra generalforsamlingsdato 8. november 2007, subsidiært at det foreligger et særlig tilfelle for fristforlengelse utover 20 børsdager dersom tidsfristen beregnes fra 8. oktober 2007.

Notatet inneholder dessuten en nærmere redegjørelse for frem-skyndelsen av selskapets konvertering til IFRS fra 4. kvartal 2007 til 3. kvartal 2007, og fremfører argumenter i forhold til søknaden om dispensasjon fra Kommisjonsforordningens vedlegg I pkt. 20.1 om å inkludere sammenlignings-tall etter IFRS for 2005.

Børsen holder fast ved vår tidligere vurdering om at det ikke anses som tvilsomt at avtale ble inngått mellom partene den 8. oktober og at offentliggjøringsfristen for informasjonsdokumentet begynte å løpe på dette tidspunkt. Det kan ikke sees å frem-komme nye faktiske opplysninger som skulle tilsi en endret vurdering av spørsmålet om utsettelse av fristen. For ordens skyld understrekes at børsen ikke betviler partens påstand om at betingelsene er reelle.

Børsen holder dessuten fast ved vår tidligere tilbakemelding om at vi ikke kan se at det foreligger grunnlag for dispensasjon fra prospektkravet om sammenligningstall for 2005.

På bakgrunn av selskapets notat har børsen imidlertid funnet at fremskyndelsen av IFRS-konverteringen som medfører krav til utarbeidelse for sammenligningstall også for 2005 samlet sett utgjør et særlig tilfelle som berettiger fristforlengelse, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.5.4 annet ledd, jf. pkt. 3.4.3 tredje ledd, samt børssirkulære 7/2007 pkt. 4.7. Børsen anser det etter en totalvurdering av de faktiske omstendigheter som riktig å gi fristforlengelse for offentliggjøring av hele dokumentet.

Selskapet gis følgelig en fristforlengelse til 16. november 2007 for offentliggjøring av informasjonsdokument.

Det presiseres at et informasjonsdokument kontrollert av Oslo Børs kan benyttes som "tilsvarende dokument" etter vphl. § 7-4 nr. 6 og § 7-5 nr. 7, jf. nærmere børssirkulære 7/2007 pkt. 4.5.

5.6 LIKEBEHANDLING/GOD BØRSSKIKK

5.6.1 Sparebanken Midt-Norge – Spørsmål om prospektplikt og likebehandling ved utdeling av grunnfondsbevis som utbytte (brev av 25.01.2007)

Se pkt. 2.3.3.

5.7 ANDRE LØPENDE FORPLIKTELSER

5.7.1 Informasjonsplikt om låneutstedelser (e-post av 11.01.2008)

Løpende forpliktelsers informasjonsplikt ifm "utstedelsen av nye lån", jf. pkt. 3.2 første ledd nr. 2, tilsvarer bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 5-8 fjerde ledd, som implementerer rapporteringsdirektivets informasjonsplikt for "new loan issues", jf. direktivets art. 16(3). Det synes hverken i lovens forarbeider eller i kilder knyttet til fortolkningen av direktivet å være gitt nærmere anvisning på hvilke typer lån som omfattes. Plikten er kort omtalt i børssirkulære 8/2007 pkt. 5.4.1:

"Dersom utsteders omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på norsk regulert marked, skal utsteder straks offentliggjøre utstedelsen av nye lån, herunder eventuelle garantier eller sikkerheter stilt i denne forbindelse, jf. vphl. § 5-8 fjerde ledd. Bestemmelsen gjelder etter ordlyden generelt, uavhengig av om utsteder har aksjer, obligasjoner eller andre omsettelige verdipapirer notert. Bestemmelsen gjelder videre uavhengig av om det/de aktuelle lån er notert på regulert marked."

Det foreligger således ikke klare retningslinjer for hvordan begrepet "nye lån" skal fortolkes. Låneopptak som vurderes som kurssensitive er klart nok informasjonspliktige etter hovedregelen om offentliggjøring av innsideinformasjon. Etter ordlyden kan det videre synes som om kun lån som er omsettelige verdipapirer (gjeldsinstrumenter) omfattes, jf. bruken av orden "utstedelsen". Børsen vil, inntil det eventuelt fremkommer relevante tolkningsuttalelser knyttet til forståelsen av rapporteringsdirektivets bestemmelse, legge en slik forståelse til grunn.

Hvorvidt alle gjeldsinstrumenter må anses omfattet av bestemmelsen har foreløpig ikke vært vurdert av Oslo Børs.

5.7.2 Innkalling til generalforsamling (e-post av 10.12.2007)

Iht både gjeldende og nye løpende forpliktelser må primærnoterte selskaper sende innkalling til generalforsamling til aksjonærene, jf. løpende forpliktelser (fra 1. januar 2008) pkt. 10.3, jf. pkt. 13.2. De utenlandske sekundærnoterte er unntatt fra dette, men pålagt å sende innkallingen til aksjeeierne i samsvar med primærmarkedets regler. Dersom primærmarkedet ikke oppstiller plikt til utsendelse, gjelder dermed heller ingen slik plikt. Innkallingen må imidlertid uansett offentliggjøres etter løpende forpliktelser pkt. 5. Se nærmere løpende forpliktelser pkt. 13.3.2 fjerde og femte ledd og 13.3.3 annet og tredje ledd.

5.7.3 Transaksjonsstruktur – ex dato (e-post oktober 2007)

Viser til henvendelse i e-post datert 17. oktober 2007 vedrørende forslag til gjennomføring av en rettet emisjon med påfølgende reparasjonsøvelse for eksisterende aksjonærer. Aksjene skal etter forslaget til transaksjonsstruktur handles eksklusiv retten til å delta i reparasjonsemisjonen dagen etter plassering av den rettede emisjonen.

Iht. løpende forpliktelser pkt 11.3 kan en aksje tidligst handles eksklusiv rettigheter av økonomisk verdi børsdagen etter at beslutningen om å utstede rettighetene er fattet. Etter pkt 11.1 skal selskapshandlinger gjennomføres i samsvar med pkt. 11.3, med mindre "særlige grunner" tilsier noe annet. Dersom et selskap vurderer å fravike de angitte fremgangsmåter, skal børsen konsulteres god tid i forkant.

Den foreslåtte transaksjonsstruktur er ikke i samsvar med løpende forpliktelser pkt 11.3 ettersom aksjen skal handles eksklusiv den aktuelle rettighet i forkant av generalforsamlingens beslutning. Det fremkommer ikke i din henvendelse en særskilt begrunnelse for å fravike fremgangsmåten i pkt 11.3.

I den senere tid har det vært gjennomført flere lignende transaksjoner med "ex-dato" dagen etter plassering av en rettet emisjon der noen av tegnerne har vært eksisterende aksjonærer. Dersom "ex-dato" settes etter at emisjonsbeslutningen er fattet i EGF, vil samme aksjer kunne delta til underkurs i begge emisjonene. Dette vil kunne reise spørsmål om forholdet til likebehandlingsprinsippet. Fremgangsmåten er som nevnt i strid med hovedregelen i løpende forpliktelser pkt 11.3, men har vært akseptert såfremt den ikke har medført problemer med gjennomføringen av den daglige kursnoteringen. Inntil prinsippene for gjennomføring av selskapshandlinger evt. har blitt nærmere presisert i børsregler eller sirkulære, vil børsen ikke stoppe en transaksjonen som beskrevet. Vi vil imidlertid anmode at fremgangsmåten i pkt. 11.3 følges så langt som mulig.

Det er viktig at det gis informasjon til markedet om at det skal gjennomføres en emisjon der det gis rettigheter av økonomisk verdi til eksisterende aksjonærer. Ved at markedet får informasjon før den rettede plasseringen foretas, vil aksjonærene få mulighet til å

selge sine aksjer dersom de av noen grunn ikke kan delta i reparasjonsøvelsen. Dette vil være særlig viktig i tilfeller hvor det ikke utstedes omsettelige tegningsretter i reparasjonsøvelsen.

I tilfeller der fremgangsmåten i pkt. 11.3 fravikes er det vanskelig for markedet å beregne aksjonærenes reelle avkastning i aksjen, dette vanskeliggjør indeksberegningen ved Oslo Børs. Oslo Børs vil i slike tilfeller vurdere å ekskludere aksjen fra indeksene inntil beslutningen fra generalforsamlingen foreligger. For mer informasjon om dette kan du kontakte Torolv Herstad tlf 22 47 64 21.

Viser forøvrig til løpende forpliktelser pkt 11.3 annet ledd om at selskapet skal orientere børsen kl. 14.00 dagen før aksjen skal handles eksklusiv den aktuelle rettigheten med mindre slik informasjon allerede foreligger.

5.8 OBLIGASJONER

5.8.1 Ny verdipapirhandellov og ny børslov. Endringer i obligasjonsreglene (børssirkulære nr. 12/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

5.8.2 Endringer i ABM-reglene (børssirkulære nr. 13/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

5.8.3 Vedtak om fritak fra plikten til å rapportere delårstall for morselskapet Kverneland ASA (brev av 18.06.2007)

Det vises til Deres brev av 30. mai 2007 hvor det søkes om fritak fra plikten til å rapportere delårstall for morselskapet Kverneland ASA i henhold til Regler for opptak og notering av obligasjoner på ABM (Alternativ Bond Market), herunder løpende forpliktelser (obligasjonsreglene på ABM), samt mail av 15. juni 2007 med utdypende informasjon.

Obligasjonsreglene på ABM punkt 4.3.1 tredje avsnitt åpner for at børsen kan tillate at det bare offentliggjøres delårsrapport for morselskapet eller konsern dersom det regnskap som ikke offentliggjøres ikke inneholder vesentlige tilleggsopplysninger.

Det fremgår av søknaden at Kverneland Group er et fullt integrert internasjonalt konsern hvor produkter og tjenester fra alle deler av virksomheten blir solgt gjennom samme salgs- og distribusjonsapparat. Det opplyses videre at det er denne aktiviteten som danner grunnlag for Kverneland Groups drift, og relevante forhold relatert til dette blir kommentert i konsernets delårsrapporter. I mail av 15. juni opplyses det at morselskapet Kverneland ASA har ingen operasjonell drift i form av produksjon og/eller salg av konsernets produksjon, og at ASAs driftsinntekter i sin helhet er relatert til utleie av eiendommer til de norske virksomhetene, samt administrasjonshonorar fakturert til datterselskaper. I de tilfellene konsernet foretar seg handlinger som påvirker Kverneland ASA, er dette i følge søknaden rapportert og kommentert i konsernets delårsrapporter. I mail av 15. juni opplyses det at dette vil være de tilfeller der Kverneland ASA er transaksjonspartneren; tilfeller relatert til refinansiering, opptak av lån, kjøp av selskaper, salg av datterselskaper og relaterte forhold som påvirker driften av konsernet.

Videre opplyses det i søknaden at Deres synspunkt er at finansmarkedets interesse er rettet mot konsernets resultater, og at separate delårsrapporter for Kverneland ASA ikke vil ha ytterligere informasjonsverdi for markedet. Og dere mener at markedets behov for

informasjon og kunnskap om morselskapet blir tilstrekkelig ivaretatt via konsernets delårsrapporter og Kvernland ASAs årlige rapport.

På bakgrunn av ovennevnte vil Oslo Børs gi fritak fra plikten til å rapportere delårstall for morselskapet Kvernland ASA i henhold til obligasjonsreglene på ABM punkt 4.3.1 tredje avsnitt ved notering på ABM av obligasjonslån utstedt av Kvernland ASA. Forutsetningene for fritaket er at:

- aktiviteten i Kvernland ASA og Kvernland Group i løpet av lånets/lånenes løpetid vil være organisert slik som det er fremstilt i søknaden og mailen med ytterligere informasjon
- det i de tilfellene konsernet foretar seg handlinger som påvirker Kvernland ASA som nevnt over, blir dette rapportert og kommentert i konsernets delårsrapporter
- det ikke utarbeides delårsrapporter for morselskapet Kvernland ASA. I den grad selskapet på et senere tidspunkt utarbeider slike delårsrapporter, forutsetter vi at dette offentliggjøres i henhold til obligasjonsreglene.
- at Kvernland ASA selv er av den oppfatning at delårsrapport for Kvernland ASA ikke vil inneholde vesentlige tilleggsopplysninger i forhold til konserntall som kan få betydning for vurderingen av korrekt markedskurs for obligasjonene.
- Kvernland ASA offentliggjør konsernregnskap i henhold til obligasjonsreglene på ABM.

Fritaket bortfaller dersom grunnlaget for vedtaket endres.

I den grad noen av ovennevnte forutsetninger på et senere tidspunkt skulle vise seg ikke lenger å være gjeldende, forbeholder Oslo Børs seg rett til å initiere strykning av noterte lån på ABM utstedt av Kvernland ASA.

5.8.4 Vedrørende søknad om dispensasjon fra kravet om umiddelbar offentliggjøring av årsregnskap etter styret og representantskapets vedtak (brev av 01.10.2007)

Det vises til Deres brev av 26. september 2007 vedrørende overnevnte.

Nordea Bank Norge ASA ("NBN") er en norsk låntager med obligasjonslån notert på Oslo Børs. Banken er derfor underlagt børsens informasjonsplikt, jfr. børsforskriften kapittel 10. Med hensyn til regnskapsrapportering, pålegger børsforskriften § 10-11 første ledd låntagerne en plikt til å sende styrets forslag til års- og delårsrapporter til børsen for offentliggjøring straks disse er vedtatt. Børsen kan i enkelte tilfeller dispensere fra denne plikten hvis "særlige forhold tilsier det", jfr. børsforskriften § 10-13.

I henhold til Deres søknad inngår regnskapsrapporteringen for NBN som del av konsernregnskapet for Nordea Bank AB. Det er anført som begrunnelse for søknad om dispensasjon fra kravet om umiddelbar offentliggjøring at NBN, som del av Nordea-konsernet, er avhengig av å koordinere sin regnskapsavleggelse med konsernet.

Oslo Børs legger til grunn at i følge de danske og svenske børsreglene vil enheter innad i konsernet ikke kunne offentliggjøre sine regnskaper til forskjellig tidspunkt, hvis disse antas å kunne ha kurspåvirkende effekt på morselskapets noterte aksjer. På den annen side er det ikke problematisk at regnskaper fra enheter innad i et konsern offentliggjøres hvis disse antas å ikke ha kurspåvirkende effekt.

En dispensasjon vedrørende avleggelsen av regnskapet for 2007 vil måtte avhenge av NBNs egen vurdering av hvilken innvirkning regnskapstallene kan ha på Nordea Bank ABs aksjer.

Vi gjør oppmerksom på at NBNs alminnelige informasjonsplikt overfor børsen består som en selvstendig plikt og er uavhengig av at banken inngår i et konsern. Skulle det i fremtiden oppstå situasjoner som kan påvirke soliditeten til NBN, vil informasjonsplikten inntre slik børsforskriften § 10-2 beskriver. Konsekvensen av dette er eksempelvis at i tilfeller hvor regnskaper for NBN inneholder informasjon som kan påvirke bankens finansielle stabilitet og dermed være av interesse for investorer i NBNs børsnoterte obligasjonslån, vil informasjonsplikten være inntrådt. Denneplikten forventes da overholdt uavhengig av styrebehandling av Nordea Bank-konsernets regnskaper.

Oslo Børs henstiller til at NBN tar ovennevnte forhold i betraktning når fremtidige styremøter planlegges slik at bankens praksis vedrørende avholdelse av styremøter er forenlig med det danske og svenske regelverket, i tillegg til at informasjonsplikten overfor børsen kan overholdes.

NBN gis på dette grunnlag dispensasjon fra kravet om at regnskapstall skal oversendes umiddelbart til Oslo Børs for offentliggjøring etter at bankens styre og representantskap har vedtatt disse. Dispensasjonen gjelder for kravet om umiddelbar offentliggjøring av styrets og representantskapets forslag til årsregnskap og årsberetning for 2007 straks det er vedtatt av nevnte organer. Forutsetningen for dispensasjonen er at NBNs egen vurdering konkluderer med at umiddelbar offentliggjøring av ovennevnte dokumenter kan ha innvirkning på de noterte aksjene til morselskapet. Det presiseres at NBN har en selvstendig informasjonsplikt overfor det norske verdipapirmarkedet. Det forutsettes videre at NBNs regnskaper straks etter styrebehandling i Nordea Bank AB, oversendes Oslo Børs for offentliggjøring.

Hvis konklusjonen på NBNs vurdering er at årsregnskapet og årsberetningen ikke har kurspåvirkende effekt på Nordea Bank ABs aksjer, vil grunnlaget ikke være tilstede for at regnskapsrapporteringen utsettes. Følgen er da at kravet om offentliggjøring i henhold til børsforskriften § 10-11 første ledd vil måtte overholdes. Dette innebærer at årsregnskapet og årsberetningen må oversendes børsen straks det er vedtatt på møtet den 11. februar 2008 for deretter å bli offentliggjort. Det forutsettes videre at det umiddelbart sendes børs melding om forhold som omfattes av børsforskriften § 10-2, dersom regnskapet inneholder informasjon som omfattes av denne bestemmelsen.

Oslo Børs forutsetter videre at den indikerte tidsplanen i søknaden vedrørende avholdelse av Fellesmøtet i NBN og styremøtet i Nordea Bank AB overholdes. Vi ber om umiddelbart å bli informert om forholdet hvis det skulle inntreffe endringer i tidsplanen.

5.8.5 Informasjonsplikt ved konserninterne transaksjoner (brev av 07.06.2007)

Det vises til børsens brev 1. desember 2006 og svar fra Seadrill Norge AS 15. desember.

Saken gjelder avtaler inngått av Seadrill Norge AS-konsernet (SNK) 6. juli 2006. Ved avtalene solgte SNK sine eierinteresser i Seadrill Ltd.-konsernets tenderriggvirksomhet til et søsterselskap, og kjøpte eierinteresser i byggekontrakter for fire halvt nedsenkbare borerigger, samt en fordring på det felles morselskap.

Iht opplysninger i brevet av 15. desember omfattet salget:

- (i) Alle de heleide tenderriggene for USD 585 millioner
- (ii) Alle aksjene i Seadrill Asia Ltd. for USD 109,1 millioner. Selskapet er det operative selskap for tenderrigg-virksomheten, og eier i tillegg 49 % av aksjene i et joint venture-selskap i Malaysia.
- (iii) Alle aksjene i Seadrill Tender Rigs Pte. Ltd. for USD 107 millioner. Selskapet eier en semi-tenderrigg.

Det samtidige kjøpet omfattet:

- (i) Alle aksjene i selskapene Subsea Drilling Inc., Subsea Drilling II Inc., Subsea Drilling III Ltd. og Subsea Drilling IV Ltd. for USD 524,5 millioner. Selskapene eier hver sin byggekontrakt for halvt nedsenkbare borerigger under bygging i henholdsvis Singapore (to selskaper) og Korea (to selskaper).
- (ii) En fordring på morselskapet på USD 276,6 millioner.

Oslo Børs ble kjent med transaksjonene gjennom omtale i innkalling til obligasjonseiermøte for vedtagelse av endring av debitor for fire børsnoterte obligasjonslån fra Seadrill Norge AS til Seadrill Ltd. (Bermuda), sendt som børsmelding 16. november 2006.

Etter børsforskriften § 10-2 første ledd skal låntager "*uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår låntager ...*". Hva som utgjør innsideinformasjon fremkommer av verdipapirhandelloven § 2-2.

Seadrill Norge AS anfører i sitt brev at de nevnte avtalene ikke var egnet til å påvirke kursen på obligasjonene merkbart, og således ikke kan betraktes som innsideinformasjon. Følgelig er informasjonsplikten etter selskapets oppfatning ikke overtrådt. Det erkjennes imidlertid at spørsmålet i mindre grad var gjenstand for vurdering da transaksjonene ble gjort, og at vurderingen er gjort i ettertid.

Etter en samlet vurdering av de faktiske forhold, er børsen av den oppfatning at avtalene utgjorde informasjonspliktig innsideinformasjon. I denne forbindelse nøyer vi oss med å påpeke at transaksjonene etter Seadrill Norge AS' oppfatning iht. opplysninger inntatt i den nevnte innkalling "*may have resulted in a somewhat increased credit risk for the Bondholders*", og at dette er "*a consequence of the sale of tender rigs with steady cash flow and the acquisition of projects that include some construction and completion risks*".

Videre skal låntager iht. Regler for opptak og børsnotering av renteinstrumenter, herunder løpende forpliktelser (obligasjonsreglene) pkt. 3.2.2.3 nr. 2 uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre beslutning om "*salg av eller tilbud om kjøp av en vesentlig del av låntagers eiendeler eller virksomhet og resultatet av tilbudet*".

Selskapet viser til at interessen i tenderriggene utgjorde ca. 25 % av virksomheten i SNK målt i omsetning og verdier, og at det dreide seg om et bytte – ikke et rent salg.

Etter Oslo Børs' oppfatning kan det ikke være tvilsomt at et virksomhetsområde av slik størrelse må sies å utgjøre "en vesentlig del" av selskapets virksomhet. Det faktum at selskapet simultant kjøpte andre eiendeler kan ikke sees å redusere betydningen av salget.

Endelig påpekes at selskapet ikke oppfylte plikten til å offentliggjøre delårsrapport for første halvår 2006 i samsvar med børsforskriften § 10-11 første ledd, første punktum, jf. §§ 10-9 tredje ledd og 10-10 annet punktum. Oslo Børs har ikke innvilget dispensasjon fra denne plikten.

Samlet sett har Seadrill Norge AS etter børsens oppfatning brutt de børsrettslige informasjonsplikter på flere punkter. De aktuelle overtredelser ville normalt blitt sanksjonert med overtredelsesgebyr, men som følge av den lange tid som har medgått til behandlingen av saken, finner Oslo Børs det ikke riktig å ilegge slik sanksjon. Det understrekes imidlertid at selskapets informasjonshåndtering har vært kritikkverdig, og ikke er akseptabel for et selskap med børsnoterte verdipapirer.

5.9 EIERSTYRING OG SELSKAPSLEDELSE

5.9.1 Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (børssirkulære nr. 1/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

5.9.2 Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (børssirkulære nr. 15/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

6. TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD

6.1 NYE REGLER

6.1.1 Ny verdipapirhandellov og ny børsløvslov (børssirkulære nr. 8/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

6.1.2 Norske regler om overtagelsestilbud – anvendelse på utenlandske selskap – dispensasjonsregler (børssirkulære nr. 11/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

6.2 TILBUDSPLIKT

6.2.1 Oslo tingretts dom i Seadrills søksmål mot Oslo Børs, 3. desember 2007

Seadrill vant ikke fram mot Børsklagenemnda

(Pressemelding fra Oslo Tingrett)

http://www.domstol.no/DAtemplates/Article_____17100.aspx

Riggselskapet Seadrill mente at Oslo Børs påla selskapet å kjøpe Eastern Drilling-aksjer til for høy pris. Seadrill gikk til søksmål og krevde vedtaket kjent ugyldig. Oslo tingrett ga ikke Seadrill medhold.

Saken gjelder gyldigheten av Børsklagenemndas vedtak 12. desember 2006. Vedtaket stadfestet et vedtak fra styret i Oslo Børs den 25. oktober samme år om å oppheve børsens godkjenning av et pliktig tilbud fra SeaDrill Ltd. på kjøp av aksjene i Eastern Drilling ASA. Nemnda påla SeaDrill å gi aksjonærene i Eastern et nytt tilbud, som etter begrunnelsen i vedtaket måtte være høyere enn det ikke godkjente tilbudet på kr. 92 per aksje.

I dommen drøftes to sentrale problemstillinger: For det første om det forelå grunnlag for å konsolidere SeaDrill og Carnegie med virkning for prisfastsettelsen under det pliktige tilbudet. For det andre om SeaDrill som alternativ til nytt tilbud kunne selge seg ned

under tilbuds-pliktgrensen.

Retten er kommet til at Børsklagenemndas vedtak er gyldig. Det gjelder også vedtaket om at SeaDrill ikke har nedsalgsrett, og følgelig må fremsette nytt tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i Esteren Drilling.

Oslo Børs ASA ble etter dette å frifinne.

Dommen er vedlagt materialsamlingen og inntatt på <http://www.oslobors.no/ob/vedtak>

Dommen er anket av Seadrill limited.

6.2.2 Tilbudspunkt i Eastern Drilling ASA - Om utsatt iverksetting av Børsklagenemndens vedtak i sak nr. 6/2006 (Børsklagenemndens avgjørelse av 20.02.2007)

Avgjørelse av 20. februar 2007 av spørsmål om utsatt iverksetting av Børsklagenemndens vedtak av 12. desember 2006 i sak nr. 6/2006.

1. Saken og Børsklagenemndens sammensetning

Børsklagenemnden traff den 12. desember 2006 slikt vedtak:

1. *Børsstyrets vedtak av 25. oktober 2006 om å konsolidere SeaDrill Ltd og Carnegie ASA i forhold til reglene om tilbudspunkt for så vidt gjelder aksjer i Eastern Drilling ASA blir å stadfeste.*
2. *SeaDrill Ltd plikter å gi nytt tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i Eastern Drilling ASA.*

Saken gjelder spørsmål om utsatt iverksetting av dette vedtaket inntil rettskraftig dom i varslet søksmål foreligger, jf. forvaltningsloven § 42 første ledd annet punktum.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte tirsdag 20. februar 2007. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Vibecke Groth (leder), Trygve Bergsåker, Cathrine Hambro og Hugo Matre.

Norunn Dale Seland og Bernt Zakariassen, som deltok ved behandlingen av sak nr. 6/2006, hadde forfall.

2. Sakens bakgrunn

Når det gjelder faktum i saken frem til og med Børsklagenemndens vedtak av 12. desember 2006, vises det til fremstillingen i vedtaket. Som nevnt ovenfor gjelder herværende sak spørsmål om utsatt iverksetting av dette vedtaket. Vedtaket er publisert på www.oslobors.no/ob/vedtak.

Slutningen i Børsklagenemndens vedtak av 12. desember 2006 er gjengitt ovenfor under pkt.1.

I børs melding 20. desember 2006 opplyste Seadrill Limited ("Seadrill") at selskapet, til tross for at det var uenig i Børsklagenemndens vedtak og ville angripe vedtaket gjennom søksmål, hadde til hensikt å sette frem et nytt pliktig tilbud, særlig av hensyn til minoritetsaksjonærene. I børs meldingen fremgår det at tilbudsprisen må settes av Seadrill og godkjennes av Oslo Børs ("børsen").

I brev av 5. januar 2007 til Oslo Børs foreslo Seadrill en tilbudspris på kr. 117,14 per aksje.

Oslo Børs svarte i brev av 8. januar 2007 at det ikke var grunnlag for en tilbudspris på mindre enn kr. 135 per aksje.

I brev og børsmelding av 9. januar 2007 opplyste Seadrill at selskapet ville gå til søksmål for å få prøvet Børsklagenemndens vedtak av 12. desember 2006 for domstolene. Samtidig anmodet Seadrill v/ advokat Rolf Johan Ringdal i advokatfirmaet BAHR Oslo Børs om at børsen skulle beslutte utsatt iverksetting av "tiltak eller sanksjoner inntil det foreligger endelig dom i saken", jf. forvaltningsloven ("fvl") § 42, jf. børsloven § 5-14. Det er redegjort nærmere for Seadrills anførsler nedenfor under pkt. 4.

De andre partene i saken (Eastern Drilling selv og en rekke minoritetsaksjonærer i selskapet) anførte at Børsklagenemnden, og ikke Oslo Børs, var rett organ til å behandle begjæringen om utsatt iverksetting. De anførte også at det ikke er grunnlag for å ta anmodningen om utsatt iverksetting til følge, se nærmere om deres anførsler nedenfor under punkt 5 og 6.

Børsstyret i Oslo Børs ("børsstyret") traff den 24. januar 2007 slikt vedtak:

Oslo Børs imøtekommer ikke Seadrill Limiteds anmodning om utsatt iverksettelse av Børsklagenemndens vedtak 6/2006 om tilbudsplikt i Eastern Drilling ASA. Anmodningen oversendes til Børsklagenemnden. Børsen ber samtidig Børsklagenemnden vurdere å omgjøre pkt 2 i sitt vedtak i tråd med børsens vedtak 25. oktober 2006.

Oslo Børs oversendte deretter saken til Børsklagenemnden ved brev av 24. januar 2007.

Siden ingen av partene i saken hadde begjært omgjøring av Børsklagenemndens vedtak, men dette var noe børsstyret på eget initiativ tok opp i forbindelse med behandlingen av anmodningen om utsatt iverksetting, hadde omgjøring ikke vært tema i partenes innlegg under saksforberedelsen for børsen. Alle parter har i etterkant av børsstyrets vedtak kommet med kommentarer til vedtaket, samt fått mulighet til å imøtegå hverandres merknader.

3. Børsstyrets vedtak av 24. januar 2007

Børsstyret tok i vedtaket av 24. januar 2007 pkt. 4 utgangspunkt i at den klare hovedregelen er at forvaltningsvedtak skal gjennomføres innen den frist som vedtaket angir, men slik at forvaltningsloven § 42 inneholder unntak fra dette gjennom regler om utsatt iverksetting.

Børsstyret drøftet i vedtaket pkt. 5 hvem som har kompetanse til å beslutte utsatt iverksetting. Børsstyret viste til lovens ordlyd og forarbeider, og konkluderte slik på dette punkt (øverst på side 3 i vedtaket):

Etter børsens vurdering har således både børsen og børsklagenemnden kompetanse til å fatte en beslutning om utsatt iverksetting.

Det er klart at en beslutning om utsatt iverksetting ikke er et enkeltvedtak som kan påklages. Dersom børsen fatter slik beslutning må det likevel legges til grunn at børsklagenemnden kan omgjøre beslutningen av eget tiltak. Slik konkluderes det også i betenkningen innhentet av børsen.

Etter å ha konkludert med at både børsen og Børsklagenemnden har kompetanse til å fatte en beslutning om utsatt iverksetting, gikk børsstyret over til å vurdere ulike alternativer når det gjelder selve det materielle spørsmålet om utsatt iverksetting, jf. vedtaket pkt. 6. Børsstyret tok utgangspunkt i at spørsmålet om utsatt iverksetting beror på forvaltningsskjønn, der de ulike interessene må veies opp mot hverandre. Børsstyret

viste til forarbeidene til lovbestemmelsene der ordningen med børsklagenemnd ble innført, jf. Ot.prp. nr. 54 (1988-89) og Innst. O. nr. 81 (1988-89), og konkluderte med at disse forutsetter at det utvises tilbakeholdenhet med å innvilge utsatt iverksetting.

Etter dette gikk børsstyret nærmere gjennom de ulike alternativene mht. utsatt iverksetting, jf. vedtaket pkt. 6.2. Imidlertid unnlot børsstyret å konkludere, og fant etter en samlet vurdering å overlate avgjørelsen til Børsklagenemnden.

Børsstyret vurderte videre saksgang slik i vedtaket pkt. 7:

Seadrill har fremsatt sin anmodning overfor børsen, men børsen forstår det slik at anmodningen alternativt ønskes vurdert av Børsklagenemnden. Børsen oversender således saken til Børsklagenemnden for behandling.

Når det gjelder spørsmål om løpende mulkt, heter det i vedtaket pkt. 7:

Seadrill har etter børsklagenemndens vedtak tilbudsplikt. I påvente av børsklagenemndens behandling finner børsen imidlertid ikke grunn til å ilegge løpende mulkt.

I vedtaket pkt. 8 tok børsstyret så – på eget initiativ, uten at noen av partene hadde anmodet om dette eller omtalt dette i sine innlegg i saksforberedelsen for børsen – opp spørsmål om omgjøring av Børsklagenemndens vedtak. Det fremgår av vedtaket at børsstyret ikke er enig i Børsklagenemndens vedtak om at Seadrill plikter å sette frem et nytt tilbud. Børsstyret viste til lovens ordlyd og forarbeider, og i vedtaket pkt. 8 heter det:

Etter børsens vurdering kan det at børsklagenemnden ikke har hensyntatt lovens forhistorie og forarbeider ha betydning for konklusjonen i børsklagenemndens vedtak. Børsen ber på dette grunnlag om at børsklagenemnden vurderer å omgjøre sitt vedtak på dette punkt iht. forvaltningsloven § 35.

Børsstyret traff deretter slikt vedtak som fremgår foran under pkt 2.

4. Seadrill v/ advokat Ringdal har i hovedsak anført:

Utsatt iverksetting

Seadrill anmoder om at det må gis utsatt iverksetting av vedtaket og evt. sanksjoner inntil det foreligger endelig dom i saken, jf. forvaltningsloven § 42 første ledd annet punktum. Seadrill akter å gå til søksmål for å få Børsklagenemndens vedtak av 12. desember 2006 prøvet for domstolene.

Når det gjelder spørsmålet om det er Oslo Børs eller Børsklagenemnden som er rett organ for behandling av spørsmålet om utsatt iverksetting, har Seadrill antatt at det er børsen som skal behandle spørsmålet, men legger uansett til grunn at børsen, evt. i samråd med Børsklagenemnden, sikrer at kompetent organ fatter beslutning.

Seadrill mener at Børsklagenemndens vedtak er uriktig både pga. feil faktum og feil rettsanvendelse. Det foreligger ikke faktisk eller rettslig grunnlag for konsolidering av Seadrill og Carnegie, og selskapet kan ikke pålegges tilbudsplikt på dette grunnlag. Vedtaket er videre uriktig når det gjelder spørsmålet om nedsalgsrett. Det er også betydelig forskjell i den tilbudspris som Børsklagenemnden og Oslo Børs på sin side forutsetter og den prisen Seadrill på den annen side mener er riktig. Det er av avgjørende betydning for Seadrill å få prøvet for domstolene hvorvidt det foreligger grunnlag for tilbudsplikt. Domstolskontrollen er dypt forankret i vår statsforfatning. Innskrenkninger i domstolskontrollen kan bare gjøres ved lov- og grunnlovsvedtak, og selv lov vil måtte vike mot prøvelsesrettens kjerne. Adgangen til å utsette iverksetting av

vedtak er forankret i hensynet til effektiv adgang til å få prøvet forvaltningens vedtak for domstolene.

I forarbeidene til forvaltningsloven fremheves det at uten adgang til å gi utsatt iverksetting, vil den praktiske betydningen av domstolskontrollen ofte kunne bli av liten interesse. Iht. børsloven § 7-1 tredje ledd får forvaltningsloven, herunder § 42, anvendelse for Børsklagenemndens virksomhet. Det fremgår ikke av forarbeidene til gjeldende børslov at man skal innfortolke noen form for reservasjoner, jf. Ot. prp. nr. 73 (1999-2000). Det verken kan eller bør gjøres unntak fra det grunnfestede og konstitusjonelt avledede utgangspunktet om domstolsprøving som nevnt ovenfor gjennom påberopelse av forarbeider til en lov som ikke lenger gjelder, slik de andre partene i saken har anført.

Denne saken dreier seg om rettsanvendelsesskjønn, og domstolene viker i slike tilfeller ikke tilbake fra å foreta en uavhengig og selvstendig vurdering av saken.

Det vil også kunne være i markedets interesse at man ikke vanskeliggjør domstolsprøving. Saken reiser prinsipielle og viktige spørsmål, og det er ønskelig at domstolene tar del i den rettsutvikling som skjer innenfor børs- og verdipapirretten.

Allerede det forhold at det kan stilles spørsmål om Børsklagenemndens vedtak om konsolidering bygger på en omlegging av fast etablert praksis, viser at domstolsprøving er på sin plass.

Videre vises det til at Børsklagenemndens vurdering av om Seadrill etter foretatt konsolidering skulle ha adgang til å selge seg ned under tilbudspliktgrensen, er en annen enn børsens. Dette forhold taler i seg selv for at det bør gis utsatt iverksetting.

Cheyne m.fl. har påberopt seg direktiv 2004/25/EF som grunnlag for å ikke ta anmodningen om utsatt iverksetting til følge. Direktivet er imidlertid ikke gjennomført i norsk rett, og kan ikke påberopes på den måten som motpartene gjør.

Når det gjelder betydningen av utsatt iverksetting for minoritetsaksjonærene, vil utsatt iverksetting bare føre til at de må avvente domstolens behandling av om de faktisk har krav på andel av evt. kontrollpremie. Situasjonen er lik enhver situasjon der debitor bestrider at kreditorene har et krav. Seadrills finansielle stilling er sterk, og det er ikke tvil om selskapets evne til å gjøre opp for seg dersom rettssaken tapes.

Seadrill har, selv om selskapet har bestridt tilbudsplikt, i etterkant av Børsklagenemndens vedtak gått inn i en dialog med børsen om evt. tilbudspris i forsøk på å avhjelpe en vanskelig situasjon. Dette kan ikke tillegges vekt i negativ retning ved vurderingen av om det skal gis utsatt iverksetting.

En gjennomføring av Børsklagenemndens vedtak vil være irreversibel inter partes mellom Seadrill og de øvrige aksjonærene, jf. vphl. § 4-10. Dersom retten kommer til at det ikke foreligger tilbudsplikt, vil minoritetsaksjonærene sitte igjen med en uberettiget fordel som børsen eller Seadrill må bære de økonomiske følgene av. Å bli henvist til erstatningssøksmål i stedet for selv å kunne få prøvet vedtakets gyldighet, er i seg selv inngripende. Det er heller ikke gitt å forutsi i hvilken grad Seadrill vil kunne regne med å vinne frem med et erstatningssøksmål. Denne situasjon – der Seadrill potensielt vil ligge i rettstvist med den børs man er notert på – er vesentlig byrdefull og uforholdsmessig sammenlignet med den ulempe minoritetsaksjonærene påføres ved å avvente domsutfallet.

Videre heter det i brev av 17. januar 2007 fra Seadrill til Oslo Børs (pkt. 7 side 5):

Uten utsatt iverksettelse vil aksjonærene kunne påberope seg verdipapirhandelloven § 4-19. Seadrill risikerer i så fall en ekstrem, nærmest

konfiskasjonslignende, beskjæring av sine rettigheter mens sakens pågår. Selskapet vil med nødvendighet tvinges til å fremme begjæring om midlertidig forføyning. Dette vil skape unødvendig og fortsatt støy rundt selskapet, noe ingen av aksjonærene er tjent med.

Videre vil utsatt iverksettelse skape ro i forhold til spørsmålet om tvangssalg av aksjene og dagmulkt, jf. verdipapirhandelloven § § 4-20 og 14-1.

Situasjonen er i følge Seadrill kompleks, og iverksetting av vedtaket vil få stor negativ økonomisk betydning for SeaDrill. En eksponering og kostnad på over en halv milliard kroner er et uhyrlig stort beløp i en sak som ikke er endelig avgjort. Fremsettelse av tilbud med en pris som bygger på den høyeste pris Carnegie har betalt, vil pga. Seadrills manglende kontroll med dette, i realiteten ha et betydelig pønalt element.

I tillegg er det en realitet at Børsklagenemndens avgjørelse litt overraskende anskueliggjør behovet for muntlig behandling og bevisførsel etter tvistemålslovens system. Dette er også forhold som tilsier at prøvningsadgangens ikke undermineres gjennom å motsette seg utsatt iverksetting.

Det erkjennes at saken reiser komplekse spørsmål, men den interesseavveining som bør ligge til grunn for beslutning om utsatt iverksetting, faller klart ut i Seadrills favør.

Dersom det skulle anses nødvendig, er det også mulig å fatte beslutning om utsatt iverksetting betinget av vilkår, som i så fall forutsettes å ikke være urimelig byrdefulle.

Under henvisning til at børsstyret allerede har anmodet Børsklagenemnden om å vurdere en del av selve vedtaket på nytt, og at sannsynlig utfall av et søksmål er relevant for vurderingen av om det skal gis utsatt iverksetting, vil Seadrill nevne at ved domstolsprøving vil det bli påberopt ytterligere en innvending mot vedtaket. Dette går ut på at vphl. § 4-5 må forstås slik at konsolidering bare kan skje hvis det nærstående forholdet består når det aktuelle etterfølgende erverv av aksjer finner sted. TRS-avtaler inngått våren 2006 kan ikke gi grunnlag for konsolidering når man legger til grunn at tilbudsplikt inntrådte ved erverv i september 2006, etter at det påståtte samarbeidet for lengst var avsluttet. Når Seadrill passerte tilbudspliktgrensen i september 2006, skjedde det delvis ved erverv av Carnegies hedge-aksjer. Grunnen til at Carnegie ikke lenger hadde behov for disse aksjene, måtte åpenbart nettopp være at de TRS-avtaler som utgjorde konsolideringsgrunnlaget, ble avvirket. Således eksisterte konsolideringsgrunnlaget ikke lenger på ervervstidspunktet.

Vedrørende børsstyrets anmodning om omgjøring av Børsklagenemndens vedtak

Seadrill deler børsstyrets oppfatning vedrørende omgjøring av den delen av Børsklagenemndens vedtak som gjelder nedsalgsrett, og vil kort supplere de betraktninger som fremkommer i pkt. 8 i børsstyrets vedtak.

Tilbudspliktreglene er utformet av lovgiver i erkjennelse av at reglene må innebære en balanse mellom hensynet til den tilbudspliktige og hensynet til de øvrige aksjonærer. Det må være forutberegnelighet både mht. om tilbudsplikt inntreer, og hva den innebærer, jf. også NOU 1996:2 s. 119. Lovgiver har erkjent at konsolidering innebærer vanskelige avveininger, og at reglene om konsolidering som sådan ikke gir tilstrekkelig forutberegnelighet, slik at denne må skapes ved særskilte vedtaksregler, jf. vphl. § 4-5 og § 4-8 annet ledd.

Isolert sett deler Seadrill Børsklagenemndens oppfatning (vedtaket s. 27) om at en tilbyder ikke kan gå fra en melding om at tilbud vil bli fremsatt. Men i denne saken, der tilbudsplikt ble meldt som følge av egne erverv, er det noe dramatisk annet å utvide grunnlaget for beregningen av tilbudsprisen fra vedkommendes egne erverv til å statuere konsolidering, med den konsekvens at prisgrunnlaget utvides til også å omfatte konsoliderte parters erverv.

Det er heller ikke noe avtalerettslig til hinder for en slik forståelse som Seadrill mener er den riktige.

5. Cheyne Special Situations Fund LP Arnold and S Bleichroedher Holdings Inc, Aetos Corporation, Iolaire Investment Limited Partnership, Institutional Benchmark Series (Master Feeder) Limited (the Bakram Series) og MSS Capital Limited ("Cheyne m. fl."), v/ advokat Bjerke har i hovedsak anført:

Utsatt iverksetting

I brev av 2. februar 2007 fra Cheyne m.fl. v/advokat Bjerke heter det under pkt. 3.1 (side 5):

...Videre fremgår det på side 7 i protokollen at børsstyret, etter en samlet vurdering, "ikke finner det riktig å gi utsettende virkning, men overlate avgjørelsen til børsklagenemnden". Dette kan tyde på at børsstyret ikke har hatt til hensikt å treffe noen realitetsavgjørelse, men henvise saken til Børsklagenemnden for avgjørelse. Når det av det protokollerte vedtaket uttrykkelig fremgår at "Oslo Børs imøtekommer ikke Seadrill Limiteds anmodning om utsatt iverksettelse av børsklagenemndens vedtak 6/20066 om tilbudsplikt i Eastern Drilling ASA" må det imidlertid legges til grunn at børsstyret har besluttet at børsklagenemndens vedtak ikke skal gis oppsettende virkning.

Under forutsetning av at Børsklagenemnden også legger til grunn at Oslo Børs har realitetsbehandlet saken og besluttet ikke å gi Børsklagenemndens vedtak utsatt iverksetting, anføres det prinsipielt at vedtak vedrørende utsatt iverksetting ikke er gjenstand for klage og således faller utenfor Børsklagenemndens kompetanse, jf. børsforskriften § 26-1.

Subsidiært, under forutsetning av at Børsklagenemnden anses å ha kompetanse til å overprøve børsstyrets vedtak om ikke å gi Børsklagenemndens vedtak utsatt iverksetting, anføres det at Børsklagenemnden ikke kan omgjøre børsens beslutning til skade for minoritetsaksjonærene i Eastern Drilling. Forvaltningsloven § 35 om omgjøring av vedtak uten klage bør gis analogisk anvendelse på spørsmål om omgjøring av beslutninger om utsatt iverksetting til skade for en part. Vilkårene for omgjøring etter fvl. § 35 er ikke oppfylt.

Dersom Børsklagenemnden legger til grunn at børsstyret ikke har truffet en realitetsbeslutning om at utsatt iverksetting ikke skal gis, eller at Børsklagenemnden har kompetanse til å omgjøre en slik beslutning til skade for minoritetsaksjonærene, må Børsklagenemnden realitetsbehandle Seadrills anmodning om utsatt iverksetting. Det må da foretas en interesseavveining. Denne interesseavveiningen tilsier at det ikke gis utsatt iverksetting.

Det har stor økonomisk betydning for minoritetsaksjonærene om det pliktige tilbudet fremsettes umiddelbart, eller først når rettskraftig dom foreligger om flere år. Utsatt iverksetting vil medføre langvarig likviditetstap, kredittrisiko knyttet til Seadrills fremtidige betalingsevne, samt langvarig usikkerhet mht. prisingen av aksjene i Eastern Drilling.

Når det gjelder Seadrills anførsel om at minoritetsaksjonærene i realiteten har et valg mht. å avvente domsutfall eller selge aksjene underveis, bemerkes at denne opsjonen er særdeles lite attraktiv siden aksjene p.t. handles med rabatt sammenlignet med en tilbudspris på kr. 135 per aksje. Salg av aksjene vil påføre minoritetsaksjonærene et økonomisk tap.

Cheyne m. fl. er sterkt uenig med børsstyrets uttalelser i vedtaket av 24. januar 2007 om at alternativet med utsatt iverksetting betinget av at Seadrill selger seg ned under

tilbudsplichtgrensen, har færrest betenkeligheter. Nedsalg av ca 20 % av aksjene i Eastern Drilling over en kort periode vil sette aksjekursen under press. Seadrill kan utnytte en slik situasjon til å erverve aksjer i Eastern Drilling og utløse tilbudsplicht på ny, men da til betydelig lavere kurs enn riktig tilbudspris basert på Carnegies aksjeerverv i april 2006.

Det vil etter Cheyne m.fl. sitt syn være direkte urimelig og støtende på den alminnelige rettsoppfatning om situasjonens kompleksitet, som er forårsaket av Seadrills egne handlinger (lovbrudd), kan begrunne utsatt iverksetting av vedtaket eller sanksjoner.

Cheyne m. fl. kan heller ikke se at det ligger noe pønalt element, slik Seadrill har anført, ved å benytte høyeste pris som Carnegie har betalt for aksjer ved gjennomføring av vedtaket. Det vil være svært urimelig om minoritetsaksjonærene først går glipp av et tilbud fra Ocean Rig ASA på kr. 135 per aksje som følge av samarbeidet mellom Seadrill og Carnegie, og at minoritetsaksjonærene deretter skal bære risikoen for Seadrills påstått manglende kunnskap om regelverket og/eller handler foretatt av et selskap Seadrill blir konsolidert med.

Den økonomiske betydningen for Seadrill kan avhjelpest gjennom de av Seadrill bebudede søksmål mot Oslo Børs og Finansdepartementet. En beslutning om ikke å gi utsatt iverksetting, vil ikke innebære noe uopprettelig rettstap for Seadrill. Deres eventuelle tap vil være en formuesskade som kan gjenopprettes gjennom erstatningskrav.

Det vises videre til forarbeidene til lovbestemmelsene der ordningen med børsklagenemnd ble innført, se blant annet Ot. prp. nr. 54 (1988-89) pkt. 3.5 og Innst. O. nr. 81 (1988-89) s. 3-5, der det blant annet gis uttrykk for at hensynet til effektiv og rask håndheving av reglene må tillegges vekt. Det fremgår også av forarbeidene at rettssikkerhetsgarantier vil bli tilstrekkelig ivaretatt ved opprettelsen av et særskilt kvalifisert klageorgan og de spesielle saksbehandlingsregler som gjelder for dette organet. Det er ikke grunn til å anta at domstolene vil omgjøre Børsklagenemndens vedtak. Både forarbeidene og det forhold at Børsklagenemndens vedtak var enstemmig og uten uttrykt tvil, tilsier at vedtaket bør iverksettes uten ugrunnet opphold.

I tillegg bemerkes det at Norge er folkerettslig forpliktet til å etablere et minoritetsvern som oppfyller kravene i EUs takeover-direktiv. I følge direktivet art. 5 skal pliktige tilbud fremmes ved første anledning. Utsatt iverksetting i denne saken vil ikke være i samsvar med direktivet.

Dersom det gis utsatt iverksetting, anmodes det om at det stilles vilkår som sikrer minoritetsaksjonærenes økonomiske interesse, jf. fvl. § 42 annet ledd.

Vedrørende børsstyrets anmodning om omgjøring av Børsklagenemndens vedtak

Cheyne m.fl. finner det særdeles oppsiktsvekkende at Oslo Børs anmoder Børsklagenemnden om å omgjøre sitt vedtak "i tråd med børsens vedtak". Børsen har plikt til å innrette seg etter nemndens vedtak og gjennomføre det uten ugrunnet opphold.

Børstyre anfører i realiteten at det foreligger rettsanvendelsesfeil ved nemndens vedtak. Cheyne m.fl. kan ikke se at det grunnlag for slike anførsler. Nemndens rettsanvendelse har solid forankring i andre rettskilder enn forarbeidene til den nå opphevede verdipapirhandelloven av 1985, og er korrekt.

Dersom Børsklagenemnden mot formodning skulle legge til grunn at nemndens vedtak av 12. desember 2006 er uriktig, anføres det at Børsklagenemndens kompetanse til å omgjøre vedtaket av eget tiltak er begrenset, jf. fvl. § 35, og at vilkårene for omgjøring ikke er oppfylt.

Under forutsetning av at Børsklagenemnden likevel skulle omgjøre sitt vedtak og legge til grunn at tilbudsplikt på konsolidert grunnlag inntreer med virkning fra det tidspunkt børsen besluttet konsolidering (25. oktober 2006), vil det bli anført at dette uansett ikke medfører at Seadrill får rett til nedsalg.

Anmodning til Børsklagenemnden om å fatte vedtak om minste tilbudspris, frist for å fremsette pliktig tilbud og sanksjoner ved fristoversittelse mv.

Det er ca 10 måneder siden tilbudsplikt inntrådte 6. april 2006. Seadrill må pålegges å fremsette et pliktig tilbud med tilbudspris i samsvar med lovens krav, dvs. minst kr. 135 pr. aksje, med tillegg av rentekompensasjon fra ordinært oppgjørstidspunkt etter tilbudspliktens inntreden til betaling skjer.

Videre anmodes det om at Børsklagenemnden treffer vedtak om at fristoversittelse sanksjoneres med dagbøter.

Dersom Børsklagenemnden ikke fastsetter slikt vedtak, anmodes det om at Oslo Børs instrueres om umiddelbart å fastsette slikt vedtak.

6. Eastern Drilling, Lime Rock Partners III, L.P og Universities Superannuation Scheme v/ advokat Greve har i hovedsak anført:

Utsatt iverksetting

Når det gjelder spørsmålet om hvilket organ som bør avgjøre spørsmålet om utsatt iverksetting, mener Eastern Drilling m.fl. at dette bør avgjøres av Børsklagenemnden. Det er nemnden som har truffet det underliggende vedtaket, og det er derfor naturlig at nemnden også avgjør om utsatt iverksetting skal gis. Blant annet er det uheldig om børsstyret skal ta standpunkt til en anmodning om utsatt iverksetting for et vedtak de delvis ikke er enig i.

Vedrørende det materielle spørsmålet om utsatt iverksetting skal gis, bes det om at Seadrills anmodning blir forkastet, og at selskapet umiddelbart ilegges sanksjoner inntil selskapet har oppfylt sin tilbudsplikt i samsvar med Børsklagenemndens vedtak og i samsvar med børsens syn på minstekrav til tilbudspris, jf. Oslo Børs brev av 8. januar 2007.

Anmodningen om utsatt iverksetting er ikke i samsvar med de intensjoner som Seadrill tidligere har gitt uttrykk for i denne saken. I børs melding fra Seadrill 20. desember 2006 uttalte selskapet blant annet følgende:

Seadrill however, after having reviewed the overall situation for Eastern and its shareholders, intends to put forward a new mandatory offer for the outstanding shares in Eastern. Seadrill's decision is primarily motivated by its concern for the smaller shareholders in Eastern, as the alternative, i.e. to challenge the Appeal Board's decision before the courts, will create a long period of uncertainty in relation to the pricing of Eastern's shares.

Hovedregelen etter loven er at virkningen av et vedtak inntreer fra det tidspunkt vedtaket er truffet og meddelt Seadrill. Beslutning om utsatt iverksetting unntaksvis skal gis, er underlagt Børsklagenemnden (alternativt børsens) frie skjønn.

Ved den interesseavveining som må foretas, må formålet med verdipapirhandelloven og børsloven vektlegges, jf. disse lovers § 1-1. Sentralt er hensynet til et velordnet, tillitvekkende og effektivt marked. Det er av stor betydning for det norske verdipapirmarkedet at Børsklagenemndens avgjørelser aksepteres av markedsaktørene og at avgjørelsene kan gjennomføres hurtig.

Det vises også til forarbeidene til loven som implementerte opprettelsen av Børsklagenemnden, jf. Ot. prp. nr. 54 (1988-1989) pkt. 3.3, som spesifikt gjelder

begjæringer om midlertidige forføyninger mot gjennomføring av Børsklagenemndens avgjørelser. Videre vises det til Krabygruppens innstilling av 21. november 1988, som lå til grunn for nevnte Ot. prp., jf. særlig innstillingen pkt. 7.5 om utsatt iverksetting. Gjeldende regler om Børsklagenemnden er en videreføring av reglene i den gamle børsloven, og uttalelsene i forarbeidene om utsatt iverksetting er fortsatt relevant. I Ot. prp. nr. 54 (1988-89) pkt. 3.5 heter det blant annet:

Det er fast praksis fra børssakene de senere år at det ikke innrømmes oppsettende virkning ved søksmål. Oppsettende virkning vil i praksis utsette iverksettelsen av organets vedtak i så lang tid at klageorganets vedtak i praksis får liten faktisk virkning. Når det nå er etablert særlig betryggende saksbehandlingsregler, svekker det innvendingene mot å iverksette vedtak uten å avvente utfallet av eventuell domstolsbehandling.

Uttalelsene fra Kraby-gruppen og departementet om utsatt iverksetting ble fulgt opp i Innst.O. nr. 81 (1988-1989) fra Finanskomiteén. Adgangen til å beslutte utsatt iverksetting synes på denne bakgrunn å være begrenset til rene unntakstilfeller. Denne saken representerer ikke noe slikt unntakstilfelle.

I tillegg til at det må foreligge et unntakstilfelle, må det også være slik at Seadrill bare kan gis medhold i utsatt iverksetting dersom interesseavveiningen går i vesentlig favør av Seadrill. Det er ikke situasjonen i denne saken.

Når det gjelder mulig økonomisk belastning for Seadrill, fremgår det av selskapets børsmelding 10. januar 2007 at selskapet var villig til å fremme pliktig tilbud med en tilbudspris på NOK 117,14 per aksje. Differansen mellom denne prisen NOK 135 per aksje, utgjør ca NOK 317,6 millioner, noe som er ca 0,85 % av Seadrills markedsverdi. Dersom man sammenligner tilbudskursen på NOK 135 per aksje med den prisen Seadrill opprinnelig hevdet var korrekt, NOK 92 per aksje, utgjør forskjellen totalt ca. NOK 764,8 millioner, dvs. ca 2,06 % av Seadrills markedsverdi. Seadrill har fullt ut finansiell evne til å fremsette og gjennomføre det pliktige tilbudet uten at dette får noen dramatiske konsekvenser for selskapet. Seadrill har også, gjennom inngåelsen av TRS-avtalene i april 2006, vist at de mener det kan være fornuftig å ta finansielle posisjoner i Eastern Drilling aksjer på et nivå over kr. 130. Det er intet ved utviklingen i Eastern Drilling siden april 2006 som tilsier at Seadrill skulle ha noen dårligere betalingsvilje for aksjer i Eastern Drilling nå enn da.

Den potensielle økonomiske belastningen for Seadrill dersom det ikke gis utsatt iverksetting, er ikke uopprettelig. Seadrill har selv gjentatte ganger uttalt at selskapet vil holde Oslo Børs og Finansdepartementet ansvarlig for det tap det måtte lide ved å fremme pliktig tilbud.

Et annet relevant moment i vurderingen av om det skal gis utsatt iverksetting, er sannsynligheten for at den økonomiske belastningen for Seadrill i det hele tatt vil inntre. Det vises i den forbindelse til Ot. prp. nr. 54 (1988-1989) pkt. 3.3:

Nemndens avgjørelser er forvaltningsvedtak og gyldigheten kan prøves for domstolene som for andre forvaltningsvedtak. Den vil være et uavhengig, særlig børsrettslig sakkyndig og domstolslignende organ som vurderer saken i annen instans etter omfattende saksbehandling i første instans (saksforberedelse i en administrasjon med høy faglig kompetanse og vedtak i et kollegialt organ, børsstyret). Nemndens særtrekk må få konsekvenser for domstolsprøvelsen. Det må forutsettes at nemndens avgjørelser blir tillagt betydelig vekt av domstolene. Det følger av de alminnelige forvaltningsrettslige regler og praksis om domstolenes prøvelse av forvaltningsavgjørelser.

Børsklagenemndens vedtak i denne saken bygger på solid faktisk og rettslig grunnlag, vedtaket er enstemmig og levner liten tvil om at konklusjonen er korrekt. Både Seadrill

og nemnden mente forut for vedtaket at saken var grundig belyst og at det dermed ikke var behov for muntlig forhandling. Samlet sett tilsier dette at det er lite sannsynlig at Seadrill vil vinne frem med sitt søksmål.

En beslutning om utsatt iverksetting vil ha svært negative konsekvenser for minoritetsaksjonærene i Eastern Drilling. De har en berettiget forventning om at Seadrill vil sette frem et pliktig tilbud når Børsklagenemnden har fastslått en slik plikt. Seadrills børsmeldinger av hhv. 7. og 8. september 2006 og 20. desember 2006 har vært med på å bygge opp under minoritetsaksjonærenes forventninger.

Videre har Seadrill gitt klart uttrykk for at de om nødvendig vil forfølge saken i rettsapparatet helt til Høyesterett, noe som betyr at utsatt iverksetting innebærer at det ikke vil bli fremsatt noe tilbud før om tre til fem år. Seadrill vil med sine drøyt 60 % av aksjene ha full kontroll over Eastern Drilling, og kan opprettholde den kontrollerende posisjonen i mange år før pliktig tilbud fremsettes. Seadrill vil ha en betydelig finansiell fordel av dette, og selskapet vil ikke ha noen interesse i å få en rask avklaring på spørsmålet. Minoritetsaksjonærene tvinges på sin side til å se på at Seadrill tar full kontroll i Eastern Drilling, uten at de kan selge seg ut og motta andel i den kontrollpremien Seadrill har betalt før om mange år.

En beslutning om utsatt iverksetting vil føre til at man får en lang periode med usikkerhet rundt prisingen av aksjene i Eastern Drilling. Aksjekursen i markedet vil trolig ligge langt under den prisen som Seadrill er forpliktet til å betale i det pliktige tilbudet. Siden Seadrill kontrollerer mer enn 60 % av aksjene i Eastern Drilling, er det heller ikke sannsynlig at noen andre aktører vil være villig til å kjøpe noen større aksjepost med noen form for kontrollpremie. Seadrills opptreden i denne saken vil dermed føre til at minoritetsaksjonærene både har gått glipp av tilbudet fra Ocean Rig i april 2006, at de ikke vil få noe tilbud fra andre aksjonærer, og at de må vente i årevis på et eventuelt tilbud fra Seadrill.

Noen minoritetsaksjonærer kan av ulike grunner være nødt til å realisere sine aksjer før endelig avgjørelse i domstolene foreligger, trolig til en lavere pris enn NOK 135 per aksje, og dermed bli påført økonomisk tap. De aksjonærer som beholder sine aksjer inntil det pliktige tilbudet gjennomføres, vil også kunne bli økonomisk skadelidende. For å kunne få avsnstap erstattet fra Seadrill, må hver og én aksjonær gå til søksmål mot Seadrill. En eventuell erstatning for avsnstapet kan også gi en dårligere avkastning enn det alternative investeringer vil kunne gi. Man vet heller ikke hvordan Seadrills finansielle situasjon vil være.

Seadrills anførsel om at minoritetsaksjonærenes posisjon er lik enhver situasjon hvor debitor bestrider at kreditor har et krav, tyder på at Seadrill ikke har forstått de særlige hensyn som gjør seg gjeldende i verdipapirmarkedet som ligger til grunn for uttalelsene i forarbeidene.

Utsatt iverksetting kan også få negative konsekvenser for Eastern Drilling. Usikkerheten rundt prisingen på aksjene i selskapet kan svekke aksjekursen og prisingen på selskapet, noe som blant annet kan gjøre det vanskeligere for selskapet å skaffe nødvendig finansiering.

Det kan også stilles spørsmål ved om aksjene i Eastern Drilling vil være egnet for notering dersom det gis utsatt iverksetting.

Seadrills anførsler om at umiddelbar iverksetting i forvaltningsloven § 42 er i strid med gjeldende statsrett om domstolenes prøvelsesrett, er ikke holdbar. Hvorvidt Seadrill skal innrømmes utsatt iverksetting og hvorvidt vedtaket skal være gjenstand for domstolsprøving, er to vidt forskjellige forhold.

Seadrills anførsel om at det vil være byrdefullt og uforholdsmessig om selskapet må ligge i en rettstvist med den børs som selskapet er notert på, kan ikke være relevant for spørsmålet om utsatt iverksetting. Seadrill er selv den som har bebudet et søksmål mot Oslo Børs.

Eastern Drilling m.fl. er ikke enig i børsstyrets vurderinger om at det er "færrest betenkeligheter" hvis Seadrill innrømmes utsatt iverksetting på vilkår av at Seadrill selger seg ned i Eastern Drilling. Nedsalg vil ikke føre til at minoritetsaksjonærene får noen andel i kontrollpremien Seadrill/konsolidert part har betalt for å krysse tilbudspliktgrensen.

Vedrørende børsstyrets anmodning om omgjøring av Børsklagenemndens vedtak

I brev av 30. januar 2007 fra advokat Greve fremgår følgende i pkt.2:

Vi registrerer til vår forundring at børsstyret anmoder Børsklagenemnden å omgjøre pkt. 2 i vedtaket av den 12. desember 2006 med den begrunnelse at Børsklagenemnden har feiltolket verdipapirhandellovens regler knyttet til spørsmålet om Seadrill Limited´s ("Seadrill") nedsalgsrett. ..

...En omgjøringsadgang vil i dette tilfellet kun foreligge dersom Børsklagenemndens vedtak av 12. desember 2006 er ugyldig, jf. forvaltningsloven § 35 første ledd litra c. I dette tilfellet er spørsmålet om vedtaket er ugyldig som følge av at Børsklagenemnden har feiltolket verdipapirhandellovens regler knyttet til spørsmålet om Seadrill´s nedsalgsrett og dermed truffet et uhjemlet vedtak. Etter vår oppfatning er det intet grunnlag for en slik konklusjon.

7. Børsklagenemndens merknader

7.1 Vedtaket som er til behandling - saksbehandlingen

Børsklagenemnden er en klagenemnd oppnevnt av Finansdepartementet for å avgjøre klager på enkeltvedtak truffet av børsstyret som nevnt i børsloven § 5-14, jf § 7-1. Klagenemnden trer således bare sammen ved klage.

Børsklagenemnden mottok 24. januar 2007 en henvendelse fra Oslo Børs der børsstyret i vedtaks form ba Børsklagenemnden avgjøre en anmodning fra Seadrill av 9. januar 2007 om å gi Børsklagenemndens vedtak av 12. desember 2006 utsatt iverksetting.

Forespørselen dreier seg således ikke om en klage på et enkeltvedtak, men anmodningen må betraktes som en del av samme sak som Børsklagenemnden behandlet 12. desember 2006 og således anses som en del av klagebehandlingen.

Børsstyrets saksbehandling har skapt usikkerhet hos partene. Når børsstyret mente Børsklagenemnden var rette instans, burde saken vært oversendt uten noen behandling eller føringer fra børsstyrets side.

Børsklagenemnden har kommet til at det ikke kan være noe i veien for at nemnden behandler anmodningen når børsstyret ikke har fattet vedtak om hvorvidt utsatt iverksetting skal innrømmes, selv om anmodningen opprinnelig ble stillet til børsen.

7.2 Kompetanse til å beslutte utsatt iverksetting

Etter børsloven §§ 5-14 og 7-1 kommer forvaltningsloven til anvendelse på vedtak truffet av børsen og Børsklagenemnden i medhold av tilbudspliktreglene i verdipapirhandelloven. Etter fvl § 42 kan "underinstansen, klageinstansen eller annet overordnet organ" beslutte at vedtak ikke skal iverksettes før klagefristen er ute eller klagen avgjort. Dersom en part eller en annen med rettslig klageinteresse akter å gå til

søksmål eller har reist søksmål for å få vedtaket prøvd ved domstol, kan organ som nevnt utsette iverksettingen til det foreligger endelig dom.

Det er etter lovens ordlyd klart at Børsklagenemnden er kompetent til å fatte slik beslutning. Dette fremgår også av lovens forarbeider og juridisk teori, jf Eckhoff, Smith, Forvaltningsrett 6. utg. side 649. At klageinstansen fatter beslutning om utsatt iverksetting av eget vedtak er også i overensstemmelse med normaltillfellene der den instans eller det organ som har fattet vedtaket normalt tar beslutning som nevnt. I nærværende sak, der Børsklagenemnden har et annet syn enn børsstyret på et vesentlig punkt i saken, fremstår denne løsningen som den mest naturlige og heldige.

Ingen av sakens parter har hevdet at Børsklagenemnden ikke er kompetent til å treffe slik beslutning

Etter dette finner Børsklagenemnden ikke grunn til å gå inn på om også børsstyret hadde kompetanse til å treffe beslutning om utsatt iverksetting..

7.3 Spørsmålet om omgjøring av Børsklagenemndens vedtak av 12. desember 2006

Børsklagenemnden har notert at børsstyret ber Børsklagenemnden omgjøre pkt 2 i sitt vedtak 6/2006 i tråd med børsstyrets vedtak av 25. oktober 2006. Det er uvanlig at et underordnet organ av eget tiltak anmoder et overordnet organ og klageinstans om å omgjøre sitt vedtak i en klagesak, og Børsklagenemnden finner ikke grunn til å vurdere omgjøring.

7.4 Utsatt iverksetting.

Utgangspunktet er at et vedtak skal iverksettes straks det er truffet, men forvaltningen har etter fvl § 42 en skjønsmessig adgang til å gjøre unntak fra dette utgangspunktet.

Lovgivers forutsetning når det gjelder vedtak fattet av Børsklagenemnden er i henhold til lovforarbeidene om nemnden at det skal utvises tilbakeholdenhet med å gi utsatt iverksetting av nemndens vedtak. Fra Ot.prp. nr. 54 (1988-89) pkt. 3.5 hitsettes:

Det er fast praksis fra børs sakene de senere år at det ikke innrømmes oppsettende virkning ved søksmål. Oppsettende virkning vil i praksis utsette iverksettelsen av organets vedtak i så lang tid at klageorganets vedtak i praksis får liten faktisk virkning.

I Innst.O. nr 81 (1988-1989) uttaler finanskomiteen:

Komiteen har merket seg at både børsstyret og klagenemnden kan treffe vedtak om at klagen på Børsstyrets vedtak gis oppsettende virkning, men at hensynet til effektiv og rask håndheving av reglene blir tillagt avgjørende vekt.

Av forarbeidene til gjeldende børslov fremgår det at bestemmelsene om Børsklagenemnden videreføres i den nye loven, slik at ovennevnte forarbeider fortsatt er relevante og i samsvar med gjeldende rett.

Etter dette må det legges til grunn at et vedtak bare rent unntaksvis skal gis utsatt iverksetting. Ved vurderingen må det foretas en interesseavveining mellom på den ene siden den interesse minoritetsaksjonærene i Eastern Drilling og verdipapirmarkedet har i at vedtaket straks gjennomføres, og på den annen side den interesse Seadrill har i at vedtaket utsettes til endelig dom i saken foreligger.

Seadrills interesser

Dersom anmodningen ikke tas til følge, vil det innebære at Seadrill må fremsette et pliktig tilbud på alle utestående aksjer i Eastern Drilling. Oslo Børs har kommet til at NOK 135 pr aksje i så fall er rett tilbudspris. Dette hevdes å innebære en samlet merbetaling i forhold til den pris Seadrill hevder er riktig på ca 800 MNOK. Det har ikke vært hevdet at Seadrill ikke vil makte å betale et slikt beløp eller at dette vil gi selskapet økonomiske problemer.

Uansett om Seadrill har økonomisk evne til å betale beløpet, er det samtidig klart at det er meget betydelig og tyngende for ethvert selskap om det skulle være slik at det ikke var forpliktet til å betale beløpet. Imidlertid er det ikke sånn at vedtaket er uopprettelig. Seadrills eventuelle tap vil være et formuestap og vil fullt ut kunne gjenopprettes gjennom tilkjennelse av erstatning. Fra forarbeidene til den nye tvisteloven (som ennå ikke har trådt i kraft) NOU 2001:32 side 504 hitsettes:

Det følger videre av § 15-2 annet ledd at ulempen for saksøkte ikke må være disproporsjonal med saksøkerens interesse i å få midlertidig forføyning. Samlet sett vil dette lede til at dersom saksøkeren ikke vil lide annet tap enn formuesskade, vil midlertidig forføyning ofte være utelukket fordi den skaden saksøker måtte bli påført fullt ut vil kunne gjenopprettes gjennom tilkjennelse av erstatning.

Uttalelsen gjelder en saksøkers begjæring om midlertidig forføyning, men synspunktet har tilsvarende relevans i relasjon til spørsmålet om å innrømme utsatt iverksetting i medhold av fvl § 42.

Seadrill har allerede bebudet at selskapet vil kreve erstatning fra staten og/eller Oslo Børs i et slikt tilfelle. Dette er parter som må regnes som søkegode, og det er intet som tilsier at manglende betalingsvilje skulle representere en risiko for Seadrill om selskapet vinner frem. At erstatningsberegningen i så fall vil bli komplisert, er ikke noen faktor av vekt i denne sammenheng.

I børssaker vil det regelmessig være slik at det er store økonomiske interesser som omfattes. I seg selv vil dette derfor ikke være et argument av tilstrekkelig betydning. I nærværende tilfelle er i tillegg de økonomiske interessene også store hos motpartene.

Minoritetsaksjonærenes interesser

Dersom anmodningen om utsatt iverksetting skulle innvilges, kan det ta så mye som tre til fem år før saken finner sin endelige avgjørelse, og minoritetsaksjonærene får det de eventuelt har krav på. Det er svært lang tid hensett til at vi befinner oss på verdipapirhandelens område. Mens saken befinner seg i rettsapparatet, vil Seadrill sitte med full kontroll i Eastern Drilling. En så lang utsettelse av iverksetting av Børsklagenemndens vedtak vil i praksis føre til at vedtaket får liten praktisk virkning uansett om det ikke blir ansett ugyldig. Seadrills opptreden i saken vil kunne føre til at minoritetsaksjonærene først gikk glipp av tilbudet fra Ocean Rig i april 2006, at de ikke vil få tilbud fra andre aktører pga Seadrills kontroll i selskapet og usikkerheten rundt aksjen, og at de må vente i årevis på et eventuelt tilbud fra Seadrill. De aksjonærene som ikke har anledning til å vente på en endelig avgjørelse risikerer å måtte selge sine aksjer til en lavere pris enn NOK 135 pr aksje. Dermed vil de kunne bli påført et økonomisk tap om Seadrill ikke vinner frem i saken. De øvrige aksjonærene vil være forhindret fra å disponere over det oppgjøret de skulle fått ved å selge til Seadrill. Også dette kan innebære et økonomisk tap. For aksjonærene kan dessuten et tilbud på NOK 135 pr aksje etter flere år være lite verdt på grunn av endrede omstendigheter.

Seadrill er i dag så vidt vites et meget solid selskap. Om tre til fem år kan dette være helt annerledes. Dersom Seadrill får innvilget sin anmodning om utsatt iverksetting, veltes den økonomiske risikoen for aksjonærenes oppgjør om saken tapes over på aksjonærene. Det kan være slik at selskapet ikke er i stand til å gi et bud på NOK 135 pr

aksje, og det kan være slik at selskapet ikke kan betale erstatning for et eventuelt avsnitt.

En mellomløsning ved å gi utsatt iverksetting på visse vilkår, som for eksempel at det stilles bankgaranti, løser ikke hensynet til et effektivt verdipapirmarked og heller ikke minoritetsaksjonærenes interesser fullt ut.

Konklusjon

Anmodning om utsatt iverksetting skal bare unntaksvis innvilges. Seadrills tap vil, om selskapet fullt ut skulle vinne frem med sitt syn, være en ren formuesskade som kan gjenopprettes gjennom tilkjennelse av erstatning. Med utsatt iverksetting vil hele risikoen for søksmålet veltes over på minoritetsaksjonærene, og betydningen av vedtaket vil kunne bli vesentlig redusert eller gjort betydningsløst. En avveining av partenes interesser og hensynet til verdipapirmarkedet tilsier etter dette at det ikke bør gis utsatt iverksetting.

7.5 Anmodningen fra minoritetsaksjonærene v/ advokat Bjerke til Børsklagenemnden om å fatte vedtak om minste tilbudspris, frist for å fremsette et pliktig tilbud og sanksjoner ved fristoversittelse etc.

Som nevnt under pkt 1. er Børsklagenemnden et klageorgan som behandler klager over enkeltvedtak fattet av børsen. Børsklagenemnden anser ikke anmodningen om å fatte vedtak om minstepris etc som en del av klagebehandlingen, selv om spørsmålene utspringer av samme sak. Etter Børsklagenemndens syn er dette forhold børsen/børsstyret skal avgjøre og som så eventuelt må påklages. Børsklagenemnden legger til grunn at børsen vil ta de skritt som er nødvendige for å slutføre behandlingen av denne saken.

Børsklagenemnden traff etter dette slikt enstemmig vedtak:

Børsklagenemndens vedtak 6/2006 av 12. desember 2006 pkt 2, gis ikke utsatt iverksetting.

6.2.3 Klage over vedtak om daglig løpende mulkt – Seadrill Limiteds tilbudsplikt i Eastern Drilling (børsstyresak av 28.03.2007)

Protokoll fra styremøte i Oslo Børs ASA 28. mars 2007

Klage over vedtak om daglig løpende mulkt - Seadrill Limiteds tilbudsplikt i Eastern Drilling ASA

1 Klagen

Advokatfirma DLS Piper Norway DA ved advokat Hans Peder Bjerke har på vegne av Cheyne Special Situations Fund LP m fl i brev 13. mars 2007 påklaget børsens vedtak om løpende daglig mulkt burde være strengere både hva gjelder tvangsmulktens størrelse og effektive løpedager. Klagen med bilag følger som vedlegg.

2 Sakens bakgrunn - børsens vedtak

Børsstyret traff 28. februar 2007 følgende vedtak

Med hjemmel i verdipapirhandelloven § 14-1 første ledd pålegges Seadrill Limited å betale en løpende daglig mulkt på MNOK 2 – tomillioner kroner – for hver

påbegynt børsdag inntil Seadrill Limited oppfyller børsklagenemndens vedtak 6/2006. Mulkten begynner å løpe fra og med 21. mars 2007.

Vedtaket kan påklages til børsklagenemnden innen to uker.

Det vises til vedtak med begrunnelse som er vedlagt klagen.

Seadrill har i en melding 22. mars 2007 uttalt:

Seadrill is diligently working to facilitate a bid structure which could satisfy the requirements imposed, while at the same time, safeguarding the legitimate Seadrill interests in reducing and crystallising the losses by these decisions. Such a bid structure could involve the use of an industry partner. As previously stated Seadrill will fierscely challenge and contest the legality of the decisions by Oslo Stock Exchange and the Appeal Committee, and has commenced legal proceedings before the Oslo City Court.

In this uniquely complex situation following the Appeal Committee's refusal to even permit at sell-down in Eastern as recommended by the Oslo Stock Exchange, Seadrill must protect the interests of all its shareholders. As of today, the outcome of Seadrill's efforts to establish acceptable solutions is uncertain. However, developments will be communicated in due course.

3 Børsens saksbehandling

Klagen er forelagt Seadrill med frist for merknader. Advokatfirma Bugge, Arentz-Hansen og Rasmussen ved adv Rolf Johan Ringdal har i brev 19. mars 2007 (vedlegg 2) kommet med tilsvaer, som ytterligere er kommentert av klagerne i brev 20. mars 2007 (vedlegg 3). Klager har supplert sin klage i brev 27. mars 2007 som ogsaa er oversendt Seadrill for evt merknader.

4 Klagers anførsler

Klager redegjør for sakens forløp og anfører at de mange og lange frister børsen har innvilget Seadrill Limited (Seadrill) er gitt på minoritetsaksjonærenes bekostning og er ikke i samsvar med lovens formål. Minoritetsaksjonærene er påført en likviditetsbelastning og Seadrill en likviditetsfordel. Seadrill har ennå ikke fremsatt noe tilbud, og ennå ikke tilkjennegitt at noe tilbud vil bli fremmet. Tvangsmulkten burde i større grad hensyntatt både den medgatte tid og manglende vilje, Seadrills manglende oppfyllelsesvilje og Seadrills økonomiske evner.

Det gjøres gjeldende at vedtaket er utilstrekkelig iht vphl § 14-1 første ledd, og at det ikke oppfyller EUs takeoverdirektiv art 17. I klagen heter det:

På bakgrunn av det ovenstående anmodes Børsklagenemnden om å skjerpe sanksjonen som ble pålagt ved Oslo Børs ASA's vedtak av 28. februar 2007. Det anmodes om at tvangsmulkten trer i kraft på et tidligere tidspunkt enn 21. mars 2007 og at den påløper hver dag, ikke bare på børsdager. Til sammenligning påløper minoritetsaksjonærenes likviditetstap daglig. Videre anmodes det om at tvangsbøtens størrelse settes til høyere beløp enn fastsatt av Oslo Børs ASA, og at det vedtas at tvangsbøten forhøyes med et nærmere angitt beløp eller en nærmere angitt prosentsats for hver dag, uke eller annen tidsenhet tilbudsplikten misligholdes. Alternativt anmodes det om at Oslo Børs ASA pålegges å vurdere tvangsbøtens størrelse med nærmere definerte tidsintervall, for eksempel for hver dag eller uke tilbudsplikten misligholdes.

I brev av 27. mars har klager referert til at Seadrill Norge ikke ble nektet å stemme for sine aksjer, og at de sanksjoner som fremgår av vphl § 4-19 ikke utgjør noe oppfyllellespress øker betydningen av tvangsmulkten.

Klager gjør gjeldende at vedtak om tvangsmulkt er gjenstand for klage selv om det ikke er nevnt i børsloven 5-14 fordi bestemmelsen er utelatt ved en inkurie og forarbeidene (Ot prp nr 73 (1999-2000) side 162) tar høyde for en materiell vurdering av hvilke saker som er gjenstand for klage.

5 Seadrills anførsler

Seadrill mener den ilagte bøten er tilstrekkelig stor. Seadrill reiser også spørsmålet om børsklagenemnden har kompetanse til å overprøve børsens illeggelse av dagmulkt fordi børsloven § 5-14 som nevner hvilke vedtak som etter § 7-1 er gjenstand for klage ikke nevner verdipapirhandelloven § 14-1. Det kan derfor synes som om børsklagenemnden ikke har kompetanse i spørsmålet.

6 Børsens vurderinger

Gjenstand for klage til børsklagenemnden er "vedtak som nevnt i § 5-14", jf børsloven § 7-1 første ledd. Børsloven § 5-14 nevner blant annet "avgjørelser etterverdipapirhandelloven kap 4...". Verdipapirhandelloven § 14-1 gjelder "foretak eller person som forsømmer sine plikter etter kapittel 4".

Det fremgår av forarbeidene at oppregningen i § 5-14 er ment å være uttømmende, "slik at forvaltningsloven ikke vil komme til anvendelse for andre avgjørelser enn de som er nevnt i § 5-14", se Ot prp nr 73 (1999-2000) side 211 og 86. På side 162 legges det imidlertid en mer materiell vurdering til grunn:

"Departementet viser til at Børsklagenemnden selv vil kunne prøve om en klage faller inn under klagenemndens kompetanseområde. Dersom en avgjørelse truffet av en børs i realiteten får virkning som en av de avgjørelser som er omfattet av lovforslaget § 5-14, uten å bære hjemlet i den av disse bestemmelsene, legger departementet til grunn at Børsklagenemnden etter en konkret vurdering av de nærmere omstendigheter vil kunne ta saken under behandling."

Vedtak om tvangsmulkt er etter sin karakter enkeltvedtak iht forvaltningsloven. Mulkten tilfaller staten og skal oppfylle offentligrettslige, lovbestemte regler. Vedtaket vil typisk rette seg mot foretak som ikke har noen kontraktuell relasjon til Oslo Børs og kan i sin karakter være sterkt inngripende for den det retter seg mot. Tematisk gjelder det også børsens håndhevelse av tilbudspliktreglene som uttrykkelig er undergitt klagerett. Det må ut fra forarbeidene antas å være en inkurie at ikke verdipapirhandelloven § 14-1 er medregnet i børsloven § 5-14. Å utelukke slike vedtak fra klagerett vil være et brudd på

grunnleggende forvaltningsrettslige prinsipper overfor den tvangsmulkten retter seg mot. Dersom først vedtaket kan være gjenstand for klage, må det legges til grunn at denne klageretten gjelder tilsvarende for andre med rettslig klageinteresse. Det antas at aksjonærer i selskapet har rettslig klageinteresse i vedtak vedrørende tilbudsplikten. Børsen antar derfor at vedtaket kan være gjenstand for klage.

Etter forvaltningsloven § 32, jf også børsforskriften § 26-3 skal børsen vurdere å omgjøre vedtaket og kan endre vedtaket dersom den finner klagen begrunnet.

Tvangsmulktens størrelse er satt etter hva børsen vurderte som et tilstrekkelig oppfyllelspress. At Seadrill en uke etter at fristen utløp ikke har oppfylt pålegget; en frist som var i tråd med hva Seadrill selv har angitt som en rimelig områingstid, kan tyde på at mulkten ikke er tilstrekkelig effektiv. På den annen side tyder Seadrills børsmelding 21. mars og kontakt børsen har hatt med parten på at de nå arbeider med et tilbud, dog slik at resultatet og tidspunktet for dette er angitt som usikkert. Seadrill har også tidligere gitt signaler om at de tok sikte på å fremme tilbud som har vist seg å ikke føre frem. Børsen vil bemerke at fremdriften i Seadrills forhandlinger vil kunne påvirkes av tvangsmulktens størrelse. Dersom større og lengre forhandlingsprosesser kan resultere i bedre resultat enn kostnaden ved tvangsmulkt, kan det tyde på at tvangsmulkten ikke er tilstrekkelig høy. Etter børsens vurdering er det etter en helhetsvurdering derfor grunn til å sette tvangsmulkten høyere enn i det opprinnelige vedtaket, men at Seadrill gis et rimelig varsel til å slutføre sine prosesser. Børsen har derfor besluttet å fordoble den daglige mulkten fra og med 23. april 2007 dersom tilbudsplikten ikke da er oppfylt. Mulkten tilfaller etter loven statskassen.

Vedtak

Etter klage fra Cheney Special Fund LP mfl er det besluttet å omgjøre børsens vedtak av 28. februar 2007 der Seadrill Limited pålegges å betale løpende daglig mulkt. Vedtaket etter omgjøringen lyder:

Med hjemmel i verdipapirhandeloven § 14-1 første ledd pålegges Seadrill Limited å betale en løpende daglig mulkt for hver påbegynt børsdag inntil Seadrill Limited oppfyller børsklagenemndens vedtak 6/2006. Mulkten er på MNOK 2 – tomillioner kroner fra og med 21. mars 2007 og vil fra og med 23. april 2007 økes til MNOK 4 – firemillioner kroner.

Vedtaket slik det lyder etter omgjøringen kan påklages til børsklagenemnden innen to uker.

6.2.4 Eastern Drilling, Tilbudspris - rentetap (Børsklagenemndens sak 2/2007)

Avgjørelse av 14. mai 2007 av klager fra

1) Cheyne Special Situations Fund LP, Cheyne Global Catalyst Fund LP, Arnold and S. Bleichroeder Holdings Inc, Aetos Corporation, Iolaire Investment Limited Partnership, Institutional Benchmark Series (Master Feeder) Limited (the Bakram Series) og MSS Capital Limited ("Cheyne m.fl.", "klagerne") v/ advokat Hans P. Bjerke i advokatfirmaet DLA Piper

2) Pendragon Capital LLP og Pendragon (Guinervere) Fund LLC ("Pendragon", "klagerne") v/ advokat Ingar Solheim i advokatfirmaet Steenstrup Stordrange og

3) Universities Superannuation Scheme Limited og Redbrick Capital Management LP ("klagerne") v/ advokat Einar J. Greve i advokatfirmaet Wikborg, Rein & Co

over børsens godkjenning av 19. april 2007 av Seadrill Limiteds ("Seadrill") pliktige tilbud på samtlige aksjer i Eastern Drilling ASA ("Eastern Drilling"), jf. verdipapirhandeloven ("vphl") § 4-14.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs godkjente i brev av 19. april 2007 pliktig tilbud og tilbudsdokument fremsatt av Seadrill om erverv av samtlige aksjer i Eastern Drilling, jf. vphl. § 4-14.

Godkjenningen ble påklaget av Cheyne m.fl. v/ advokat Hans P. Bjerke den 24. april 2007. Klagen gjelder den godkjente tilbudsprisen, som klagerne mener er for lav fordi den ikke tar hensyn til minoritetsaksjonærenes rentetap.

Seadrill v/ advokat Rolf Johan Ringdal i advokatfirmaet Bugge, Arentz-Hansen & Rasmussen (advokatfirmaet BAHR) har inngitt tilsvaret til klagen fra Cheyne m. fl. den 30. april 2007.

Cheyne m. fl. v/ advokat Hans P. Bjerke har den 2. mai 2007 kommet med kommentarer til Seadrills tilsvaret.

Børsens godkjenning av tilbudet ble videre påklaget den 2. mai 2007 av Pendragon v/advokat Ingar Solheim.

Videre ble børsens godkjenning påklaget av Universities Superannuation Scheme Limited og Redbrick Capital Management LP v/ advokat Einar J. Greve den 3. mai 2007.

Seadrill v/ advokat Rolf Johan Ringdal har kommentert de øvrige klagen i brev av 4. mai 2007.

Oslo Børs har i brev 7. mai 2007 til Børsklagenemnden opprettholdt sitt vedtak av 19. april 2007 om godkjenning av pliktig tilbud på samtlige aksjer i Eastern Drilling fremsatt av Seadrill. Saken ble ved samme brev oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 26-3 første ledd og forvaltningsloven § 33.

Cheyne m. fl. v/advokat Hans P. Bjerke har i brev av 11. mai 2007 til Børsklagenemnden gitt enkelte kommentarer til børsens vedtak av 7. mai 2007.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte mandag 14. mai 2007. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Bjørg Ven (leder), Vibecke Groth, John Giverholt, Norunn Dale Seland og Trygve Bergsåker.

2. Kort om selskapene

Klagerne er aksjonærer i Eastern Drilling.

Det vises til nærmere omtale av Eastern Drilling og Seadrill i Børsklagenemndens avgjørelse fra 12. desember 2006 i sak nr. 6/2006 pkt. 2. Vedtaket er publisert på www.oslobors.no/ob/vedtak.

3. Sakens bakgrunn

Når det gjelder faktum i saken frem til 12. desember 2006, vises til Børsklagenemndens vedtak i nevnte sak nr. 6/2006 hvor slutningen i vedtaket lyder:

1. *Børsstyrets vedtak av 25. oktober 2006 om å konsolidere SeaDrill Ltd og Carnegie ASA i forhold til reglene om tilbudsplikt for såvidt gjelder aksjer i Eastern Drilling ASA blir å stadfeste.*

2. *SeaDrill Ltd plikter å gi nytt tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i Eastern Drilling ASA.*

Oslo Børs kunngjorde 14. desember 2006 en melding der det fremgikk at fristene i vphl. §§ 4-8 og 4-10 kunne anvendes i saken, og at Seadrill således hadde en frist på fire uker til å fremsette pliktig tilbud på samtlige aksjer i Eastern Drilling.

I brev av 8. januar 2007 til Seadrills advokat ga Oslo Børs uttrykk for at riktig tilbudspris etter børsens syn var minst kr. 135 per aksje. I brevet fremgår det videre at børsen mente at det ikke var grunnlag for å ta hensyn til forsinkelsesrente eller avsavnsrente ved fastsettelse av tilbudsprisen, slik som minoritetsaksjonærene hadde anført overfor børsen.

Fristen for å fremsette pliktig tilbud utløp 9. januar 2007. Samme dag meddelte Seadrill v/ advokat Rolf Johan Ringdal at Seadrill ville bringe Børsklagenemndens vedtak inn for domstolene. Seadrill anmodet samtidig børsen om utsatt iverksetting av Børsklagenemndens vedtak av 12. desember 2006, jf. forvaltningsloven § 42.

Børsstyret i Oslo Børs imøtekom i vedtak 24. januar 2007 ikke Seadrills anmodning om utsatt iverksetting, og oversendte anmodningen til Børsklagenemnden. I vedtak 20. februar 2007 besluttet Børsklagenemnden å ikke utsette iverksettingen av sitt vedtak av 12. desember 2006.

Børsstyret vedtok den 28. februar 2007 å ilegge Seadrill en løpende mulkt på MNOK 2 for hver påbegynt børsdag inntil selskapet oppfylte Børsklagenemndens vedtak om å fremsette pliktig tilbud på aksjene i Eastern Drilling.

Den 7. mars 2007 tok Seadrill ut stevning for Oslo tingrett med påstand om at Børsklagenemndens vedtak av 12. desember 2006 i sak nr. 6/2006 er ugyldig.

Børsstyret besluttet den 28. mars 2007 å forhøye dagmulkten til MNOK 4 med virkning fra 23. april 2007.

Seadrill fremsatte ved tilbudsdokument 18. april 2007 pliktig tilbud på samtlige aksjer i Eastern Drilling. Tilbudsprisen var på kr. 135 per aksje, og tilbudsperioden løper frem til 18. mai 2007. Oppgjørsfristen under det pliktige tilbudet er 24. mai 2007. Tilbudsdokumentet og tilbudet ble godkjent av Oslo Børs i brev 19. april 2007, jf. vphl. § 4-14.

Børsens godkjennelse av tilbudet er påklaget gjennom tre klager som er til behandling i herværende sak, se nærmere om klagesaken ovenfor under pkt. 1 og nærmere om klagernes anførsler nedenfor under pkt. 5, 6 og 7.

4. Børsens vedtak

Oslo Børs godkjente Seadrills pliktige tilbud og tilbudsdokument ved godkjennelsesbrev 19. april 2007. Børsens begrunnelse for godkjennelsen fremkommer som vanlig ikke av godkjennelsesbrevet. I vedtaket av 7. mai 2007 der børsen gjennomgår de innkomne klager og fastholder sin tidligere godkjennelse av tilbudet, fremkommer også børsens nærmere begrunnelse.

Børsen konstaterer først at klagerne er rettidig fremsatt, og at klagerne har rettslig klageinteresse.

Børsen behandler deretter den prinsipale anførselen fra klagerne om at tilbudsprisen ikke tilfredsstillende kravet til tilbudspris i vphl. § 4-10 ettersom forsinkelsen ved fremsettelsen og gjennomføringen av det pliktige tilbudet ikke er reflektert i tilbudsprisen. Bestemmelsen i vphl. § 4-10 fjerde ledd sier at tilbudsprisen skal være "minst like høy"

som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Bestemmelsen innebærer etter børsens oppfatning ikke at børsen har fått en diskresjonær adgang til skjønnsmessig å fastsette en høyere pris enn det tilbyder selv har betalt i den aktuelle perioden. Børsen kan justere opp tilbudsprisen med den begrunnelse at markedsprisen da tilbudsplikten inntrådte var høyere enn det tilbyder har betalt/avtalt i seks månedersperioden forut for tilbudspliktens inntreden. Tilbudsprisen kan imidlertid ikke justeres opp i medhold av vphl. § 4-10 fjerde ledd fordi børsen av andre grunner skulle mene at prisen er for lav. Børsen viser også til at ordningen er at det ikke gis noe rentetillegg selv om det høyeste vederlaget er betalt seks måneder før tilbudsplikten ble utløst. Børsen konkluderte etter dette med at tilbudsprisen ikke skal oppjusteres med hjemmel i vphl. § 4-10 fjerde ledd.

Børsen drøfter deretter den subsidiære anførselen fra klagerne om hvorvidt børsen kan kreve rentekompensasjon til minoritetsaksjonærene inntatt i tilbudsprisen med hjemmel i vphl. § 4-8 annet ledd. I vphl. § 4-8 annet ledd heter det at børsen kan "treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser". Børsen mener at det kan være gode reelle grunner for klagerens resonnement på dette punkt, men at lovens ordlyd ikke kan tolkes så vidt. Ordlyden gir etter børsens oppfatning ikke hjemmel for å oppjustere tilbudsprisen med et skjønnsmessig rentepåslag eller et erstatningsbeløp som skal dekke minoritetsaksjonærenes eventuelle avsavnstap. Børsen viser til forarbeidene til vphl. § 4-8 annet ledd, særlig NOU 1996:2 side 121, som etter børsens oppfatning støtter det syn at § 4-8 annet ledd ikke gir hjemmel for klagerens tolkning. Vedtakskompetansen etter vphl. § 4-8 annet ledd er etter børsens vurdering ment for de tilfeller det ikke gis melding om at det vil bli fremsatt pliktig tilbud eller dersom tilbudsplikten bestrides. I disse tilfellene skal børsen kunne ta stilling til videre prosedyre i saken, herunder eventuelle særlige frister for å fremsette tilbud, bruken av aksjonærrettigheter i perioden frem til tilbud er fremsatt mv. Pengekrav som går ut på å få dekket avsavnstap må etter børsens syn bygge på alminnelige erstatningsrettslige vurderinger. Om det foreligger ansvarsgrunnlag fra Seadrills side som følge av unnlatt tilbud eller nedsalg, og om vilkårene om økonomisk tap og årsakssammenheng er oppfylt, må slik børsen ser det vurderes konkret for hver enkelt aksjonær. Børsen viser i den forbindelse også til at de aksjonærer som er omfattet av tilbudet, har ervervet aksjene på ulike tidspunkter. Børsen uttaler videre at forfølgelse av eventuelle erstatningskrav må gjøres utenfor tilbudspliktreglene, eventuelt gjennom søksmål for domstolene. Børsen har ikke funnet grunnlag for å fastsette kompensasjon i medhold av vphl. § 4-8 annet ledd.

Deretter går børsen over til å drøfte anførselen fra Pendragon om at forsinkelsesrenteloven § 2 direkte må kunne benyttes som hjemmel for rentekrav, og at dette må reflekteres i tilbudsprisen. Børsen viser til at et pengekrav som følge av et pliktig tilbud først oppstår når et tilbud er fremmet og en aksjonær har solgt sine aksjer under tilbudet. Forfall etter forsinkelsesrenteloven foreligger åpenbart ikke for unnlatt oppfyllelse av tilbudsplikt som følge av ervervet i april 2006. Tilbudet på kr. 135 kan aksepteres frem til 18. mai 2007, og oppgjørsfristen er satt til 24. mai 2007. Det er etter børsens oppfatning ikke grunnlag for å si at kravet på oppgjør under det pliktige tilbudet forfaller før 24. mai 2007. Børsen kan etter dette ikke se at det var adgang til å oppjustere tilbudsprisen med hjemmel i forsinkelsesrenteloven § 2.

Oslo Børs konkluderer etter dette med at det ikke er grunnlag for å kreve at prisen under det pliktige tilbudet må kompensere for rentetap eller annet avsavnstap. Minoritetsaksjonærene kan ha lidt i perioden fra tilbudsplikten inntrådte og frem til pliktig tilbud ble fremsatt. Børsen fastholder sitt vedtak av 19. april 2007 om å godkjenne det pliktige tilbud Seadrill har fremsatt på samtlige aksjer i Eastern Drilling.

5. Cheyne m. fl. v/ advokat Hans P. Bjerke har i hovedsak anført

Prinsipalt anføres det at tilbudsprisen i Seadrills pliktige tilbud på kr. 135 per aksje, som ble godkjent av Oslo Børs 19. april 2007, ikke tilfredsstillende kravet til tilbudspris i vphl. § 4-10 første ledd ettersom Seadrills forsinkelse ved fremsettelsen og gjennomføringen av

det pliktige tilbudet ikke er reflektert i tilbudsprisen. Subsidiært anføres det at klagerne har krav på rentekompensasjon som følge av at det pliktige tilbudet ikke har blitt fremsatt og gjennomført innen de tidsfrister som følger av vphl. kapittel 4. Børsklagenemnden anmodes om enten i medhold av vphl § 4-10 å fastsette en tilbudspris som reflekterer minoritetsaksjonærenes tap som følge av Seadrills fristoversittelse, alternativt stille vilkår for godkjenningen av tilbudet iht. vphl. § 4-14 som kompenserer for tapet, eller treffe vedtak om kompensasjon til minoritetsaksjonærene etter vphl. § 4-8 annet ledd.

Tilbudsplikt for Seadrill inntrådte på konsolidert grunnlag allerede 6. april 2006. Det følger av vphl. § 4-10 første ledd at pliktig tilbud skal fremmes uten ugrunnet opphold og senest fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte. Tilbudsperioden/akseptfristen skal være mellom fire og seks uker, jf. vphl. § 4-11. Oppgjør skal finne sted senest 14 dager etter tilbudsperiodens utløp, jf. vphl. § 4-10 åttende ledd. Dette er lovbestemte frister, som innebærer at oppgjør i saken skulle ha funnet sted senest 12 uker etter tilbudsplikten inntreden, dvs. senest 30. juni 2006. Seadrill fremsatte først ved tilbudsdokument 18. april 2007 pliktig tilbud om kjøp av samtlige aksjer i Eastern Drilling for kr. 135 per aksje, med oppgjør senest 24. mai 2007. Tilbudet er fremsatt lenge etter lovens frist, og oppgjøret vil bli ca ett år forsinket sammenlignet med lovens krav. Den langvarige og rettsstridige forsinkelsen reflekteres ikke i tilbudsprisen på kr. 135 per aksje. Klagerne mener tilbudsprisen må oppjusteres eller at det må stilles vilkår om rentekompensasjon for godkjenning av tilbudet og tilbudsdokumentet i medhold av vphl. § 4-14.

I vphl. § 4-10 fjerde ledd heter det at tilbudsprisen skal være "minst" like høy som det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntreden. Lovteksten oppstiller kun et minstekrav til tilbudsprisens størrelse. Lovens ordlyd er ikke til hinder for en høyere pris eller kompensasjon pga. fristoversittelse.

Fastsettelse av vilkår om kompensasjon for godkjenning av tilbud og tilbudsdokument etter vphl. § 4-14 ligger etter klagerens oppfatning klart innenfor børsens kompetanse etter vphl. kapittel 4. Børsen har i sitt vedtak av 7. mai ikke vurdert dette hjemmelsgrunnlaget for å stille vilkår om rente/avsavnskompensasjon.

Børsen har etter klagerens oppfatning også kompetanse til å treffe vedtak om kompensasjon i medhold av vphl. § 4-8 annet ledd. Etter denne bestemmelsen har børsen generell kompetanse til å treffe vedtak vedrørende de spørsmål som saken reiser når det ikke gis melding etter § 4-8 første ledd eller tilbudsplikten på annen måte bestrides. Seadrill har brutt meldeplikten etter § 4-8 første ledd og tilbudsplikten har vært bestridt i lengre tid, og dermed har spørsmålet om rentekompensasjon oppstått. Det vises også til forarbeidene til bestemmelsen, jf. NOU 1996:2, der det fremgår at børsens vedtakskompetanse ikke er begrenset til vedtak vedrørende grunnlaget for tilbudsplikten, men omfatter alle de spørsmål som måtte oppstå som følge av at det ikke er gitt pliktig tilbud. De eksempler på spørsmål børsen kan ta stilling til som er nevnt i forarbeidene, er ikke uttømmende.

Det fremgår av forarbeidene til verdipapirhandelloven at tilbudspliktreglene skal kunne håndheves av private parter for domstolene, jf. Innst. O. nr. 91 (1988-89) side 9 flg. Når det er forutsatt i forarbeidene at krav skal kunne fremmes for domstolene, og børsen har generell vedtakskompetanse etter vphl. § 4-8 annet ledd, må det være hensiktsmessig at denne vedtakskompetanse benyttes til fordel for samtlige øvrige aksjonærer i målselskapet. Dette vil også ivareta hensynet til likebehandling av aksjonærene.

Det finnes ikke norsk rettspraksis eller forvaltningspraksis knyttet til kompensasjon for oversittelse av fristene i vphl. kapittel 4. I Rt. 2002 side 71 tok imidlertid Høyesterett avstand fra den tidligere lære om at rentekrav var betinget av at det forelå særskilt hjemmel for rente. Etter denne avgjørelsen kan avsavnstap kreves erstattet etter erstatningsrettslige regler.

Iht. generell juridisk teori er det antatt at forvaltningen kan stille vilkår for godkjenninger, jf. for eksempel Eckhoff (6. utgave) side 374.

Rentekompensasjon vil også bidra til å fremme lovens formål, herunder ivareta hensynet til minoritetsaksjonærene og sikre likebehandling i forbindelse med kontrollskifte. Det vil også være i samsvar med formålet i EUs takeover-direktiv (direktiv 2004/25/EF) og direktivets art. 17, ved at det gis effektive og proporsjonale "sanksjoner", som verner øvrige aksjonærer når tilbyder oversitter fristene i vphl. kapittel 4.

Seadrills anførsel om at en formuesoverføring til minoritetsaksjonærene ut over kr. 135 per aksje fremstår som en ubegrunnet og tilfeldig fordel, bestrides. Kravet om kompensasjon er begrunnet i Seadrills mislighold av tilbudsplikten, og kravet omfatter kun dekning av tap som Seadrill har påført minoritetsaksjonærene.

Dersom det ikke stilles vilkår om rentekompensasjon, må minoritetsaksjonærene forfølge sine krav på individuell basis. For mange av aksjonærene vil dette bety rettstap fordi byrden ved å forfølge kravet rettslig blir uforholdsmessig stor.

Når det gjelder Seadrills anførsel om at minoritetsaksjonærene har hatt full disposisjonsrett over aksjene, bemerkes det at utøvelse av denne disposisjonsadgangen ville ha medført tap som følge av at aksjenes markedsverdi ikke har oversteget kr. 135 per aksje i den aktuelle perioden.

Når det gjelder kompensasjonens størrelse, foreslås at den fastsettes i samsvar med forsinkelsesrenteloven og at den beregnes fra det tidspunkt oppgjør senest skulle ha vært foretatt, dvs. fra 30. juni 2006 og til betaling skjer. Dette vil reparere minoritetsaksjonærenes skade og virke preventivt mot overtredelse av tilbudspliktreglene.

Endelig anfører advokat Bjerke i sitt siste innlegget av 11. mai at det ikke er behov for noen individuell utmåling av kompensasjon til den enkelte aksjonær, fordi ervervstidspunktet for aksjene vil være irrelevant. Krav om rente og/eller avsnvnskompensasjon tilligger de aksjonærer som aksepterer det pliktige tilbud uavhengig av tidspunktet for erverv av aksjene. Dersom Børsklagernemnden ikke treffer vedtak om rentekompensasjon, vil dessuten de aksjonærer som aksepterer det pliktige tilbud, ved en individuell rettslig pågang kunne bli møtt med at retten til rentekompensasjon følger aksjene, og derved går tapt når aksjene transporteres til Seadrill Limited.

6. Pendragon Capital LLP og Pendragon (Guinevere) Find LLC v/ advokat Ingar Solheim har i hovedsak anført

Det anføres at rentekompensasjon skulle vært med i tilbudet. Tilbudsplikten på konsolidert grunnlag i saken oppsto 6. april 2006, og oppgjør skulle ha funnet sted innen 12 uker etter dette, dvs. innen 30. juni 2006. Det må gis rentekompensasjon fra 30. juni 2006 og frem til betaling skal skje iht. tilbudsdokumentet av 18. april 2007. Børsklagenemnden bør fastsette en tilbudspris som inkluderer renter, alternativt stille vilkår om rentekompensasjon.

Det er ikke grunn til å stille krav om særskilt hjemmel for å tilkjenne renter. Det vises til Rt. 2002 side 71, der det fremgår at det ikke er grunnlag for å opprettholde den tradisjonelle lære om at renter krever særskilt hjemmel.

I "Pengekravsrett" av Trygve Bergsåker fra 1994 fremgår det også at den tradisjonelle lære om at renter krever særskilt hjemmel, harmonerer dårlig med moderne juridisk metode. Det heter videre (side 61): "I den utstrekning lovgivningen (eller sedvaneretten) ikke fanger opp de reelle hensyn som gjør seg gjeldende, vil det være et reelt behov for

å kunne tilkjenne renter og rentes rente på annet grunnlag". Reelle hensyn må etter klagernes syn veie tungt når man skal tolke verdipapirhandelloven kapittel 4 i samsvar med Rt. 2002 side 71.

Når en majoritetsaksjonær etter verdipapirhandelloven er pålagt å fremsette et pliktig tilbud, vil minoritetsaksjonærene ikke få full kompensasjon dersom den tilbudspliktige lovstridig skyter ut tidspunktet for å fremme et tilbud. Debitor vil i et slikt tilfelle nyte godt av penger han ikke skulle ha hatt, mens kreditor påføres et tap. Dette er et moment Høyesterett har lagt vekt på. Dette forhold er for øvrig uavhengig av partenes subjektive forhold.

De subjektive forhold i saken er dessuten et ytterligere moment som taler for renteplikt. Hvis rentekompensasjon ikke gis, vil det innebære en belønning for den som bryter regelverket, og en tilsvarende ulempe for dem som skal beskyttes av tilbudspliktreglene, dvs. minoritetsaksjonærene. Det er ingen gode grunner til å tolke verdipapirhandelloven slik, i alle fall ikke etter ovennevnte høyesterettsdom. Forholdet må kunne ses slik at minoritetsaksjonærene ervervet et krav på kr. 135 per aksje på tidspunkt oppgjør skulle vært gitt, og denne betalingen er misligholdt. Kravet ble ikke innfridd ved forfall, og renteplikten følger da direkte av forsinkelsesrenteloven § 2.

Børsens vurdering i brev av 8. januar 2007 til Seadrills advokat om at det ligger utenfor børsens myndighet etter vphl. kapittel 4 å fastsette en tilbudspris som omfatter det tap aksjonærene har lidt ved å få tilbudet for sent, må bero på uriktig rettsanvendelse. Klagerne viser til vphl. § 4-10 fjerde ledd, der det fremgår at tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderer har betalt eller avtalt i perioden seks måneder før tilbudsplikten inntrådte. En riktig tolkning av verdipapirhandelloven er etter klagernes syn at tilbudsprisen må inkludere det tap minoritetsaksjonærene har lidt ved å få forsinket oppgjør.

Det følger også at vphl. § 4-8 annet ledd at børsen skal treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser, og spørsmålet om kompensasjon for tap ved forsinket oppgjør er et av de spørsmål saken reiser.

Når det gjelder kompensasjonens størrelse, er det retts teknisk enklest å fastsette denne tilsvarende den til enhver tid gjeldende forsinkelsesrente. Benyttes forsinkelsesrenteloven § 2 som hjemmel, følger dette direkte av loven.

7. Universities Superannuation Scheme Limited og Redbrick Capital Management LP v/ advokat Einar J. Greve har i hovedsak anført

Klagerne mener at Seadrills pliktige tilbud på aksjene i Eastern Drilling, som Oslo Børs har godkjent, er for lavt. Tilbudet skulle ha inneholdt en kompensasjon til minoritetsaksjonærene for den langvarige forsinkelse Seadrill har gjort seg skyldig i, enten gjennom en forhøyelse av tilbudsprisen, eller ved at børsen skulle ha stilt som særskilt vilkår for godkjennelsen at Seadrill pålegges å betale særskilt rentekompensasjon til minoritetsaksjonærene, jf. vphl. § 4-8 annet ledd, jf. § 4-14. Klagerne tiltrer i det vesentlige de anførsler og den begrunnelse som fremgår av klagen fra Cheyne med flere, jf. pkt. 5 ovenfor.

Børsen og Børsklagenemnden har etter klagernes syn hjemmel i vphl. kap. 4 til å pålegge Seadrill å betale kompensasjon til minoritetsaksjonærene for det rettsbrudd Seadrill har gjort seg skyldig i gjennom sin langvarige forsinkelse med å fremsette pliktig tilbud. Iht. vphl. § 4-10 fjerde ledd skal tilbudsprisen være "minst like høy" som det høyeste vederlag tilbyderer har betalt eller avtalt i perioden seks måneder før tilbudspliktens inntreden. Lovens ordlyd åpner således for å fastsette en høyere tilbudspris enn minstekravet, samt at kompensasjon til minoritetsaksjonærene reflekteres gjennom tilbudsprisen.

Videre er det hjemmel i § 4-8 annet ledd, jf. § 4-14 til å stille særskilt vilkår om at det gis rentekompensasjon til minoritetsaksjonærene.

Det er flere hensyn som taler for at hjemlene bør benyttes i denne saken. Saken er ekstraordinær ved at det synes å være første gang en tilbyder forsettlig har oversittet de frister som følger av loven og vedtak fra børsen og Børsklagenemnden. Det er rimelig at minoritetsaksjonærene får kompensasjon i et slikt tilfelle. Forsinkelsen har også gitt Seadrill en økonomisk gevinst på bekostning av minoritetsaksjonærene. Hensynet til å gi minoritetsaksjonærene del av kontrollpremien blir ikke fullt ut oppnådd dersom tilbud fremsettes lenge etter at tilbudsplikten inntrådte, uten noen kompensasjon. Kompensasjon vil bidra til å effektivisere tilbudspliktreglene ved at markedsaktører ikke ser seg tjent med å bryte fristene. Vedtak om kompensasjon vil også bidra til reell likebehandling av minoritetsaksjonærene, siden ikke alle aksjonærer vil finne det formålstjenlig å gå til søksmål for å få kompensasjon. Det er betydelig realitetsforskjell om kompensasjon som følge av forsinket tilbud anses som en del av tilbudspliktreglene, eller om hver enkelt aksjonær må gå til søksmål.

Kompensasjonen bør fastsettes i samsvar med rentesatsene etter forsinkelsesrenteloven og beregnes fra det tidspunkt oppgjør senest skulle vært foretatt, dvs. fra 30. juni 2006 og til oppgjør under det pliktige tilbudet finner sted.

8. Seadrill v/ advokat Rolf Johan Ringdal har i hovedsak anført

Seadrill er ikke enig med klagerne i at tilbudsprisen skulle vært høyere. Seadrill slutter seg i dette spørsmål til de vurderinger Oslo Børs har gjort i brev til advokatfirmaet BAHN av 8. januar 2007 pkt. 3.2. Seadrill mener det ikke er grunnlag for rentekompensasjon, verken forsinkelsesrente eller avsavnsrente. Det foreligger ingen hjemmel for å pålegge rente som del av tilbudsprisen i et pliktig tilbud.

Etter forsinkelsesrenteloven § 2 kan det kreves rente når et pengekrav ikke innfris ved forfall. Et pengekrav som følge av et pliktig tilbud oppstår først når et tilbud er fremmet og en aksjonær har solgt sine aksjer under tilbudet. Noe forfall etter forsinkelsesrenteloven foreligger ikke.

Et krav om avsavnsrente utenfor forsinkelsesrenteloven må bygge på en alminnelig erstatningsrettslig vurdering. Om det foreligger ansvarsgrunnlag, årsakssammenheng og økonomisk tap for minoritetsaksjonærene, vil eventuelt måtte vurderes individuelt og konkret for hver enkelt aksjonær. Seadrill bestrider at disse vilkårene er oppfylt. Dette spørsmålet ligger uansett utenfor børsens myndighet etter vphl. kapittel 4.

Børsens oppgave i en oppkjøpssituasjon er å sikre likebehandling av aksjonærer og ivaretagelse av markedets integritet innen verdipapirhandellovens rammer. Børsens oppgave er ikke å ivareta enkeltaksjonærers eventuelle privatrettslige anfektelser. Den enkelte aksjonær som mener seg berettiget til kompensasjon ut over lovlig tilbudspris er ikke avskåret fra å forfølge dette, men et slikt mulig spørsmål bør eventuelt først behandles etter at hovedkravets gyldighet er endelig avgjort.

Børsens adgang til å fatte vedtak eller stille vilkår i forbindelse med et pliktig tilbud må være begrenset til å ivareta verdipapirhandellovens regler om tilbudsplikt og formålene i vphl. kapittel 4. Både edruelig lesing av lovens forarbeider og sunn fornuft støtter dette syn. Det som er sitert fra NOU 1996:2 i klagen fra Cheyne m. fl. side 7, viser nettopp at det er tvilsspørsmål i tilknytning til tilbudsplikt og fremme av lovens egne bestemmelser som børsen skal ta stilling til. Det gir liten mening å innfortolke i sitatet "mv." fra NOU 1996:2 en adgang til å hensynte eventuelle privatrettslige forhold utenfor de oppgaver og formål børsen skal forvalte.

Seadrills tilbud er fremsatt til tross for at selskapet har bestridt tilbudsplikten og brakt saken inn for domstolene. Minoritetsaksjonærene har hele tiden hatt full

disposisjonsadgang over sine aksjer. Det er vanskelig å se at de har hatt noe likviditetstap. En ytterligere formuesoverføring gjennom uhjemlet rente fremstår som ubegrunnet og egnet til å tilføre minoritetsaksjonærene en tilfeldig fordel. Seadrill er på sin side ilagt en tyngende dagmulkt.

Minoritetsvernet er uttømmende regulert i vphl. kapittel 4. Lovgiver har søkt å utforme reglene som en balanse mellom hensynet til tilbyder og minoritetsaksjonærene. Hensynet til likebehandling av aksjonærer er ikke fulgt i regelverket i sin ytterste konsekvens, det er en seksmåneders grense tilbake i tid for hvilke handler som er relevante, og uansett om den høyeste pris skulle være betalt ved seksmånedersperiodens begynnelse, medfører det ikke noen rentejustering av prisen. Rentetankegangen er fraværende i reglene om tilbudspris.

Dersom Børsklagenemnden likevel skulle vurdere rentejustering av tilbudsprisen, anføres det at Børsklagenemnden selv i vedtak 6/2006 side 27 har fastslått at tilbudsplikt for Seadrill inntrådte 7. september 2006. Eventuell rente kan tidligst beregnes fra 23. november 2006. Forsinkelsesrente er det uansett ikke hjemmel for. Heller ikke avsavnsrente – som typisk benyttes i tvangsinnløsningssituasjoner - er godt begrunnet. Ved tvangsinnløsning blir minoritetsaksjonærene fratatt sine aksjer, mens Eastern Drilling-aksjonærene hele tiden har hatt fri disposisjonsrett over sine aksjer og har tatt del i potensiell verdiutvikling. En eventuell rentekompensasjon vil måtte fastsettes på et meget lavt nivå, og vesentlig under alminnelig avsavnsrentenivå.

9. Børsklagenemndens vurdering

Saken gjelder spørsmålet om det skal tas hensyn til rentekompensasjon for minoritetsaksjonærene ved fastsettelsen av det pliktige tilbudet som er fremsatt av Seadrill, noe Oslo Børs har avvist. Børsklagenemnden har ikke tatt stilling til spørsmålet i sitt tidligere vedtak av 12. desember 2006.

Den gamle lære i norsk rett om at rentekompensasjon krever uttrykkelig hjemmel, må anses avskaffet ved dommen i Rt. 2002, s. 71. Dette er etter Børsklagenemndens oppfatning ikke hovedspørsmålet i saken. Det sentrale spørsmål er om kompensasjon for rentetap ved forsinket oppfyllelse av tilbudsplikten ligger innenfor børsens kompetanse etter vphl. kapittel 4 å vurdere og avgjøre.

Spørsmålet blir derfor om bestemmelsene om tilbudsplikt i vphl. kapittel 4 kan sies å inneholde hjemmel for fastsettelse av renteplikt eller rentekompensasjon. Det sies intet uttrykkelig om dette i loven, og det foreligger heller ikke holdepunkter i forarbeidene for at rentespørsmål har vært tatt i betraktning ved utformingen av reglene. Foreliggende praksis og teori omhandler ikke den aktuelle problemstilling.

Det første spørsmål er om rentetapet (og den korresponderende rentegevinsten for Seadrill) bør reflekteres i selve tilbudsprisen som skal fastsettes i medhold av vphl § 4-10. Børsklagenemnden er enig med børsen i at vphl § 4-10 neppe kan tolkes slik at den gir rom for å ta hensyn til en rentekompensasjon. Det er det vederlag tilbyderen har betalt i den angitte perioden, eller en eventuell høyere markedskurs, som er avgjørende for tilbudsprisen etter § 4-10 fjerde ledd. Tilbudsprisen kan bli høyere enn dette dersom § 4-10 femte ledd kommer til anvendelse. Ordlyden "skal være minst like høy som" kan ikke antas å innebære noen adgang for børsen til skjønnsmessig å fastsette en høyere pris enn det betalte vederlag eller aksjens markedskurs tilsier, selv om rimelighetsgrunner kunne tale for det i et spesielt tilfelle som dette, hvor tilbudet er fremsatt vesentlig for sent i forhold til lovens frister.

Forarbeidene viser at tilbudsprisen kan justeres for endringer i kapitalen som utbytte, aksjesplitt, nedsettelse, fondsemisjon m.v., men det sies intet om rentebetraktninger. Det er for eksempel ikke gitt noen anvisning på at renter skal tas i betraktning selv om det vederlag som blir avgjørende for tilbudsprisen kan være betalt hele 6 måneder før

tilbudsplikten inntrådte. Dette henger etter Børsklagenemndens mening sammen med markedssystemet for aksjer, som tilbudsplikten og kapittel 4 i verdipapirhandelloven er knyttet opp til. Børsen fungerer som markedsplass, og dens oppgave er å bidra til at de regler som gjelder for markedsplassen overholdes. Ved overtredelse av kapittel 4 har børsen som sanksjonsmiddel fått hjemmel til å ilegge daglig mulkt, jf. vphl. § 14-1. Spørsmål om rentetap for den enkelte som er aksjonær i selskapet på det tidspunkt da pliktig tilbud fremsettes, faller utenfor det man etter dette systemet kan ta hensyn til i § 4-10.

Det skal også nevnes at minoritetsaksjonærene i hele perioden har hatt full råderett over sine aksjer, og at de for så vidt står fritt til å akseptere det fremsatte tilbud. Markedskursen på Seadrill-aksjene har i perioden fra april 2006 til i dag aldri ligget så høyt som de kr. 135 som nå ligger ute som pliktig tilbud.

Subsidiært har klagerne anført at den rettsstridige forsinkelsen med å fremsette pliktig tilbud fra Seadrills side må føre til at børsen med hjemmel i vphl § 4-8, annet ledd kan fatte vedtak om separat kompensasjon for rentetap, eller stille som vilkår for godkjenning av tilbudsprisen etter vphl § 4-14 at det gis slik kompensasjon.

Det er på det rene at den enkelte minoritetsaksjonær som eide aksjer da det pliktige tilbudet skulle vært fremsatt, har lidt et rentetap ved den rettsstridige forsinkelsen. Spørsmålet er igjen om det ligger innenfor børsens kompetanse å tilkjenne kompensasjon for dette tapet.

Etter vphl § 4-8 annet ledd har børsen, når den tilbudspiktige ikke gir melding som forskrevet i § 4-8 første ledd eller på annen måte bestrider tilbudsplikten, adgang til å treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser. Hva slags vedtak det her er snakk om, er beskrevet i NOU 1996:2, s. 121 hvor det bl.a. heter:

"Det legges til grunn at børsen i tillegg til selve grunnlaget for tilbudsplikten også tar stilling til den videre prosedyre i saken, herunder eventuelle særlige frister for å fremsette tilbud, bruken av aksjonærrettigheter i perioden inntil tilbudet er gitt, mv."

Det vises dessuten i 4-8 annet ledd til vphl § 14-1 som inneholder sanksjonsbestemmelsen om dagmulkt. Denne oppregning av vedtak som kan treffes, er som det fremgår av tillegget "mv.", ikke uttømmende. Oppregningen og henvisningen sier imidlertid noe om hvilke typer vedtak man har tenkt på, og går på saksbehandling og sanksjoner for å fremtvinge et tilbud. Dette viser etter Børsklagenemndens mening at spørsmålet om eventuell rentekompensasjon også faller utenfor rekkevidden av denne bestemmelsen.

Heller ikke vphl § 4-14 kan ses å inneholde hjemmel for børsen til å sette betaling av rentekompensasjon som et vilkår for godkjenning av tilbudet. Det fremgår av forarbeidene (NOU 1996:2 side 125 og Ot.prp. nr. 83 (1996-97 side 347) at godkjenningen fra børsens side først og fremst skal innebære en kontroll av at tilbudsdocumentet oppfyller lovens krav. Å innfortolke en adgang for børsen til å sette krav om rentebetaling for godkjenning etter denne bestemmelse, vil etter Børsklagenemndens mening føre for langt.

Forsinkelsesrente etter forsinkelsesrenteloven § 2 er etter Børsklagenemndens mening ikke relevant i saken.

Konklusjonen blir etter dette at Børsklagenemnden ikke finner rettslig grunnlag for å fastslå at børsen har kompetanse til å ta hensyn til rentetap eller annet avsnitstap ved godkjenningen av tilbudet. Det må være opp til den enkelte minoritetsaksjonær å forfølge sitt eventuelle rente- eller avsnitstap på annen måte.

Børsklagenemnden traff etter dette slikt enstemmig vedtak

Børsens vedtak av 19. april 2007 om godkjenning av pliktig tilbud på samtlige aksjer i Eastern Drilling ASA fremsatt av Seadrill Ltd. blir å stadfeste.

6.2.5 Eastern Drilling, avgjørelse 18. juni 2007 (Børsklagenemndens sak 3/2007)

Avgjørelse av 18. juni 2007 av klage fra Marius Marøy ("Marøy") på vegne av Odd Fiksdal ("Fiksdal", "klager") over børsens vedtak av 14. mai 2007 om å avvise klage over børsens godkjenning av Seadrill Limiteds ("Seadrill") pliktige tilbud på samtlige aksjer i Eastern Drilling ASA ("Eastern Drilling"), jf. forvaltningsloven § 28.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs godkjente i brev av 19. april 2007 pliktig tilbud og tilbudsdokument fremsatt av Seadrill Limited om erverv av samtlige aksjer i Eastern Drilling ASA, jf. verdipapirhandeloven ("vphl.") § 4-14.

Marius Marøy påklaget på vegne av minoritetsaksjonærer i Seadrill og Eastern Drilling børsens godkjenning i brev 30. april 2007. I klagen ble det anført at tilbudsprisen skulle vært kr. 92,- og ikke kr. 135,- per aksje, og at tilbudet skulle vært fremsatt av Carnegie og ikke Seadrill. Det fremkom ikke av klagen hvilke minoritetsaksjonærer Marøy representerte, og i brev 3. mai 2007 ba Oslo Børs ham opplyse hvilke minoritetsaksjonærer han representerte, samt fremlegge dokumentasjon for dette. I samme brev ble det varslet at børsen vurderte å avvise klagen på grunn av manglende rettslig klageinteresse, jf. forvaltningsloven § 28.

I brev 7. mai 2007 fremla Marøy fullmakt som viste at han representerte Steinar Kulsrud, som eier 5000 aksjer i Seadrill, samt Odd Fiksdal, som eier 100 aksjer i Eastern Drilling. I brevet redegjorde Marøy for hvorfor Steinar Kulsrud og Odd Fiksdal skulle anses å ha rettslig klageinteresse. Marøy anførte samtidig at også han selv hadde rettslig klageinteresse.

I vedtak 14. mai 2007 avviste Oslo Børs klagen fra Steinar Kulsrud, Odd Fiksdal og Marius Marøy på grunn av manglende rettslig klageinteresse, jf. forvaltningsloven § 28.

På vegne av Odd Fiksdal påklaget Marøy den 24. mai 2007 avvísingsvedtaket for så vidt gjelder Odd Fiksdal.

Børsen har forelagt klagen for Seadrill, som ikke har hatt kommentarer til klagen.

Oslo Børs har 11. juni 2007 opprettholdt sitt vedtak av 14. mai 2007 om å avvise klagen på grunn av manglende rettslig klageinteresse. Saken ble ved brev av samme dato oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 26-3 første ledd og forvaltningsloven § 33.

Marøy har kommet med nye anførsler til klagen i telefaks og e-mail 15. juni 2007 til Børsklagenemnden.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte mandag 18. juni 2007. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Bjørg Ven (leder), Vibecke Groth, Trygve Bergsåker, Norunn Dale Seland og Bernt Zakariassen.

2. Sakens bakgrunn

Den 12. desember 2006 traff Børsklagenemnden slikt vedtak:

1. *Børsstyrets vedtak av 25. oktober 2006 om å konsolidere SeaDrill Ltd og Carnegie ASA i forhold til reglene om tilbudsplikt for såvidt gjelder aksjer i Eastern Drilling ASA blir å stadfeste.*
2. *SeaDrill Ltd plikter å gi nytt tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i Eastern Drilling ASA.*

Fristen for å fremsette pliktig tilbud utløp 9. januar 2007. Samme dag meddelte Seadrill v/ advokat Rolf Johan Ringdal at Seadrill ville bringe Børsklagenemndens vedtak inn for domstolene.

Den 7. mars 2007 tok Seadrill ut stevning for Oslo tingrett med påstand om at Børsklagenemndens vedtak av 12. desember 2006 er ugyldig.

Seadrill fremsatte ved tilbudsdokument 18. april 2007 pliktig tilbud på samtlige aksjer i Eastern Drilling. Tilbudsprisen var på kr. 135 per aksje. Tilbudsdokumentet og tilbudet ble godkjent av Oslo Børs i brev 19. april 2007, jf. vphl. § 4-14.

Børsens godkjennelse av tilbudsprisen ble påklaget gjennom tre klager fra minoritetsaksjonærer i Eastern Drilling, der det ble anført at tilbudsprisen var for lav og at den skulle ha inneholdt en rentekompensasjon. Børsen opprettholdt sin godkjennelse av tilbudet og tilbudsprisen i vedtak 7. mai 2007. I vedtak 14. mai 2007 stadfestet Børsklagenemnden børsens vedtak.

Som det fremgår ovenfor under pkt. 1, påklaget også Marøy, Fiksdal og Steinar Kulsrud børsens godkjennelse av 19. april 2007 av Seadrills pliktige tilbud, men klagen ble avvist av børsen, jf. nærmere om klagesaken ovenfor under pkt. 1 og nærmere om børsens avvisningsvedtak nedenfor under pkt. 3.

3. Børsens vedtak

Oslo Børs avviste i vedtak 14. mai 2007 klagen fra Marøy på vegne av Fiksdal på grunn av manglende rettslig klageinteresse, jf. vedtaket pkt. 4.2 og forvaltningsloven § 28.

Børsen tar utgangspunkt i at Fiksdal er minoritetsaksjonær i Eastern Drilling og at han basert på dette kunne ha rettslig klageinteresse i saken. Børsen uttaler deretter at det imidlertid er antatt at man må ha en viss interesse i å få medhold i klagen for å kunne påklage det vedtak saken gjelder. Børsen siterer fra Geir Woxholt, Forvaltningsloven med kommentarer side 463:

"For det første kan det nevnes at den som har fått medhold av førsteinstansen, eller på annen måte har oppnådd et førsteinstansvedtak som helt ut samsvarer med hans interesser i saken, ikke kan sies å ha rettslig klageinteresse, jfr. Smith s. 462. Dette forutsetter at parten ikke med rimelighet kan være misfornøyd med noe."

Børsen viser til at Fiksdal ikke har klaget over at tilbudsprisen er for lav, men prinsipielt har anført at det er Carnegie og ikke Seadrill som skulle ha fremsatt tilbudet, og at tilbudsprisen skulle vært kr. 92,- per aksje. Subsidiært har Fiksdal anført at tilbudsdokumentet ikke skulle vært godkjent av børsen fordi det er fremsatt av Seadrill og ikke Carnegie.

Vedrørende tilbudsprisen viser børsen til at Fiksdal i følge klagen ikke anser seg berettiget til et høyere beløp enn det som er fremsatt av tilbyder i det pliktige tilbudet. Klager har derfor etter børsens vurdering ikke rettslig interesse i å påklage prisen som sådan. At det er Seadrill og ikke Carnegie som har fremsatt tilbudet, kan etter børsens syn ikke føre til noe annet resultat. Så lenge tilbudsprisen er den samme, får det ingen

praktiske konsekvenser for den enkelte minoritetsaksjonær om det er Seadrill eller Carnegie som fremsetter tilbudet. Børsen avviser deretter klagen pga. manglende rettslig klageinteresse, jf. forvaltningsloven § 28.

I vedtak av 11. juni 2007 har børsen opprettholdt vedtaket av 14. mai 2007. Når det gjelder klagers nye anførsel om at det har praktisk betydning for minoritetsaksjonærene om det er Carnegie eller Seadrill som har tilbudsplikt, viser børsen til at det ikke kan være avgjørende hvilken rettslig organisasjonsform tilbyder er underlagt. Børsen har ingen diskresjonær adgang til å flytte tilbudsplikten over til et annet rettssubjekt fordi det ene rettssubjektet er underlagt regulatoriske bestemmelser. At Carnegie som verdipapirforetak er underlagt kapitaldekningskrav, kan etter børsens syn ikke være et selvstendig argument i vurderingen av hvem som har tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 4-1 første ledd.

Når det gjelder klagers anførsel om at det får økonomisk betydning for minoritetsaksjonærene om det er Carnegie eller Seadrill som fremsetter tilbudet, bemerker børsen at det ikke kan være riktig å ta hensyn til en teoretisk beregnet kontrollpremie. Verken verdipapirhandelloven kapittel 4 eller lovens forarbeider åpner for en slik løsning, jf. f. eks. NOU 1996:2 side 105, der det fremkommer at det er erlagt eller betalt kontrollpremie som minoritetsaksjonærene har krav på. Børsen opprettholder deretter avvisningsvedtaket, jf. forvaltningsloven § 28.

4. Klager Odd Fiksdal v/ Marius Marøy har i hovedsak anført

Fra klagen av 24. mai 2007 pkt. 1 hitsettes:

Konkret påklages den delen av vedtaket som omhandler Odd Fiksdals rettslige klageinteresse som representant for minoritetsaksjonærene i Eastern Drilling (se avvisningsvedtakets pkt. 4.2).

Klager ber prinsipielt om at børsen omgjør sitt avvisningsvedtak av 14. mai 2007 og tar klagen av 30. april 2007 til behandling. Subsidiært ber klager om at Børsklagenemnden kjenner børsens avvisningsvedtak av 14. mai 2007 ugyldig og at klagen av 30. april 2007 tas til behandling.

Klager anfører at avvisningsvedtaket bygger på feil faktum når børsen har uttalt at "forutsatt samme pris, vil det for den enkelte minoritetsaksjonær i Eastern ikke få noen praktiske konsekvenser om det er Seadrill eller Carnegie som fremsetter tilbudet". Begrunnelsen for klagen er at Carnegie er et verdipapirforetak som – i motsetning til Seadrill - må innrette seg etter virksomhetsreglene i verdipapirhandelloven kapittel 8, herunder § 8-3 annet ledd tredje punktum. Det betyr at Carnegie maksimalt kan eie inntil 50 % av aksjene i Eastern Drilling på sikt. Videre viser klager til verdipapirhandelloven § 8-10a om at et verdipapirforetaks er underlagt kapitaldekningsregler. Ovennevnte regler medfører i følge klager at Carnegie ville ha måttet redusere sitt eierskap i Eastern Drilling ytterligere ved en tilbudspris på kr. 135,- per aksje. I motsetning til Seadrill ville Carnegie aldri ha kommet i en tvangsinnløsningsposisjon. Et bud fra Carnegie ville ha medført at minoritetsaksjonærene fortsatt ville ha klart å opprettholde sin eierposisjon i Eastern Drilling. Det har derfor praktiske konsekvenser om det er Carnegie eller Seadrill som pålegges å sette frem et tilbud.

Klager mener videre at det får økonomiske konsekvenser for minoritetsaksjonærene om det er Seadrill eller Carnegie som fremsetter tilbudet. Ved bud fra Carnegie kan minoritetsaksjonærene velge å akseptere tilbudsprisen på kr. 135,-. Men i tillegg får minoritetsaksjonærene valget mellom å kjøpe hele eller deler av aksjebeholdningen tilbake, rimeligvis til lavere kurs, dersom Carnegie selger seg ned fordi de som verdipapirforetak ikke kan sitte på samtlige aksjer. Dette innebærer en "gratisopsjon" for

minoritetsaksjonærene, og denne har økonomisk verdi, selv om merverdien er vanskelig å kvantifisere.

Klager mener at et bud fra Carnegie både er kvalitativt og kvantitativt bedre for minoritetsaksjonærene enn et bud fra Seadrill. Dette medfører at klagen ikke kan avvises pga. manglende rettslig klageinteresse, jf. også Woxholt, Forvaltningsloven med kommentarer side 463.

5. Nye opplysninger for Børsklagenemnden

Børsklagenemnden har brakt på det rene at Odd Fiksdal aksepterte det pliktige tilbudet fra Seadrill Limited innen utløpet av tilbudsperioden, som var 18. mai 2007.

Fiksdal har den 15. juni 2007 kjøpt 100 nye aksjer i Seadrill over børs. Kopi av sluttseddel er oversendt.

Ved telefaks til Børsklagenemnden samme dag har Marius Marøy på vegne av Odd Fiksdal anført at klageretten må være i behold hvis man fortsatt har praktisk interesse i utfallet av klagen. Det vises til Sivilombudsmannens avgjørelse i årsberetning 1975 side 84 og 1978 side 108 om en som hadde solgt fast eiendom. Marøy opplyser at klager på den bakgrunn har kjøpt igjen 100 aksjer over børs samme morgen, og anfører at Fiksdal dermed har samme rettslige og økonomiske interesse av at klagen blir realitetsbehandlet som da klagen opprinnelig ble levert.

Klager anfører videre at det i grensetilfeller kan legges vekt på om andre hensyn tilsier at klagen bør fremmes, for eksempel at klagebehandlingen har prinsipiell interesse og/eller at det er behov for rettsavklaring. Den prinsipielle interesse ligger i at hvis Seadrill vinner frem med sitt søksmål mot Oslo Børs/Finansdepartementet, eksempelvis ved at tilbudsplikten formelt påhvilde Carnegie, ville skattebetalerne ende opp med regningen. Videre ligger en prinsipiell interesse i at spørsmålet om Carnegies tilbudsplikt faktisk ikke har vært behandlet av Børsklagenemnden tidligere.

Behovet for rettsavklaring ligger etter klagerens mening i at Børsklagenemnden i sitt vedtak ser bort fra vphls utfyllende forarbeider om hvem tilbudsplikten påhviler i en konsolidert gruppe. Vedtaket etterlater videre spørsmål om når tilbudsplikten reelt oppstår, jf § 4-6 om ethvert etterfølgende erverv, og om å oversitte nedsalgsfristen på fire uker innebærer at nedsalgsalternativet er bortfalt eller ei.

I den anledning bemerker klager også at tilbudspliktvedtaket kan bygge på en vesentlig mangel, siden spørsmålet om Carnegies tilbudsplikt ikke ble behandlet verken i klagesaken eller av eget tiltak, til tross for at Børsklagenemnden selv slår fast at Carnegie var først ute med "etterfølgende erverv".

I det nye innlegget stiller klageren også spørsmål ved at Børsklagenemnden ikke har vært villig til å omgjøre sitt vedtak av 12. desember 2006 etter klagers første henvendelser om saken den 13. og 17. april 2007 og spørsmål om to-instansprinsippet kan anses ivaretatt i dette tilfellet, hvor Børsklagenemnden fattet vedtaket om Seadrills tilbudsplikt.

6. Børsklagenemndens vurdering

Børsen avviste i første omgang klagen fra Odd Fiksdal, Steinar Kulsrud og Marius Marøy med den begrunnelse at ingen av klagerne kunne sies å ha rettslig klageinteresse etter fvl. § 28. Avvisningsvedtaket fra børsen ble i brev av 24. mai 2007 fra Marius Marøy bare påklaget på vegne av Odd Fiksdal, som var aksjonær i Eastern Drilling ASA på tidspunktet for børsens behandling av saken. De to andre opprinnelige klagere har aldri hatt denne status.

Børsklagenemnden er enig i børsens vurdering av spørsmålet om rettslig interesse og kan i det vesentlige slutte seg til den begrunnelse som er gitt av børsen for så vidt gjelder Odd Fiksdal. Allerede av den grunn blir klagen å avvise. Den bærende del av børsens begrunnelse om at det ikke får noen praktisk betydning om tilbudsplikten påhviler Carnegie eller Seadrill, gjelder desto mer når oppgjør etter det pliktige tilbud nå har skjedd.

I tillegg er forholdet at Odd Fiksdal før den 18. mai 2007 aksepterte tilbudet fra Seadrill på de 100 aksjer han hadde i Eastern Drilling ASA. Klageren er således ikke lenger i besittelse av de 100 aksjene i Eastern Drilling ASA han tidligere satt med. Det er dermed åpenbart at han ikke har rettslig klageinteresse for så vidt angår disse aksjene.

Spørsmålet er om klager kan sies å ha rettslig interesse knyttet til sitt nye aksjeervert den 15. juni 2007 i relasjon til klagesaken. Dette kan åpenbart ikke være tilfelle. Disse aksjene er kjøpt på bakgrunn av situasjonen i dag, etter at spørsmålene om konsolidering og tilbudsplikt for lengst er avgjort, og etter at tilbudsperioden er utløpt. Ingen andre, herunder heller ikke tidligere eier av de aksjene klager har ervervet, har tatt opp spørsmålet om Carnegies eventuelle tilbudsplikt. Kjøpet av nye aksjer kan ikke avhjelpe den manglende rettslige interesse.

Børsklagenemnden kan ikke se at denne sak er tvilsom på noen måte som gir rom for å fastslå rettslig interesse på bakgrunn av prinsipiell interesse eller behov for rettsavklaring. Hensynet til skattebetalerne gir ikke Fiksdal rettslig interesse, og Børsklagenemndens omgjøringsadgang i henhold til fvl. § 35 er heller ikke relevant i denne sammenheng.

Klagen må dermed avvises.

Børsklagenemnden traff etter dette slikt enstemmig

Vedtak

Klagen fra Odd Fiksdal avvises.

6.2.6 Spørsmål om tilbudsplikt i Stavanger Aftenblad ASA (uttalelse fra Oslo Børs 26. april 2007)

1. Innledning

Det har overfor Oslo Børs og i media vært reist spørsmål om disposisjoner foretatt av Schibsted ASA ("Schibsted"), Kaupthing ASA ("Kaupthing") og Montrica Investment Management LLP ("Montrica") medfører tilbudsplikt i Stavanger Aftenblad ASA ("Stavanger Aftenblad").

Spørsmålet har oppstått som følge av Schibsteds eierskap og avtaler knyttet til at Stavanger Aftenblad skal delta i den planlagte sammenslutningen av mediabedrifter, Media Norge ASA.

2. Kort om partene

Schibsted er notert på Oslo Børs under ticker "SCH". Selskapet hadde en markedsverdi pr. 15. februar 2007 på ca. 18,421 milliarder kr. Schibsted er på selskapets internettside omtalt b. la. som følger:

"Schibsted er et skandinavisk mediekonsern med ambisjoner om å bli ledende i Europa. Vi har ca 8 500 ansatte og virksomheter i 20 land. Våre hjemmemarkeder

er Norge og Sverige, men konsernet har også selskaper i Danmark, Finland, Frankrike, Spania, Estland, Latvia, Litauen, Østerrike, Italia, Sveits, Russland, Slovenia, Singapore og Latin-Amerika. I dag er vi til stede innen mediene avis, tv, film, online, mobil, bøker og magasiner. Omsetningen i 2006 var 11,6 milliarder kroner."

Schibsted eier 32,3 % av aksjene i Stavanger Aftenblad.

Stavanger Aftenblad er notert på Oslo Børs under ticker "STA". Selskapet hadde en markedsverdi pr. 15. februar 2007 på ca. 1,464 milliarder kr. Stavanger Aftenblad er på selskapets internettside omtalt b. la. som følger:

"Stavanger Aftenblad består av morselskapet Stavanger Aftenblad ASA, som utgir avisen Stavanger Aftenblad, driver Aftenbladet.no, Nettradio.no og Aftenbladet Mobil. Det heleide datterselskapet TV Vest AS står for TV-sendinger i Sør-Rogaland og lokalt tekst-tv."

Kaupthing er et norsk verdipapirforetak, som er omtalt b. la. som følger på selskapets internettside:

"Kaupting ASA er det norske datterselskapet til Islands største bank, Kaupting Bank hf... Kaupting Bank hf. er en nordeuropeisk bank som tilbyr et komplett spekter av finansielle tjenester til bedrifter, institusjonelle investorer og privatpersoner. Banken har sitt hovedkontor i Reykjavik på Island, og har virksomhet i samtlige nordiske land, Luxembourg, Sveits, Storbritannia og USA... Banken er notert på den islandske børsen (ICEX) og på den nordiske børsen (OMX)..."

Montrica er et britisk forvaltningsselskap som forvalter det Cayman Island baserte fondet Montrica Global Opportunities Master Fund. Montrica er omtalt b. la. som følger i brev til Oslo Børs:

"Montrica investment Management LLP (the "Investment Manager") is a UK limited liability partnership whose business consists in providing investment management services. It was established by Svein Høgset, Andrew Metcalfe and Fredrik Juntti. Svein Høgset, Andrew Metcalfe and Fredrik Juntti are also the portfolio managers of the Fund. The Investment Manager is authorised and regulated by the Financial Services Authority in the United Kingdom.

The Investment Manager manages the investment of the assets of a Cayman Island fund, Montrica Global Opportunities Master Fund (the "Fund") which has a net asset value of approximately US\$1.4bn. The fund commenced business in September 2006..."

3. Sakens bakgrunn

3.1 Etableringen av mediekonsernet Media-Norge

Etableringen av Media-Norge er omtalt i b. la. informasjonsdokument til aksjonærene i Aftenposten, Bergens Tidende, Fædrelandsvennen og Stavanger Aftenblad, jf. første avsnitt i pkt. 1.1:

"Aftenposten, Bergens Tidende, Fædrelandsvennen, Fædrelandsvennens Trykkeri og Stavanger Aftenblad har i løpet av 2006 utredet og vurdert muligheten for å gjennomføre en eiermessig integrasjon av partenes medievirksomheter gjennom dannelsen av et nytt børsnotert mediekonsern – Media Norge."

Dersom sammenslåingen blir vedtatt vil Schibsted bli eier av 68,3 % av Media-Norge ASA. Det er i fusjonsplanen forutsatt i at Schibsted skal selge seg ned til 50,1 %. Nærmere opplysninger om Media-Norge er b. la. tilgjengelige på internettsiden til Stavanger Aftenblad: <http://www.aftenbladet.inbusiness.no/index.cfm?id=117304> .

3.2 Ekstraordinær generalforsamling i Stavanger Aftenblad

Det ble innkalt til ekstraordinær generalforsamling i Stavanger Aftenblad den 11. januar 2007. En av sakene som skulle behandles på generalforsamlingen var etableringen av Media-Norge, hvoretter Stavanger Aftenblad skulle fusjonere med Nye SA AS ved utstedelse av vederlagsaksjer i Media Norge ASA. Generalforsamlingen ble avholdt den 15. februar 2007 og forslaget om fusjon vedtatt.

Forut for generalforsamlingen var det uklart om forslaget om fusjon ville oppnå et tilstrekkelig flertall av stemmene. Bakgrunnen for dette var at spørsmålet om fusjon var kontroversielt blant aksjonærene, jf. nedenfor. I tillegg fastslår vedtektene til Stavanger Aftenblad at én aksjonær bare kan stemme for 5 % av de utestående aksjene i Stavanger Aftenblad, jf. dens § 5 som b. la. lyder:

"Ingen aksjonær kan på generalforsamlingen utøve stemmerett med mer enn 5 % av selskapets aksjekapital, heri medregnet fullmakter fra andre aksjonærer..."

Aksjenes omsettelighet er begrenset, idet enhver overdragelse av aksjer må godkjennes av selskapets styre. Styret kan nekte godkjenning til noen som innehar, for en vesentlig del er interessert i eller kan antas å være avhengig av konkurrerende virksomhet."

Det var kjent at Schibsted var en viktig drivkraft bak etableringen av Media-Norge og at selskapet ville stemme for fusjonen. Kaupthing har vært Schibsteds finansielle rådgiver og meglerforbindelse ved etableringen av Media-Norge.

Samme dag som generalforsamlingen (kl. 15:43) ervervet Kaupthing 17 600 aksjer i Stavanger Aftenblad på egen bok. Kaupthing har beskrevet nødvendigheten av disse stemmene som følger, jf. e-post til børsen:

"... på det daværende tidspunkt var det helt tydelig at her kunne hver enkelt stemme telle"

Av samtale mellom Kaupthing og børsen fremkommer det at aksjene ble kjøpt for å hjelpe Schibsted å få flertall på generalforsamlingen. Aksjene ble kjøpt på børs og formålet med ervervet var å øke muligheten for å få vedtatt fusjonen. Etter det børsen er kjent med fikk Kaupthing kun stemt for 9500 av de 17 600 aksjene.

Flere av aksjonærene i Stavanger Aftenblad var negative til fusjonen og disse hadde til hensikt å stemme mot styrets forslag, jf. brev fra Ba-hr advokatfirma av 22. februar 2007 pkt. 3. I dagene frem mot generalforsamlingen forhandlet Schibsted med aksjonærer som eide ca. 19,5 % av Stavanger Aftenblad (1 432 909 aksjer) om mulige disponeringer over aksjene, jf. nevnte brev. Partene ble etter hvert enige om en pris, men det kan synes som om partene misforsto hverandre med hensyn til de øvrige vilkår.

Schibsted var på dette tidspunktet i besittelse av Stavanger Aftenblads ikke-publiserede regnskaper. For Schibsted var det uaktuelt at aksjene skulle erverves. Schibsted hadde derfor tilbudt en salgsopsjon til aksjonærene på kr. 231,50 per aksjer mot at disse stemte for fusjonen på generalforsamlingen. Aksjonærene, som på dette tidspunktet var representert ved Pareto Securities ASA ("Pareto"), synes å ha lagt til grunn at aksjene skulle overdras til Schibsted for samme beløp.

Avtalen mellom aksjonærene og Schibsted skulle sluttføres rett før Stavanger Aftenblads generalforsamling den 15. februar 2007, jf. brevet av 22. februar:

"Pareto opplyste at Paretos kunder ønsket å selge sine aksjer for NOK 231,50, og gav uttrykk for at dette allerede var avtalt... Schibsted gjentok at det en hadde tilbudt og ville tilby var en salgsopsjon og bakgrunnen for dette. Schibsted gjentok tilbudet om salgsopsjon til Pareto. Det ble avslått av Pareto. Kaupthing opplyste å ha en kjøper på aksjene hvis Schibsted kunne gi dem tilbud om salgsopsjon og tilbød Pareto på stedet å overta aksjene for samme pris..."

Kaupthing har i e-post av 18. februar til børsen redegjort for denne transaksjonen:

"Etter at diskusjonen rundt hva slags transaksjon som egentlig var gjennomført forble uløst, tilbød jeg på vegne av Kaupthing å overta aksjene fra Pareto mot at Schibsted gav oss samme opsjon. Jeg forbeholdt meg retten til å videreselge posisjonen helt eller delvis videre til kunde.

Etter at dette ble vurdert som en mulig løsning kontaktet jeg den kunden som potensielt var interessert og beskrev situasjonen som kunne oppstå og anmodet ham om å tenke på situasjonen. Kunden uttrykte interesse i å erverve hele eller deler av posisjonen dersom man ble enige om vilkår.

Fredag morgen medgikk til diskusjoner med kunden, gjennomgang av avtaler samt å besørge likviditet fra Island dersom vi skulle bli sittende på posisjonen. Kunden ønsket å få avtaleverket verifisert av sine jurister, noe som viste seg av forskjellige årsaker å ta tid. Jeg informerte Oslo Børs om situasjonen og børsen valgte å innføre børspause inntil melding forelå."

Aksjeposten på ca. 19,5 % ble overdratt fra selgerne til Kaupthing for kr. 231,50 pr. aksje. Kaupthing ble på sin side gitt en rett til å selge aksjene til Schibsted for samme beløp, jf. kopi av avtale av 16. februar 2007. Det ble ikke betalt noen opsjonspremie for salgsretten. Det var forutsatt at selgerne skulle stemme for fusjonen mellom Stavanger Aftenblad og Nye SA AS, noe disse også gjorde.

Avtalene om overdragelse av aksjeposten på ca. 19,5 %, stemmegivning og salgsrett ble gjort muntlig rett forut for generalforsamlingen.

Aksjekursen i Stavanger Aftenblad var kr. 200 på tidspunktet for generalforsamlingen.

3.3 Overdragelse av aksjer til Montrica

Aksjene som ble ervervet av Kaupthing den 15. februar 2007, ble overdratt til Montrica (fondet er juridisk eier) den 16. februar, dagen etter generalforsamlingen. Montrica har i brev til børsen av 13. mars redegjort for forhandlingene med Kaupthing:

"In the evening of 15 February 2007, we received a call from Kaupthing and were asked whether we would be interested in acquiring a shareholding in STA. This approach resulted in the entry into an agreement... The agreement was negotiated during the day of 16 February and entered into around 5 p.m. (Norwegian time) that same day."

Kaupthing hadde ikke en endelig kjøper av aksjene på tidspunktet for avholdelsen av generalforsamlingen. Ved ervervet av aksjene overtok Montrica også retten til å selge aksjene til Schibsted for kr. 231,50 pr. stk. Denne retten løp fra det tidspunktet Stavanger Aftenblad offentliggjorde sitt foreløpige årsregnskap for 2006 og frem til kl. 17 påfølgende virkedag, likevel ikke senere enn 28. februar 2007, jf. avtalens pkt. 2. Vederlaget Montrica betalte, og utøvelseskurs i salgsretten, var det samme, dvs. kr. 231,50 pr. aksje (Schibsted skulle betale meglerhonorarer ved et eventuelt salg).

Schibsted og Montrica ble ved avtale av 28. februar enige om å forlenge salgsretten til en fire dagers periode som ender 1. mai 2008. Utøvelseskurs i den nye avtalen er kr. 250 pr. aksje. Schibsted kan i følge avtalen forlenge utøvelsestidspunktet til 1. mai 2009, hvorefter utøvelseskurs pr. aksje skal være kr. 278. Det ble ikke betalt noen opsjonspremie for salgsretten.

På tidspunktet for inngåelse av den nye opsjonsavtalen var kursen på Stavanger Aftenblad-aksjen kr. 185.

3.4 Børsens undersøkelser

Melding om generalforsamlingens beslutning om fusjon ble gitt til markedet før børsåpning den 16. februar 2007. To av de selgende aksjonærene flagget samtidig sine avhendelser. Melding om Schibsteds første salgsopsjon ble gitt samme dag kl. 12.50. Det var på dette tidspunktet ikke gitt opplysninger om erververen av aksjene, og børsen påbegynte på denne bakgrunn undersøkelser av transaksjonen. Ettersom det ikke ble gitt meldinger ble Stavanger Aftenblad-aksjen satt til særskilt observasjon.

I e-poster av 16. februar ba Oslo Børs hhv. Schibsted, Pareto og Kaupthing å redegjøre for aksjesalget og opsjonsutstedelsen. Børsen har senere stilt Schibsted oppfølgningsspørsmål i e-poster av 5. og 14. mars. Schibsted har ved Ba-hr advokatfirma besvart børsens henvendelser i brev av 22. februar, 6. mars og 16. mars. Pareto og Kaupthing har besvart børsens henvendelser og oversendt relevante lydbånd i sakens anledning. Oslo Børs har også bedt Montrica redegjøre for saken.

Schibsted har oversendt børsen verdivurderinger av Media-Norge som skal underbygge at verdien på opsjonene var markedsmessige. Montrica har fremlagt kopi av sin analyse av Stavanger Aftenblad.

Oslo Børs har mottatt noen innspill på vegne av aksjonærer i sakens anledning, b. la. fra advokatfirmaene Grette og Schjødt.

Schibsted og Montrica kommenterte Oslo Børs' foreløpige vurderinger i saken som ble oversendt ved likelydende brev av 16. april. Svar på børsens henvendelse ble gitt i brev fra hhv. Ba-hr av 18. april og Wiersholm advokatfirma (udatert). Kaupthing har overfor børsen redegjort for sakens faktum, men for øvrig ikke vært del av saksbehandlingen, jf. pkt. 6.1 nedenfor.

4 Rettslig utgangspunkt

4.1 Lovgrunnlag for tilbudsplikt

Det er etter verdipapirhandelloven ("vphl.") kapittel 4 tre grunnlag for tilbudsplikt. For det første utløses tilbudsplikt i børsnoterte norske selskap for:

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

Bestemmelsen følger av vphl. § 4-1 første ledd. Verken Schibsted eller andre har ervervet aksjer som representerer mer enn 40 % av stemmene i Stavanger Aftenblad.

For det andre utløses tilbudsplikt for den som på visse vilkår "reelt erverver" aksjer som representerer mer enn 40 % av stemmene, jf. vphl. § 4-1 fjerde ledd:

"Dersom erverv av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt erverv av aksjene, kan børsen pålegge tilbudsplikt for den som gjennom slikt erverv får rett

til å bli eier av aksjer som sammen med vedkommendes øvrige aksjer representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et børsnotert selskap."

Det er klart at verken Schibsted, Kaupthing eller Montrica har ervervet noen rett til å bli eier av aksjer i Stavanger Aftenblad. Heller ikke dette grunnlaget er aktuelt i saken.

Til slutt utløses tilbudsplikt dersom erverv av aksjer, eventuelt et reelt erverv, foretas av en konsolidert gruppe, jf. vphl. §§ 4-5 første ledd og 1-4 nr. 5 gjengitt nedenfor. I saken her oppstår det spørsmål om Schibsted, Kaupthing og Montrica er å anse som nærstående, og således om tilbudsplikt foreligger for den konsoliderte gruppen.

Tilbudsplikt vil i en og samme sak kunne utløses med grunnlag i flere av de nevnte bestemmelsene i kapittel 4.

Dersom en tilbyder eller en konsolidert gruppe passerer grensen for tilbudsplikt, skal det gis tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i målselskapet, jf. vphl. § 4-1 første ledd. Etter samme bestemmelse i.f. bortfaller tilbudsplikten dersom det foretas et nedsalg i samsvar med § 4-8, jf. § 4-9.

Der det foreligger tilbudsplikt for én eller flere identifiserte parter, kan det for den del av aksjene som overstiger tilbudspliktsgrensen, ikke utøves andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte for aksjene og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, jf. vphl. § 4-8 fjerde ledd og 4-5 første ledd.

4.2 Konsolidering ved forpliktende samarbeid om bruk av eierrettigheter

Aksjer som eies eller erverves av en aksjeeiers nærstående, skal regnes likt med aksjeeierens aksjer i forhold til reglene om tilbudsplikt, jf. vphl. § 4-5 første ledd som lyder:

"I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-4."

Etter vphl. § 1-4 nr. 5 vil en aksjeeiers nærstående bl.a. være

"noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument"

For å vurdere om en aksjeeier og tredjepart skal konsolideres, må det derved avgjøres om aksjeeieren og tredjeparten har et slikt forpliktende samarbeid. Det synes klart at vilkåret "forpliktende samarbeid" skal forstås som et krav om en gjensidig forståelse, jf. NOU 1996:2 pkt. 9.3.7 og Ot.prp. nr. 29 (1996-97) pkt. 9.2.6. Et tilleggsvilkår er at forståelsen skal angå "bruk av rettigheter som eier", som i praksis vil si stemmerettsbeføyelser til aksjer.

I NOU 1996:2 pkt. 9.3.7 heter det om konsolideringsbestemmelsen:

"Utvalget legger til grunn at et samarbeid kun med sikte på selve ervervet, ikke bør kunne medføre konsolidering. Det vises for øvrig til at spørsmålet om utløsning av tilbudsplikt vil kunne variere på bakgrunn av den praktiske gjennomføringen av et koordinert aksjekjøp. Dersom en større aksjonær kun ønsker å forholde seg til en kjøper og denne deretter snur seg rundt for å dele den aktuelle aksjeposten med en annen interessert, vil tilbudsplikt kunne utløses på den formelle kjøpers hånd. Videresalget vil i tilfelle ses som et nedsalg som medfører at tilbudsplikten bortfaller."

Utvalget foreslår at det tas inn en presisering i lovteksten av hvilket samarbeid som skal kunne gi grunnlag for konsolidering. Utvalget har vurdert en lignende

formulering som i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 om at like med erververens aksjer skal regnes aksjer som eies av «noen som det må antas aksjonæren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær». Tilsvarende formulering er også benyttet i lov om erverv av næringsvirksomhet. Disse formuleringene anses mer presise enn gjeldende konsolideringsbestemmelse i vphl. Etter utvalgets syn ville det være fordel med en ytterligere presisering av at ikke enhver samordnet bruk av aksjonærrettigheter vil gi grunnlag for konsolidering. For eksempel samordnet opptreden i en generalforsamling med sikte på f.eks. skifte av styret, bør ikke i seg selv begrunne konsolidering etter tilbudspliktreglene. En blott og bar felles opptreden vil også falle utenfor ordlyden. Det er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, som bør begrunne konsolidering. På den annen side kan også et kortsiktig samarbeid med sikte på f.eks. salg av deler av selskapets virksomhet mv., etter omstendighetene være tilstrekkelig til at hensynene bak tilbudspliktreglene gjør seg gjeldende. Etter utvalgets syn bør det som en retningslinje legges til grunn at samarbeid i en enkelt sak i seg selv ikke være nok, med mindre den konkrete saken indikerer at de aktuelle aksjonærene reellt sett har et bredere samarbeid.

Etter utvalgets syn er det ikke mulig å foreta en nærmere spesifisering i loven av hvilket samarbeid som vil kunne utløse tilbudsplikt. Dette må avgjøres konkret ut fra forholdene i det enkelte tilfellet. Utvalget foreslår derfor at det i loven benyttes tilsvarende formulering som i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6, dvs. at konsolidering skal foretas i forhold til noen det må antas aksjonæren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær. Det legges til grunn at det i samsvar med børsens praksis skal kreves en stilltiende avtale mellom partene for at disse skal anses å ha et forpliktende samarbeid. Utvalget påpeker forøvrig at det ikke vil være noen forutsetning at det skal foreligge sanksjoner eller sanksjonsadgang for at man skal kunne anse samarbeidet for «forpliktende».

Drøftelsen ovenfor omfatter utvalgets vurdering av temaet for når konsolidering skal foretas. I praksis vil det reises spørsmål om hvilke beviskrav som skal stilles ved konsolidering etter bestemmelsen om forpliktende samarbeid. Utvalget viser i denne sammenheng til at det vil være vedtaksmyndigheten som har bevisbyrden for at vilkårene for konsolidering foreligger. Det må dermed foreligge objektive omstendigheter som tilsier at det foreligger et samarbeid som er tilstrekkelig forpliktende til at konsolidering skal foretas."

I Ot.prp. nr. 29 (1996-76) gir departementet sin tilslutning til ovennevnte vurderinger, jf. pkt. 9.2.6. Forarbeidene sier med dette at det mellom to parter som skal konsolideres, må foreligge en stilltiende avtale/forståelse og at det bør foreligge en koordinert opptreden med et felles mål med sikte på en tilstrekkelig kontroll over selskapet. Det skal i forbindelse med et spørsmål om konsolidering skal foretas en konkret vurdering. Praksis knyttet til vphl. § 4-5 (og likelydende bestemmelser) har utdypet kravene som forarbeidene stiller til parter som skal konsolideres.

Formålet med tilbudspliktsreglene er likebehandling av aksjonærer ved bl.a. å gi minoritetsiere en del av "kontrollpremien" som en tilbyder betaler for aksjene som gjør at det oppnås kontroll. Videre skal minoritetsiere gis adgang til å revurdere sin investering, dersom en (eller en konsolidert gruppe) oppnår kontroll i selskapet. Formålet med konsolideringsbestemmelsen er å likestille en aksjonær med andre personer som har en kvalifisert tilknytning til aksjonærer. Både omgåelses- og rimelighetsbetraktninger ligger til grunn for konsolideringsregelen, som også gjelder f. eks i forhold til flaggebestemmelsen i vphl. § 3-2, jf. sjette ledd. Det er klart at man ved anvendelse av konsolideringsbestemmelsen i vphl. § 4-5, må se hen til hensynene bak selve tilbudsplikten, jf. NOU 1996: 2 gjengitt over.

Oslo Børs og børsklagenemnden er myndighet for tilbudspliktsreglene, herunder konsolideringsregelen i § 4-5. Spørsmålet om konsolidering har vært behandlet av børsklagenemnden i noen saker, b. la. sak 3/2002 Frontier Drilling hvor det ikke ble foretatt konsolidering og sakene 1/2003 Orkla-Nordstjernen, samt 6 og 7/2006 Eastern Drilling og Sinvest der det ble foretatt konsolidering. Av Oslo Børs' saker kan særlig Havila Supply ASA av 25. juni 2003 fremheves. Vphl. § 1-4 nr. 5 har samme ordlyd som finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 første ledd litra d). Praksis knyttet til sistnevnte bestemmelsen vil således være relevant ved anvendelse av vphl. § 4-5.

I børsklagenemndens sak 3/2002 og av annen praksis fremgår at to aksjonærers sterke fellesinteresser og likeartet opptreden ikke i seg selv er tilstrekkelig for å konsolidere. I saken er det vist til finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 første ledd litra d). Aktuelle saker etter den bestemmelsen er Finansdepartementets beslutning av 29. mai 1990 (Forenede-saken) der det bl.a. heter:

"Forhold som generelt vil indikere at aksjonærrettighetene faktisk ikke utøves på selvstendig grunnlag vil foreligge om aksjonærens plikter eller risiko er overtatt av en annen. Det vil f eks kunne være urimelig å anta at aksjonærrettigheter (stemmerett) utøves på fritt grunnlag av en aksjonær som ikke har finansiert aksjene selv. Det samme vil kunne gjelde ved avtale som garanterer aksjeeiere mot tap."

Uttalelsen kan neppe forstås på ordet ettersom fremmedfinansiering av aksjekjøp i seg selv ikke gir grunn til å betvile selvstendighet. Grunnlaget for uttalelsen var særlig at Kinnevik hadde finansiert eller påtatt seg økonomisk risiko og forpliktelser av betydelig omfang knyttet til andre aksjonærers erverv av aksjer i selskapet. I børsklagenemndens vedtak heter det videre:

"Om det foreligger forpliktende samarbeid vil måtte fastlegges konkret. Aksjonærer som samarbeider i en oppkjøpssituasjon eller annet forsøk på å få kontroll med et selskap, vil kunne ha en muntlig forståelse, som det kan være vanskelig å klarlegge. Bruken av opsjoner vil kunne indikere gruppeforhold/omgåelser av konsolideringsregler, ved at gruppemedlemmer gis rettigheter til bestemte aksjeposter i selskapet."

Børsklagenemnden la i sak 1/2003 til grunn at man ved tolkningen av hva som anses som "forpliktende samarbeid" var henvist til å ta utgangspunkt i formålet med bestemmelsen om konsolidering av nærstående, "nemlig å regulere situasjoner der flere rettssubjekter har kontroll i et selskap på en slik måte at de reelt må anses å opptre som en enkelt eier". Nemnden la også på bakgrunn av forarbeidene til grunn at det med "stilletiende avtale" ikke kreves at avtalen har et rettslig innhold. I mangel av uttrykt avtale er det tilstrekkelig med så sterke bindinger og omstendigheter at det må likestilles med en stilletiende avtale. Med hensyn til innholdet av samarbeidet heter det som følger i saken:

"Klager har anført at et samarbeid om Alcoas kontrollskifte ikke er tilstrekkelig til å konsolidere fordi det ikke gjelder opptreden om bruk av aksjonærinntilflytelse. Børsklagenemnden legger til grunn at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5 etter forholdene også omfatter det å gjøre bruk av rettigheter knyttet til kjøp og salg av aksjene i et selskap. I NOU 1996:2 s. 114 er det lagt til grunn at "samarbeid kun med sikte på selve ervervet ikke bør kunne medføre konsolidering". I den foreliggende sak foreligger imidlertid etter det nemnden kan se et mer langsiktig samarbeid med sikte på å forhindre at Alcoa får kontroll i Elkem. Også utøvelse av denne type negativ kontroll må anses å falle inn under lovens krav om samarbeid om bruk av rettigheter som eier. At selskapene har utøvet et slikt samarbeid fremgår etter nemndens vurdering av protokollene fra styremøtene i Nordstjernen og Orkla henholdsvis 12. og 13. februar 2002. Fullmaktene til kjøp av aksjer i Elkem er tilnærmet likelydende, fremmer samme

formål og involverer de samme personer. De må også ses i lys av de samarbeidsordninger som er etablert. Børsklagenemnden finner på denne bakgrunn at det er sannsynlighetsovervekt for at det foreligger et forpliktende samarbeide som tilfredsstillende lovens krav. "

Børsklagenemnden uttaler at det i den aktuelle saken forelå et "langvarig samarbeid" med sikte på å forhindre at en tredjepart fikk kontroll i målselskapet. Av NOU 1996:2 pkt. 9.3.7 og børsklagenemndens saker 6 og 7/2006 følger det at også mer kortvarige former for samarbeid om utøvelse av såkalt "negativ kontroll", vil kunne foranledige konsolidering, jf. nedenfor.

I sakene 6 og 7/2006 vurderte børsklagenemnden bruk av visse finansielle derivater (total return swap-avtaler) i forhold til vphl. § 4-5. I begge sakene var det inngått avtaler som innebar at en avtalepart (kjøper av risikoen) ervervet den finansielle eksponeringen (positiv og negativ kursutvikling og eventuelt utbytte) i en underliggende aksje fra en annen avtalepart (selger av risikoen) mot en rentebetaling. Avtalene var inngått for en gitt periode og et gitt antall aksjer, med en inngåelses- og innløsningskurs. I sakene konkludert nemnden med at en i utgangspunktet ren finansiell eksponering, også kan foranledige konsolidering, dersom partene til derivatkontrakten er innforstått med virkningen av avtalen. Bakgrunnen for nemndens konklusjon var at selgeren av risikoen regelmessig vil erverve sikringsaksjer for å "hedge" sin eksponering. Sikringsaksjene vil for praktiske formål være "parkert" i avtaletiden, noe som medfører at kjøper av risikoen relative andel i målselskapet (selskapet det erverves sikringsaksjer i) øker. I begge sakene ble derivatkontraktene inngått på et tidspunkt der hovedaksjonærens dominans var utfordret eller var i ferd med å bli utfordret av en tredjepart.

Børsklagenemndens vedtak i sak 6/2006 Eastern Drilling er bestridt i ugylldighetssøksmål fra Seadrill i søksmål for Oslo tingrett. Saken er ikke berammet.

Oppsummert vil derved følgende momenter være sentrale i forbindelse med spørsmålet om konsolidering etter vphl. §§ 4-5 og 1-4 nr. 5:

- Det må foreligge en gjensidig forståelse mellom partene
- Forståelsen må vedrøre bruk av aksjonærrettigheter, herunder å forhindre at en tredjepart får kontroll over målselskapet
- Den gjensidige forståelsen og opptreden skal i utgangspunktet være langsiktig, men også kortsiktig samarbeid vil kunne omfattes
- En i utgangspunktet ren finansiell eksponering vil på nærmere vilkår kunne foranledige konsolidering

Det må vurderes konkret om en kortvarig gjensidig forståelse, eller inngåelse av en finansiell derivatkontrakt, er tilstrekkelig for å anse to parter som nærstående. Det er børsen som avgjør om to eller flere parter skal ses som én i forhold til reglene om tilbudsplikt, jf. vphl. § 4-5 annet ledd.

5 Partenes anførsler

5.1 Schibsted

Schibsted har i brev av 22. februar, 6. mars, 16. mars og 18. april d.å. redegjort for sine vurderinger knyttet til spørsmålet om tilbudsplikt.

Det er i følge Schibsted ikke grunnlag for tilbudsplikt i Stavanger Aftenblad på bakgrunn av utstedelsen av salgsoptionene, jf. b. la. brev av 22. februar pkt. 4.

Den første opsjonsavtalen ble inngått for å sikre at aksjeeiere i Stavanger Aftenblad som hadde varslet at de ville stemme mot fusjonen, isteden stemte for fusjonen, jf. brev av 22. februar pkt. 2. Det var ikke sikkert at styrets forslag om fusjon ville oppnå et tilstrekkelig antall stemmer. På tidspunktet for generalforsamlingen var det ikke aktuelt for Schibsted å erverve aksjene.

Den første opsjonsavtalen utløste ikke tilbudsplikt, uavhengig av hvilke vilkår avtalen inneholdt. Schibsted hadde helt legitime grunner til å inngå opsjonsavtalen ettersom selskapet var i besittelse av Stavanger Aftenblads ikke-publiserte regnskaper. Dersom den første opsjonsavtalen hadde blitt utøvet, og styret hadde godkjent Schibsteds aksjeerwerb, ville Schibsteds erwerb ha utløst tilbudsplikt, jf. brev av 22. februar pkt. 4.

Kaupthing var Schibsteds finansielle rådgiver i forbindelse med etableringen av Media-Norge, jf. brev av 22. februar pkt. 3. I samme brev er det redegjort for hendelsesforløpet rundt generalforsamlingen den 15. februar, utstedelsen av den første salgsoptionen og Kaupthings erwerb av aksjeposten på ca. 19,5 %. Det vises til brevet.

Schibsted hadde ingen innflytelse på hvem Kaupthing solgte aksjene til den 16. februar, jf. brev av 22. februar pkt. 3.

Etter vedtektene til Stavanger Aftenblad skal selskapets styre godkjenne erwerb av aksjer. Slik godkjenning var på tidspunktet for generalforsamlingen ikke gitt for Kaupthings erwerb. Dette fører til at eierbeføyelsene til aksjene ikke var gått over til Kaupthing, som igjen betyr at det ikke inntraff noen tilbudsplikt den 15. februar, jf. samme brev. Tilbudsplikt ville tidligst ha inntruffet på tidspunktet for et slikt styresamtykke. Verdipapirhandelloven kapittel 4, særlig § 4-7, lovens forarbeider og børsens egen praksis støtter en slik konklusjon.

Heller ikke den andre opsjonsavtalen gir grunnlag for konsolidering eller tilbudsplikt, jf. brev av 6. mars pkt. 1 og 2. Bakgrunnen for at Schibsted tilbød Montrica en ny salgsoption, var at Schibsted antok at den første salgsoptionen ville kunne bli benyttet, jf. brev av 16. mars. Schibsted har ingen innflytelse på om Montrica velger å benytte seg av optionen. Alternativet til å tilby en ny option var for Schibsted å ta risikoen på at Montrica utøvet den første optionen. Dette ville i tilfelle ha utløst tilbudsplikt for Schibsted, med muligheten for et nedslag. Det fremsto som lite trolig at Schibsted ville oppnå kontroll med et eventuelt pliktig tilbud, gitt b. la. vedtektsbestemmelsen om stemmegivning. Et nedslag ville neppe kunne gjennomføres til en god pris. En optionspremie for den andre optionen ville medført en høyere utøvelseskurs. Det vises til brev av 16. mars.

Det er kun et langsiktig forpliktende samarbeid som kan foranledige konsolidering etter vphl. § 4-5, jf. brev av 22. februar pkt. 4. Det foreligger ingen bindinger mellom Schibsted og Montrica som gir grunnlag for en slik identifikasjon. Schibsted har ingen forståelse med Montrica om utøvelse av aksjonærrettigheter, jf. brev av 18. april.

Montrica står fritt til å opptre som aksjeeier i Stavanger Aftenblad. Det legges til grunn at Montrica vil opptre i tråd med egne interesser, uavhengig av hva Schibsted måtte mene. Det er ikke grunnlag for å anta at Schibsted er eier av aksjene dekket av den andre optionen, uavhengig av om utøvelseskurs er over markedskurs. Den andre optionen innebærer en nedside-beskyttelse for Montrica som Schibsted har funnet akseptabel. Det er Montrica alene som har den økonomiske oppsiden i aksjene, jf. brev av 6. mars pkt. 2.

Dersom den andre optionen benyttes vil ikke Schibsted beholde aksjene, ettersom Schibsted i følge fusjonsplanen ikke skal eie med enn 50,1 % av Media-Norge, jf. brev av 6. mars pkt. 2.

Det er ikke grunn til å anse den andre opsjonsavtalen som noen form for "parkering" av aksjeposten på ca. 19,5 %. Avtalen er ikke inngått med sikte på å få noen kontroll med

opsjonsaksjene eller den økonomiske interessen i disse, og har heller ikke slik virkning, jf. brev av 16. mars.

Vedtaket om fusjon som ble fattet den 15. februar er gjennomført, og påvirkes ikke av den andre opsjonsavtalen, jf. brev av 18. april.

5.2 Montrica

Montrica har i brev av 13. mars og medio april d.å. redegjort for sine vurderinger knyttet til spørsmålet om tilbudsplikt.

Montrica ble først kontaktet om aksjeposten på kvelden den 15. februar, det vil si etter at generalforsamlingen, aksjeoverdragelsen fra Pareto og den første opsjonsutstedelsen var gjennomført, jf. brev av 13. mars. Montrica hadde ingen kontakt med Schibsted i forbindelse med den første opsjonsavtalen.

Montrica (fondet) er et egenkapitalfond, som hovedsakelig investerer i aksjer. Stavanger Aftenblad hadde vært vurdert som en potensiell investering lenge før Montrica ble kontaktet av Kaupthing den 15. februar, jf. brev av medio april pkt. 1.2. Kaupthing og Montrica har tidligere diskutert en mulig investering i Stavanger Aftenblad. Aksjens lave likviditet ble vurdert som et risikoelement i denne forbindelse. Kombinasjonen av et erverv og en salgsopsjon, var derfor attraktiv for Montrica, jf. samme brev.

Montricas begrunnelsen for avtalene er rent kommersiell. Montrica står fritt til å stemme for aksjene og avhende disse til andre. Den fulle økonomiske oppsiden knyttet til aksjene ligger hos Montrica. Opsjonsavtalen med Schibsted gir Montrica en hensiktsmessig nedsidebeskyttelse.

I følge Montrica vil etableringen av Media-Norge kunne gi en betydelig verdistigning for aksjonærene. Verdien på den andre opsjonen må derved sies å være markedsmessig. Montrica vurderer at det er en høyst reell mulighet for at aksjene vil ha en høyere markedsverdi per opsjonens utøvelsetidspunkt enn utøvelseskursen etter opsjonen.

Det er ikke grunnlag for å konsolidere Montrica og Schibsted etter verdipapirhandelloven kapittel 4. Montrica har ikke opptrådt etter noen gjensidig forståelse med Schibsted. Det foreligger ikke forpliktende samarbeid mellom partene med hensyn til bruk av aksjonærrettigheter.

Aksjene er ikke "parkert" i den hensikt å gjennomføre den kontroversielle fusjonsbeslutningen. Denne var allerede gjennomført da Kaupthing ervervet aksjeposten.

Avtalen mellom Montrica og Schibsted medfører ikke at en tredjeparts bud på Stavanger Aftenblad blir vanskeliggjort eller hindret. Så vidt vites eksisterer ingen slik tredjepart. Også dette underbygger at aksjeposten ikke kan anses som "parkert". Det vises til brevet av medio april.

6 Børsens vurderinger

6.1 Kaupthings erverv av aksjer før generalforsamlingen

Kaupthing har vært en av Schibsteds finansielle rådgivere i forbindelse med etableringen av Media-Norge. Samme dag som generalforsamlingen i Stavanger Aftenblad ervervet Kaupthing 17 600 aksjer i Stavanger Aftenblad på egen konto. Hensikten med disse ervervene var å øke muligheten for å få vedtatt forslaget om fusjon. Etter det børsen vet ble det stemt for fusjonen for ca. halvparten av disse aksjene.

Både Montrica og Kaupthing har redegjort for at endelig avtale om erverv av posten på ca. 19,5 % først kom i stand den 16. februar, dvs. dagen etter generalforsamlingen i

Stavanger Aftenblad. Det synes derved klart at aksjene Kaupthing ervervet av Pareto rett forut for generalforsamlingen, ble ervervet på Kaupthings regning og risiko (Kaupthing hadde en salgsoptaksjon mot Schibsted). En forutsetning for overdragelse av aksjeposten til Kaupthing, var at selgerne skulle stemme for fusjonen på generalforsamlingen. Dette vilkåret ble speilet i salgsoptaksjonen Schibsted utstedte til Kaupthing.

Etter vphl. §§ 4-5 første ledd og 1-4 nr. 5, er to parter å anse som nærstående dersom de har et forpliktende samarbeid når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument. Det kan reises spørsmål om Schibsted og Kaupthing hadde en slik gjensidig forståelse all den tid Kaupthing ervervet aksjeposten på ca. 19,5 % på egen bok, og samtidig avtalte med selgerne at disse skulle stemme for etableringen av Media-Norge i tråd med Schibsteds ønsker og forutsetninger. Som nevnt ble det også stemt for fusjonen for aksjer eid av Kaupthing selv.

Vedtaket om fusjon mellom Stavanger Aftenblad og Nye SA AS var kontroversielt blant aksjonærene. I tillegg ble vedtaket vanskeliggjort av Stavanger Aftenblads vedtekter. Selv om aksjen til Stavanger Aftenblad har vært lite likvid, og prisingen således må anses som noe usikker, må det legges til grunn at Kaupthing og Schibsted betalte en premie til de selgende aksjonærene for kontrollutøvelsen, dvs. vedtaket om fusjon. Vederlaget pr. aksje var kr. 231,50 og markedskurs var på tidspunktet kr. 200. De øvrige aksjonærene i Stavanger Aftenblad har ikke fått del av denne kontrollpremien.

Forarbeidene til vphl. § 4-5 slår fast at et samarbeid om erverv av aksjer, ikke utløser tilbudsplikt. Det må her være klart at Schibsted og Kaupthings gjensidige forståelse omfattet noe mer enn selve aksjeerhvervet ettersom det var forutsatt og ble avtalt at selgerne skulle stemme for styrets forslag om fusjon.

Det er lagt til grunn at tilbudsplikt først utløses når stemmerettighetene til aksjer er overført til en erverver, jf. vphl. § 4-7 som særskilt regulerer tiden et målselskaps styre kan benytte til å vurdere en erverver. Etter vedtektene til Stavanger Aftenblad skal styret godkjenne nye aksjonærer i selskapet. Så vidt Oslo Børs kan se medførte ikke bestemmelsen at selgerne ble forhindret i å stemme for fusjonen. Det synes derved riktig at § 5 i vedtektene til Stavanger Aftenblad ikke stengte for Kaupthings erverv av stemmerettighetene til aksjene eller partenes kontrollutøvelse.

Det kan anføres at et eventuelt forpliktende samarbeid mellom Schibsted og Kaupthing var av såpass kortvarige karakter, og intraff på bakgrunn av såpass spesielle omstendigheter, at noen identifikasjon mellom de to må være uaktuelt. Et forpliktende samarbeid skal i utgangspunktet være av langvarig karakter for å foranledige konsolidering etter vphl. §§ 4-5 første ledd og 1-4 nr. 5. Det følger imidlertid av forarbeidene til bestemmelsene og praksis at også mer kortvarige former for samarbeid kan gi grunn for å se to eller flere parter som én, jf. f. eks børsklagenemndas sak 7/2006 Eastern Drilling pkt. 8.2.

Kaupthing har vært Schibsteds finansielle rådgiver og megler ved etableringen av Media-Norge. Kaupthing ervervet i tillegg aksjer i Stavanger Aftenblad (17 600 aksjer og aksjeposten på 19,5 %). Det var Kaupthing som inngikk avtalen med selgerne av aksjeposten om stemmegivning. Det kan ikke tillegges avgjørende vekt at verken Kaupthing eller Schibsted hadde til hensikt å erverve aksjeposten. Utstedelsen av optaksjonen viser tydelig Schibsteds interesse i å få gjennomført fusjonen. Oslo Børs legger til grunn at forståelsen mellom Schibsted og Kaupthing var av tilstrekkelig langvarig karakter.

Det kan reises spørsmål om selgerne av aksjene skal identifiseres med Kaupthing og Schibsted. I forhold til børsens vurdering av om det forligger tilbudsplikt har dette ikke betydning. Spørsmålet er således ikke vurdert nærmere her.

Oslo Børs' konklusjonen blir etter dette at Schibsted og Kaupthing var å anse som én på tidspunktet for generalforsamlingen, jf. vphl. § 4-5 første ledd, jf. § 1-4 nr. 5. Kaupthing, var derved pliktig å fremsette et tilbud på samtlige aksjer i Stavanger Aftenblad, eventuelt å selge seg ned under tilbudspliktsgrensen, jf. vphl. § 4-1 første ledd i.f. Et pliktig tilbud kunne vært fremsatt av Schibsted, Kaupthings nærstående. Etter børsens syn inntraff tilbudsplikten til tross for at styret i Stavanger Aftenblad ikke hadde samtykket til Kaupthings erverv. Bakgrunnen for dette er at det etter avtale ble stemt for aksjene og betalt en kontrollpremie. Selskapsrettslige konsekvenser av konsolideringen har ikke betydning for spørsmålet om tilbudsplikt og er ikke vurdert nærmere her.

Aksjeposten på ca. 19,5 % er senere overdratt fra Kaupthing til Montrica, som på nærmere vilkår er gitt rett til å selge aksjene til Schibsted. Etter det Oslo Børs er kjent med er det ikke grunnlag for konsolidering av Kaupthing og Montrica. Tilbudsplikt for Kaupthing er som følger ikke lenger aktuelt. Spørsmålet i saken blir med dette om Schibsted skal identifiseres med Montrica som nå besitter aksjene. I realiteten er dette et spørsmål om det er gjennomført et nedsalg i tråd med vphl. § 4-1 første ledd i.f.

6.2 Schibsteds utstedelse av salgsopsjoner og Montricas erverv av aksjer

Schibsted var i besittelse av Stavanger Aftenblads ikke-publiserte regnskaper da den første salgsopsjonen mot Kaupthing ble utstedt. Vilkåret om stemmegivning ble inntatt for å sikre at aksjonærer som var antatt å være negative til fusjonen, stemte i tråd med Schibsteds ønsker. Det legges til grunn at hensikten med den første salgsopsjonen var å sikre vedtaket om fusjon uten å erverve aksjer eller utløse tilbudsplikt.

Det er i fusjonsplanen for Media-Norge forutsatt at Schibsted skal eie 50,1 % av Media Norge ASA. Etter fusjonene av underliggende selskaper, er det antatt at Schibsteds eierandel vil være ca. 68 %. Schibsteds eierandel skal reduseres ved salg av aksjer.

De 1 432 909 aksjene som Kaupthing ervervet rett forut for generalforsamlingen ble overdratt til Montrica (fondet) den 16. februar. Det legges til grunn at Schibsted ikke hadde noen innflytelse på overdragelsen. Opsjonen på salg av aksjer til Schibsted som opprinnelig lå hos Kaupthing, ble i realiteten overført sammen med aksjene til Montrica. Den ble samtidig utvidet til å omfatte samtlige av Montricas Stavanger Aftenblad-aksjer, det vil si 1 446 209 aksjer.

Den andre opsjonen ble i følge Schibsted utstedt for å sikre at Montrica ikke utøvde den første opsjonen. En slik utøvelse ville bety at Schibsted måtte by på de øvrige aksjene i Stavanger Aftenblad eller selge seg ned under tilbudspliktsgrensen.

Montrica har overfor børsen redegjort for at en investering i Stavanger Aftenblad har vært vurdert i lengre tid. Montrica hadde høsten 2006 utarbeidet egne analyser av selskapet, kjøpt aksjer i markedet og gitt meglere beskjed om sin kjøpsinteresse. På bakgrunn av aksjens lave likviditet var imidlertid en investering i Stavanger Aftenblad ansett å inneha en betydelig risiko. Montrica har videre redegjort for at de vurderte vederlaget på kr. 231,50 per aksje som markedsmessig, gitt verdistigningspotensialet og muligheten for økt likviditet ved etableringen av Media-Norge. Det vises til Montricas redegjørelse.

Da Montrica ervervet aksjeposten og fikk salgsopsjonen på Kaupthing, var beslutningen om fusjon fattet av generalforsamlingen til Stavanger Aftenblad. Montrica har ikke hatt noen innvirkning på vedtaket, og opsjonsavtalene er heller ikke egnet til å påvirke fusjonsbeslutningen. Etter alminnelige regler kan aksjonærer som bestrider vedtaket anlegge søksmål mot dette, jf. allmennaksjeloven § 13-20 flg.

Oslo Børs har ikke opplysninger som tilsier at det foreligger noe forretningsmessig forhold mellom Schibsted og Montrica utover partenes opsjonsavtale. Montrica står fritt

til å disponere over aksjene i salgsopsjonens løpetid. Det betyr at Montrica kan stemme for, behefte og avhende aksjene. Gitt dagens markedskurs på Stavanger Aftenblad-aksjen, og aksjens historiske utvikling, er det usikkert om markedskursen vil overstige kr. 250 på eller omkring den 1. mai 2008, eventuelt kr. 278 ett år senere. Både Schibsted og Montrica synes imidlertid å vurdere utøvelseskursen som markedsmessig, gitt verdistigningspotensialet ved etableringen av Media-Norge. Dette synes dokumentert i de analyser som var utarbeidet før transaksjonene.

Det fremstår som sannsynlig at Schibsteds hensikt med utstedelsen av den andre salgsopsjonen, var å sikre at Montrica ikke benyttet seg av den første opsjonen. Montrica har overfor børsen redegjort for at dette var en reell mulighet. Det kan spørres om Schibsted ved dette har "parkert" aksjeposten på ca. 19,5 % hos en tredjepart, Montrica, under gjennomføringen av en kontroversiell selskapsbeslutning.

Det ble ikke betalt noen opsjonspremie for verken den første eller den andre opsjonen. Normalt vil en avtalepart som gir motparten en rett til å selge, betinge seg et vederlag. Schibsted krevde ikke slik premie ettersom dette i følge selskapet ville medføre en høyere utøvelseskurs. Oslo Børs legger dette til grunn.

Vphl. §§ 4-5 først ledd og 1-4 nr. 5 krever at to parter som skal konsolideres, utviser en gjensidig forståelse om bruk av aksjonærrettigheter. Selv om Schibsteds hensikt med opsjonsutstedelsene kan synes klar nok, fremstår det ikke som at Montrica har hatt de samme beveggrunnene. Det legges det til grunn at Montricas hensikt med investeringen i Stavanger Aftenblad var tro på fremtidig avkastning.

Det er ikke et vilkår for konsolidering at partene hadde til hensikt å oppnå en virkning. Etter omstendighetene kan det være tilstrekkelig at partene måtte forstå virkningen av deres disposisjoner. For eksempel har børsklagenemnden i sakene 6 og 7/2006 lagt til grunn at virkningen av partenes disposisjoner, og deres forståelse av dette, var avgjørende. I sistnevnte sak ble f. eks den britiske banken ICICI Bank UK Limited ilagt tilbudsplikt selv om det synes klart nok at banken hadde begrenset befatning med kontrollutøvelsen og trolig ingen egeninteresse i "parkeringen" utover et ønske om avkastning.

Det antas at Montrica har vurdert ervervet av aksjeposten, herunder utstedelsen av opsjonene. Et viktig poeng i denne sammenheng, som påpekt av Montrica og Schibsted, er at opsjonsutstedelsen ikke er egnet til å påvirke gjennomføringen av fusjonsvedtaket all den tid dette var en realitet ved Montricas erverv den 16. februar. Montrica har redegjort for at de i lengre tid vurderte å foreta en større investering i Stavanger Aftenblad, samt at de anser utøvelseskursene som markedsmessige. Opsjonene på salg av aksjene kan derved anses som en sikkerhet knyttet til investeringen i en lite likvid aksje. Prisen må blant annet forstås med bakgrunn i opsjonen og at det ellers ikke var mulig å kjøpe store poster i Stavanger Aftenblad uten å påvirke markedsprisen vesentlig.

Oslo Børs har etter dette kommet til at Montrica og Schibsted ikke har en gjensidig forståelse om bruk av aksjonærrettigheter i Stavanger Aftenblad. Overdragelsen av aksjer til Montrica utgjør derved et nedsalg i samsvar med vphl. § 4-1 første ledd i.f.

7 Konklusjon

Oslo Børs' konklusjon er at Schibsted og Montrica ikke skal konsolideres etter vphl. § 4-5 første ledd, jf. § 1-4 nr. 5. Tilbudsplikten i Stavanger Aftenblad som ble utløst av Schibsted og Kaupthing er derved avviklet.

6.2.7 Pliktig tilbud – Seadrill/Eastern Drilling – tilbudspris (brev av 08.01.2007)

Det vises til Deres brev av 5. og 8. januar d.å. der det er redegjort for hva De anser som rett tilbudspris i forbindelse med pliktig tilbud fra Seadrill Limited (Seadrill) på utestående aksjer i Eastern Drilling ASA (Eastern Drilling).

1 Godkjennelsesprosessen

I det følgende er det redegjort for Oslo Børs' vurderinger av spørsmålet om tilbudspris og rentekompensasjon. Vi forstår Deres brev som en forespørsel som ledd i forberedelsen av et pliktig tilbud, og ikke som en endelig anmodning om godkjenning av pliktig tilbud basert på den pris som der er angitt. Vår tilbakemelding er således ikke et vedtak som kan påklages. Først når De fremmer tilbudet for endelig godkjenning etter verdipapirhandelloven (vphl.) § 4-13 vil børsen kunne treffe vedtak om godkjenning, eventuelt ikke-godkjenning av tilbudet. Foreleggelse av selve tilbudsdokumentet vil eventuelt kunne avvendes. Et vedtak fra børsen om tilbudspris vil kunne påklages til børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kapittel 26.

Børsen vil i sin behandling av saken måtte legge til grunn børsklagenemndens vedtak også for det spørsmål hvor dette avviker fra børsens egen oppfatning. Vi finner grunn til å presisere at børsens godkjenning etter vphl. § 4-14 bare kan finne sted dersom tilbudsprisen oppfyller kravet i vphl. § 4-10 fjerde ledd. Lovens system er derved ikke at det "etableres [en] felles forståelse mellom Seadrill og Oslo Børs om tilbudsprisens størrelse", jf. Deres brev.

Børsklagenemndens vedtak (Vedtaket) forelå 12. desember 2006. Vi har i en melding på våre nettsider 14. desember 2006 redegjort for prosessen etter børsklagenemndens avgjørelse.¹³ Vi mottok ingen kommentarer fra Seadrill da meldingen ble forelagt selskapet før offentliggjøring. Vi påpekte i vår e-post 20. desember 2006 til advokat Lind at selv om børsen vil behandle tilbudet og tilbudsdokumentet så raskt som mulig innen hva som anses som forsvarlig saksbehandling, bærer Seadrill risikoen for eventuelle ulemper som måtte følge av at fristen oversittes. Når fristen for å fremsette tilbud utløper 9. januar 2006 vil børsen av hensyn til markedet måtte offentliggjøre en melding om status for godkjennelsesprosessen. Børsens eventuelle bruk av løpende mulkt vil avhenge av forventet fremdrift fra Deres side. Utkast til melding vil bli forelagt Dem for eventuelle kommentarer før offentliggjøring. Eventuell bruk av løpende mulkt vil bli forhåndsvarslet særskilt.

Vi har også mottatt innspill vedrørende tilbudsprisspørsmålet fra klagere over børsens vedtak om tilbudsplikt; DLA Piper Norway på vegne av Cheney m fl. i brev 21. desember 2006 og fra Wikborg, Rein & Co på vegne av Eastern Drilling m fl. 5. januar 2007. Innspillene er basert på de problemstillinger som har fremkommet i prosessen så langt, nevnt i børsens melding av 14. desember 2006, og oversendt Seadrill den 8. januar.

2 Anførsler i Seadrills brev av 5. januar

Seadrill er i følge brevet uenig i faktum og lovanvendelsen i Vedtaket. Seadrill har til hensikt å prøve Vedtaket for domstolene, men vil uten å akseptere Vedtaket, søke å avbøte en uheldig situasjon for Eastern Drilling og dets eiere ved å fremsette et pliktig tilbud. En forutsetning er likevel at Seadrill og Oslo Børs kan bli enige om hva som er rett tilbudspris.

I følge Seadrill er det første erverv etter konsolideringen av Seadrill og Carnegie den 6. april 2006 som utløse tilbudsplikt. Carnegie har senere solgt sine Eastern Drilling-aksjer

¹³ Se www.oslobors.no/ob/kommentarer

til Seadrill, og det legges til grunn at tilbudsplikt for Carnegie ikke er aktuelt. Videre fremgår det:

"Den paradoksale konsekvens av dette blir da at Carnegie, som var den aktivt handlende part i "gruppen"... ikke rammes av noen konsekvens... Seadrill, som ikke har tatt noe initiativ til erverv av aksjer i Eastern før selskapet i god tro kjøpte seg over 40%-grensen 5 måneder senere, pålegges imidlertid å gjennomføre et nytt pliktig tilbud..."

Av brevet følger at den høyeste kurs betalt av Carnegie for Eastern Drilling-aksjen i den aktuelle perioden er kr. 135. Seadrill på sin side har ikke betalt mer enn kr. 92 pr. aksje. Seadrill hadde umiddelbart solgt seg ned dersom en konsolidering og tilhørende usikkerhet om tilbudspris var et mulig utfall.

Seadrill fremhever i brevet at spørsmålet om flagging og melding av aksjehandlene er uavklart og omtvistet. Dersom Seadrill på tidspunktet for TRS-avtalene var kjent med børsens syn, ville Seadrill solgt seg ned under tilbudspliktsgrensen.

Den 7. juni 2006 gjennomførte Eastern Drilling en emisjon der Seadrill opprettholdt sin eierandel på 39,75 %. Aksjeinnskuddet i emisjonen var kr. 90 pr. aksje.

Med hensyn til tilbudspris synes Seadrill å legge til grunn at kr. 135 pr. aksje er utgangspunktet, likevel slik at det må ses hen til emisjonen i juni der Seadrill betalte kr. 90 pr. aksje. I brevet heter det:

"Etter Seadrills syn må den nye tilbudsprisen hensynta kapitalutvidelsen som Eastern gjennomførte i juni 2006 (i praksis ble denne gjennomført i to steg...). Etter Seadrills oppfatning gir den ingen mening – verken etter hensynene bak tilbudspliktsreglene eller etter sunn fornuft – å pålegge selskapet å gi et pliktig tilbud om å erverve aksjer i Eastern tegnet til NOK 90,- for NOK 135,-"

Seadrill viser til at kursen på Eastern Drilling som utgangspunkt ikke har ligget over NOK 90 pr. aksje i perioden fra kapitalutvidelsen til utløsning av Seadrills tilbudsplikt.

I følge Seadrill adresserer ikke verdipapirhandelloven spørsmålet om det skal tas hensyn til en kapitalutvidelse (på slike premisser) ved fastsetting av tilbudspris. Det er vist til vphl. § 4-17 som illustrasjon på lovgivers oppmerksomhet på urimelige utslag en kapitalutvidelse kan gi i tilbudspliktsituasjoner.

Seadrill oppsummerer sitt syn på hva som er rett tilbudspris slik:

"Etter Seadrills oppfatning vil den naturlige tilnærmingen til- og konsekvens av dette, være at det samlede verditap på NOK 45,- per aksje som kapitalutvidelsen representerer i forhold til et utgangspunkt for tilbudsprisen (NOK 135-NOK 90), skal fordeles på alle de utestående aksjene i Eastern."

Dette gir i følge Seadrill en tilbudspris pr. aksje som er kr. 177,14. Prisen er regnet ut slik:

"Samlet verditap, 13.333.333 x NOK 45 = NOK 600 millioner, som må fordeles på 33.594.003 utestående aksjer = NOK 17,86 pr. aksje som må komme i fratrekk. Justert tilbudspris med utgangspunkt i NOK 135 blir etter dette NOK 117,14 per aksje."

Det er i brevet anført at loven ikke hjemler ilegging av forsinkelsesrente eller annen justering, noe som heller ikke har vært gjort i praksis.

Seadrill har i brev av 8. januar utdypet sine anførsler i brevet av 5. januar. Etter det børsen kan se er den vesentligste presiseringen fra Seadrills side at vphl. § 4-5 første ledd ikke regulerer tilbudspris der tilbudsplikt konstateres for en konsolidert gruppe:

"Etter vår oppfatning sier Vphl. § 4-5, jfr. § 4-1, noe om når konsolidering kan finne sted og tilbudsplikt utløses. Den sier imidlertid intet om tilbudspris. Pris-spørsmålet er behandlet i § 4-10 4. ledd. Det er intet grunnlag i verken lovtekst eller forarbeider for å sette likhetstegn mellom "tilbudsplikt" og "tilbudspris"."

3 Oslo Børs' vurderinger

3.1 Tilbudspris

3.1.1 Tidspunkt for tilbudsplikt

Tilbudsplikt utløses som hovedregel ved "erwerb" av aksjer, jf. vphl. § 4-1 første ledd. Det er klart at konsolidering i seg selv ikke utløser tilbudsplikt, jf. f. eks NOU 1996: 2 (Verdipapirhandel) side 117. Inngåelse av den første TRS-avtalen mellom Carnegie og Seadrill den 6. april 2006, utløste derved ikke tilbudsplikt. Oslo Børs legger i likhet med Seadrill til grunn at tilbudsplikten ble utløst ved første erwerb av Eastern Drilling-aksjen etter avtaleinngåelsen, jf. vphl. §§ 4-6 første ledd og 4-5. Det er klart at Carnegie foretok erwerb av Eastern Drilling-aksjer den 7. april 2006.

3.1.2 Hovedregelen om tilbudspris, herunder erwerb foretatt av konsoliderte parter

Vphl. § 4-10 fjerde ledd fastslår følgene om tilbudspris:

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

Etter sin ordlyd omhandler bestemmelsen kun "tilbyder", i dette tilfellet Seadrill. Det er gitt regler om konsolidering i blant annet vphl. § 4-5 første ledd:

"I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-4."

Etter Oslo Børs vurdering følger det direkte av bestemmelsen at erwerb foretatt av Seadrills nærstående, dvs. Carnegie, skal regnes som like med Seadrills erwerb, også i forhold til reglene om tilbudspris i vphl. § 4-10 fjerde ledd, jf. "reglene om tilbudsplikt" som rimeligvis må omfatte alle relevante bestemmelser i kapittel 4. Formålet med konsolideringsbestemmelsen taler i retning av en slik tolkning, noe også børsklagenemnden forutsetter i Vedtaket, jf. side 27. En motsatt forståelse vil etter børsens syn kunne føre til omgåelser av minoritetsvernet som reglene om tilbudspris etablerer.

Av beskrivelsen av gjeldende rett i NOU 2005: 17 (Om overtakelsestilbud) fremkommer det på side 41 at vphl. § 4-5 omfatter den pris som nærstående har betalt eller avtalt. Dette er også lagt til grunn i juridisk teori, jf. Bechman m fl. kommentarutgave til verdipapirhandelloven side 290.

Etter "The Takeover Code" og EUs direktiv om overtakelsestilbud (2004/25/EF) følger det klart at erwerb foretatt av nærstående skal legges til grunn ved beregning av tilbudspris, jf. pkt. 3.1.3 nedenfor vedr. "The Takeover Code" og art. 5 nr. 1 i direktivet.

Det må etter dette være klart at aksjer i Eastern Drilling ervervet av Carnegie i den aktuelle perioden skal regnes som like med Seadrills aksjer i forhold til spørsmålet om tilbudspris, jf. vphl. § 4-5 første ledd. Carnegie eide ved avtaleinngåelsen 600.000 Eastern Drilling-aksjer (ervervet den 6. april 2006). Høyeste kurs betalt for disse er i følge opplysninger innhentet av børsen kr. 135 pr. aksje. Carnegie har ikke foretatt (eller avtalt) egenhandler til kurs som overstiger dette i den aktuelle perioden, noe heller ikke Seadrill har gjort. Markedskursen på Eastern Drilling-aksjen er ikke høyere enn høyeste kurs betalt av Seadrill eller dets nærstående. Dette alternativet er således ikke aktuelt. Det har under prosessen ikke vært anført at Carnegie ASA skal ha tilbudsplikt. I tråd med vphl. § 4-10 fjerde ledd blir derved det klare utgangspunktet ved fastsetting av tilbudspris i saken kr. 135 pr. aksje. Spørsmålet er om det er grunn for å fravike dette utgangspunktet gitt hensynene bak tilbudspliktsreglene, samt sakens spesielle karakter.

3.1.3 Justering av tilbudsprisen

Etter vphl. § 4-10 fjerde ledd skal tilbudsprisen utgjøre det "høyeste vederlag" som er betalt eller avtalt i en periode på seks måneder før tilbudsplikten inntraff. Ordlyden i vphl. § 4-10 fjerde ledd hjemler ikke noen avvik fra nevnte kurs (kr. 135 pr. aksje). En eventuell justering i forhold til det som nominelt er betalt vil altså måtte bero på en tolkning av "vederlag".

Forarbeidene til verdipapirhandeloven omhandler justeringer i tilbudsprisen, jf. Ot. prp. nr. 29 (1996-97) side 79:

"Departementet slutter seg for øvrig til Oslo Børs' vurdering av at tilbudsprisen skal korrigeres for endringer i aksjekapitalen som f.eks. nedsettelse, fondsemisjon m.v., i samsvar med det som følger av gjeldende regler."

Børsens høring til forslaget i NOU 1996: 2 er gjengitt i Ot. prp. nr. 29 (1996-97):

"Oslo Børs legger til grunn at tilbudsprisen på samme måte som angitt i forarbeidene til dagens lov, korrigeres for endringer i kapitalen som utbytte, aksjesplitt, nedsettelse, fondsemisjon m.v. Korrigering skal i utgangspunktet ikke foretas for "andre endringer som er vanskelig å beregne selv om det kan påvirke kursen vesentlig som f.eks. emisjon selv om det skulle skje til kraftig over- eller underkurs."

Utdelinger til eierne av målselskapet etter at tilbudsplikten har inntruffet, vil normalt føre til en justering av tilbudsprisen. Videre må det være klart at en splitting av målselskapets aksjer fra f. eks. en til to, må føre til en halvering av tilbudsprisen. Begge disse endringene er forholdsvis enkle å beregne, og det vil være lite rimelig om en tilbyder skal måtte betale det samme for målselskapets aksjer etter endringene. Det er ikke like innlysende at det skal tas hensyn til en reklassifisering av målselskapets kapital i form av en fondsemisjon slik forarbeidene synes å indikere. Verdien pr. aksje vil normalt ikke påvirkes av at aksjekapitalen økes ved overføring fra overkursfond eller frie midler.

Når det gjelder aksjekapitaløkninger, synes forarbeidenes utgangspunkt klart nok; disse skal ikke hensyntas, blant annet fordi en justering vil være praktisk vanskelig å beregne. Oslo Børs ser at det kan reises spørsmål om en kapitalutvidelse foretatt til en rabatt (dvs. at tegningskurs er under markedskurs) skal medføre en justering av tilbudsprisen. Uansett kan justeringer som følge av kapitalforhøyelse ikke være aktuelt hvor denne ikke økonomisk sett utgjør en utbetaling til aksjonærene. Bare da vil aksjonærene kunne sies å ha fått deler av tilbudsprisen utbetalt fra selskapet. Eastern Drillings emisjon i juni på kr. 90 pr. aksje ble gjort etter en såkalt bookbuildingprosess. Det betyr at prisen ble fastlagt til det markedet var villig til å betale. Det ble ikke utstedt omsettelige tegningsretter til aksjonærene hvor en eventuell verdi kunne realiseres. Noen verdi fikk disse heller ikke all den tid markedskursen var lavere da de aksjonærene som ikke fikk tegne seg i første runde, fikk anledning til å tegne. Svært få av disse benyttet seg også

av sin tegningsrett. Noen utbetaling fra selskapet som gir grunn for justering av tilbudsprisen kan det således ikke sies å ha funnet sted.

Seadrill synes å anføre at det i nærværende sak ikke er betalt noen kontrollpremie ettersom selskapet og Carnegie var i "god tro" i forhold til spørsmålet om tilbudsplikt. Det bemerkes her at grunnlaget for konsolidering var et samarbeid der partene i det minste må ha vært klar over at et konkurrerende bud ble vanskeliggjort. Det kan således sies å være betalt en "premie" til noen aksjonærer for å hindre en annen budgiver i å erverve kontroll i Eastern Drilling. Etter børsens vurdering vil likebehandlingshensynet bak tilbudspliktsreglene nettopp være et argument for en tilbudspris på kr. 135. Det bemerkes også at høyeste innløsningskurs i TRS-avtalene var kr. 132,706. Seadrill har altså i realiteten betalt dette for aksjene gjennom kr. 92 som markedskurs i tillegg til kr. 40,706 pluss rente og omkostninger som vederlag under TRS-avtalen.

Det kan hevdes at det er lite rimelig at en tilbyder skal betale (vesentlig) mer for målselskapets aksjer enn det som er aksjens faktiske verdi på tilbudstidspunktet. Dette kan anføres generelt, og innvendingen er for så vidt ikke begrenset til tilfeller der målselskapet har forhøyet sin aksjekapital. Det må imidlertid være rimelig klart at utslagsgivende for verdipapirhandelens regler om tilbudspris er kurs betalt i det eller før tilbudsplikten inntraff, ikke senere kursendringer (jf. likevel vphl. § 4-10 femte ledd som ikke er relevant i saken).

I "The Takeover Code" i UK, finnes bestemmelser om tilbudspris under pliktige tilbud i regel 9.5 (vår understrekning):

"An offer made under Rule 9 must, in respect of each class of share capital involved, be in cash or be accompanied by a cash alternative at not less than the highest price paid by the offeror or any person acting in concert with it for any interest in shares of that class during the 12 months prior to the announcement of that offer."

I kommentarene til bestemmelsen heter det som følger om justeringer av tilbudsprisen:

"Circumstances which the Panel might take into account when considering an adjustment of the highest price include:—

- (a) the size and timing of the relevant acquisitions;*
- (b) the attitude of the board of the offeree company;*
- (c) whether interests in shares had been acquired at high prices from directors or other persons closely connected with the offeror or the offeree company;*
- (d) the number of shares in which interests have been acquired in the preceding 12 months;*
- (e) if an offer is required in order to enable a company in serious financial difficulty to be rescued;*
- (f) if an offer is required in the circumstances set out in Note 12 on Rule 9.1;*
and
- (g) if an offer is required in the circumstances set out in Rule 37.1.*

The price payable in the circumstances set out above will be the price that is fair and reasonable taking into account all the factors that are relevant to the circumstances.

In any case where the highest price is adjusted under Rule 9.5(c), the Panel will publish its decision."

Bestemmelsen er diskresjonær og synes ikke å omfatte emisjoner til kurs lavere enn den antatt riktige tilbudsprisen. Også etter "The Takeover Code" kan det foretas justeringer for utbytte, jf. kommentarer til regel 9.5 pkt. 4 som omhandler utbytte etter at tilbudet

er fremsatt. EUs direktiv om overtakelsestilbud (2004/25/EF) inneholder etter det børsen kan se ikke særskilte regler om justeringer av tilbudspris for kapitalutvidelser, jf. dets art. 5 nr. 4 og 5.

Som det fremgår er utgangspunktet etter så vel norsk som utenlandsk rett, at tilbudspris skal være lik det høyeste vederlaget betalt før eller i det tilbudsplikten inntraff. Etter børsens vurdering taler ikke hensynene bak tilbudspliktsreglene i retning av en justering i nærværende sak. Dette må gjelde også der tilbyder, som her, har vært i "god tro" i forhold til spørsmålet om tilbudsplikt. I tillegg er det grunn til å fremheve de praktiske vanskelighetene en justeringsadgang ville medføre. Det er i praksis ikke foretatt justeringer av tilbudspris for kapitalutvidelser, men spørsmålet har heller ikke vært satt på spissen.

Oslo Børs har etter dette kommet til at rett tilbudspris i nærværende sak er minst kr. 135 pr. Eastern Drilling-aksje.

3.2 Rentekompensasjon

Både Cheney m fl. og Eastern Drilling m fl. anfører at tilbudsprisen skal tillegges rente. Primært anføres at forsinkelsesrente skal løpe fra et tilbud gjennomført etter at det tilbudspliktige erverv ble gjennomført 6. / 7. april 2006, det vil si etter lovens frister 12 uker etter dette. Subsidiært anfører Eastern Drilling m fl. at tilbudsprisen skal tillegges forsinkelsesrente fra 31. oktober 2006 som var siste oppgjørsdag for Seadrills tilbud av 15. september 2006. Seadrill avviser at det er grunnlag for rentekompensasjon.

Etter forsinkelsesrenteloven § 2 kan det kreves rente når et krav ikke innfris ved forfall. Et pengekrav som følge av et pliktig tilbud oppstår først når et tilbud er fremmet og en aksjonær har solgt sine aksjer under tilbudet. Noe forfall etter forsinkelsesrenteloven foreligger åpenbart ikke for unnlatt tilbudsplikt som følge av ervervet i april 2006. Forsinkelsesrente som følge av forfall for oppgjør etter tilbudet i september 2006 som etter børsens opphevelse av godkjenningen ble trukket tilbake, ville eventuelt gjelde de aksjonærer som mot formodning ønsket å akseptere dette tilbudet på kr 92.

Også utenfor forsinkelsesrenteloven kan det være grunnlag for et krav om avsavnsrente. Cheney m fl. hevder at prinsippet i Rt. 2002 side 71 og tilbudsprisen etter verdipapirhandeloven § 4-10 fjerde ledd kun sier hva tilbudsprisen "minst" skal være, gir børsen hjemmel til å legge vekt på minoritetsaksjonærenes rentetap ved fastsettelse av tilbudsprisen.

Et pengekrav om avsavnsrente utenfor forsinkelsesrenteloven må bygge på en alminnelige erstatningsrettslig vurdering. Om unnlatt tilbud eller nedsalg etter aksjeervervene i april 2006 utgjør et ansvarsgrunnlag for erstatning, og om minoritetsaksjonærene i tilfelle ved det har lidt et økonomisk tap, vil eventuelt måtte vurderes konkret for hver enkelt aksjonær. Uansett ligger det utenfor børsens myndighet etter verdipapirhandeloven kapittel 4.

Børsen vil således ikke kreve at det hensyntas noe avsavnstap eller forsinkelsesrente ved fastsettelse av tilbudsprisen.

4 Konkusjon

Etter Oslo Børs' vurdering er rett tilbudspris i saken er minst kr. 135 pr. Eastern Drilling-aksje. Det skal ikke hensyntas noe avsavnstap eller forsinkelsesrente ved fastsetting av tilbudsprisen.

Vi avventer med dette et tilbud som oppfyller kravet i verdipapirhandeloven. Vi ber om Deres snarlige tilbakemelding om når dette kan ventes. Ta gjerne kontakt dersom det er spørsmål eller kommentarer.

6.2.8 Spørsmål om tilbudspris – indirekte erverv (e-post av 01.10.2007)

Vi viser til ditt brev fredag der spørsmålet i korthet er følgende:

Dersom et indirekte erverv av aksjer i et børsnotert selskap ikke utløser tilbudsplikt etter vphl § 4-1 annet ledd nr 1 fordi aksjene i det børsnoterte selskap ikke er den vesentligste virksomhet for det mellomliggende selskap, er dette et erverv som skal få betydning for fastsettelse av tilbudsprisen i et senere pliktig tilbud. Dere besvarer dette benektende både ut fra at § 4-10 fjerde ledd som utgangspunkt gjelder direkte erverv av de aktuelle børsnoterte aksjene og ut fra formålet; prisen på de mellomliggende aksjene er ikke fastsatt ut fra andre elementer enn de børsnoterte aksjene. Dere reiser likevel spørsmål om en slik transaksjon kan tillegges betydning dersom den underliggende prising av de noterte aksjene er objektiv konstaterbar, men mener så ikke er tilfelle i herværende tilfelle.

I dette tilfellet utgjorde de børsnoterte aksjene under 15 % av verdiene i det mellomliggende selskapet. Fordi markedskursen på de børsnoterte aksjene er falt vil et tilbud kunne bli lavere enn da de mellomliggende aksjene ble ervervet.

Vi har ingen vesentlige bemerkninger til deres vurderinger, herunder at konklusjonen ikke er åpenbar. Dersom børsnoterte aksjer er pakket sammen med andre eiendeler slik at det er en konstaterbar verdsettelse som f.eks inkluderer en kontrollpremie, kan det likevel være grunnlag for å si at dette er et "erverv" som skal medtas ved fastsettelsen av tilbudsprisen etter § 4-10 fjerde ledd.

Av deres beskrivelse ser det ut som det ikke er noen konstaterbar underliggende prising av de børsnoterte aksjene som kan legges til grunn. Vi tar imidlertid forbehold om at dette alene bygger på deres vurdering og at konklusjonen kan bli en annen dersom en ytterligere belysning av faktum skulle gi en annen vurdering. Vi understreker også at børsens eventuelle vedtak i en sak kan påklages til børsklagenemnden som kan overprøve alle sider av et vedtak.

Det er bedt om en rask tilbakemelding. Vi har tillatt oss å besvare brevet i form av epost. Si fra dersom dere skulle ønske svaret formalisert i et brev.

6.2.9 Solstad Offshore ASA – spørsmål om tilbudsplikt ved intern omorganisering (brev av 19.09.2007)

Det vises til kontakt vedrørende ovennevnte, sist brev 13. september 2007.

Oslo Børs er forelagt spørsmålet om gjennomføring av enkelte overføringer av aksjer i Solstad Offshore ASA ("SOFF") mellom selskaper kontrollert av Solstad-familien som ledd i forenkling av selskaps- og eierstrukturen vil utløse tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven kapittel 4.

Vurderingene er gjort i forhold til gjeldende regelverk. Problemstillinger som måtte oppstå dersom de aktuelle overføringer gjøres etter ikrafttredelsen av reviderte tilbudspliktregler i ny verdipapirhandellov 1. januar 2008 er ikke vurdert.

Med hensyn til de faktiske omstendigheter vises til Deres brev.

Den første gruppen av transaksjoner som vurderes gjennomført er en overføring av samtlige SOFF-aksjer eiet av Solstad Trading AS (18 %) og dets heleide datterselskaper Solstad Invest AS (18,8 %), Solhav Invest IV AS (1,22 %) og Solhav Invest III AS (3,71 %) til det nystiftede Solstad Holding AS.

Solstad Holding AS er også et heleiet datterselskap av Solstad Trading AS.

Verdipapirhandelloven § 4-2 annet ledd lyder:

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

De planlagte overføringer vil innebære at Solstad Holding AS alene får en eierandel i SOFF på over 40 prosent, og således etter ordlyden ikke er omfattet av unntaket. Oslo Børs har imidlertid antatt at tilbudsplikt som utgangspunkt ikke utløses ved overføring av en eierandel på over 40 % fra en aksjonær til vedkommendes heleide datterselskap. Børsen har videre antatt at overføring av børsnoterte aksjer fra et heleiet datterselskap til et annet heleiet datterselskap etter en konkret vurdering ikke utløser tilbudsplikt, jf. Vedtak og uttalelser 2005 s. 83-84 med videre henvisninger. Forutsetningen er at overføringen ikke skjer som et ledd i et arrangement med sikte på å omgå tilbudsplikten.

På denne bakgrunn antar Oslo Børs at det ikke vil utløses tilbudsplikt ved overføringer som beskrevet.

Den andre gruppen av transaksjoner som vurderes gjennomført er overføring av SOFF-aksjer til Solstad Holding AS fra andre aksjeselskaper kontrollert av de øvrige familiemedlemmer.

Solstad Holding AS' morselskap Solstad Trading AS er eiet 60 % av Johannes Solstad med familie, og 40 % av Per Gunnar Solstad med familie. De to er brødre, og deres barn er ikke mindreårige. Det er opplyst at det ikke foreligger noe forpliktende samarbeid mellom familiene når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonærer i SOFF. De aktuelle overføringer til Solstad Holding AS synes således gjennomgående ikke å ville skje fra nærstående i verdipapirhandellovens § 4-5s forstand.

Det er imidlertid opplyst at Solstad Trading AS og dets heleide datterselskap Solstad Invest AS på tidspunkt for børsnotering av SOFF eide 52,05 % av aksjene i selskapet. Etter utvanning har eierandelen blitt redusert til 41,73 %, men gruppen har i hele perioden eiet over 40 %.

På denne bakgrunn utløses det ikke tilbudsplikt ved videre erverv fra denne gruppen, jf. verdipapirhandelloven § 4-6 annet ledd nr. 2. Oslo Børs antar at unntaket også må omfatte erverv som foretas av det nystiftede heleide datterselskapet Solstad Holding AS.

Børsen antar således at heller ikke etterfølgende erverv som nevnt vil utløse tilbudsplikt i SOFF.

6.2.10 Solstad Offshore ASA – spørsmål om tilbudsplikt ved intern omorganisering (brev av 12.11.2007)

Det vises til korrespondanse vedrørende ovennevnte, sist Deres brev 25. oktober 2007.

Som ledd i den pågående omorganiseringen av Solstad-familiens aksjeeie i Solstad Offshore ASA ("SOFF") er en aksjepost på 4,93 % tenkt overført fra SOFF Invest I AS til Solstad Holding AS. Spørsmålet børsen er forelagt, er om en slik overføring vil utløse tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven av 1997 § 4-1.

Det selskap som i dag eier aksjene - SOFF Invest I AS - er etter de nye opplysninger eid av Solstad Trading AS med 73,34 %, fordelt på 55,93 % på datterdatterselskapet Solhav Invest III AS og med 18,41 % på datterselskapet Solhav Invest IV AS. Det selskap aksjene tenkes overført til – Solstad Holding AS – er heleid av Solstad Trading AS.

Det legges til grunn at den planlagte overføringen vil medføre at Solstad Holding AS' aksjepost i SOFF øker fra 36,80 % til 41,73 %.

Overføringen medfører således at Solstad Holding AS "gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs", jf. verdipapirhandelloven av 1997 § 4-1 første ledd, og utløser følgelig som utgangspunkt tilbudsplikt.

Oslo Børs har i tidligere saker lagt til grunn at tilbudsplikt ikke utløses ved overføring til heleid datterselskap eller mellom heleide søsterselskaper, jf. vårt brev 19. september 2007. Børsen kan ikke se at de identifikasjonsbetraktninger som begrunner en slik innskrenkende fortolkning gjør seg gjeldende ved en overføring fra et selskap som er eid med 73,34 % til et heleid datterselskap.

Det er stilt spørsmål ved om et erverv som nevnt vil være omfattet av unntaket i verdipapirhandelloven av 1997 § 4-2 annet ledd. Ervervet skjer fra et selskap i samme konsern, og følgelig fra "en vedkommende er identifisert med etter § 4-5", jf. verdipapirhandelloven av 1997 § 4-2 annet ledd og § 1-4 nr. 3. Unntaket kommer imidlertid ikke til anvendelse der erververen alene passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet, jf. nærmere Børsklagenemndens avgjørelse vedrørende Wilson ASA inntatt i Vedtak og uttalelser 2006 s. 70 med videre henvisninger.

Det er videre anført at verdipapirhandelloven av 1997 § 4-6 annet ledd nr. 2 kommer til anvendelse. Bestemmelsen gjør unntak fra tilbudsplikten for etterfølgende erverv i § 4-6 første ledd. Solstad Holding AS eier etter det opplyste ikke over 40 % av aksjene i SOFF, og dette unntaket kan således ikke sees å være aktuelt, jf. også på dette punkt Wilsonsaken som referert over. Hvorvidt ytterligere erverv fra andre selskaper i gruppen vil kunne omfattes av verdipapirhandelloven av 1997 § 4-6 annet ledd nr. 2 er ikke vurdert.

På denne bakgrunn antar børsen at overføring av den nevnte aksjepost fra SOFF Invest I AS til Solstad Holding AS vil utløse tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 4-1.

For ordens skyld påpekes at ny verdipapirhandellov (lov 29. juni 2007 nr. 75) § 6-2 tredje ledd gir tilbudsmyndigheten hjemmel til "i særlige tilfeller" å gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra nærstående. Skjønnsstemaet 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. Se nærmere Ot. prp. nr. 34 (2006-2007) s. 367.

Den nye verdipapirhandellovens bestemmelser om tilbudsplikt (kapittel 6) trer i kraft 1. januar 2008, jf. forskrift 29. juni 2007 nr. 752.

6.2.11 Frivillig tilbud fremsatt av gruppe betinget av akseptgrad (e-post av 27.02.2007)

Spørsmål fra advokat:

Viser til telefonsamtale hvor jeg redegjorde for følgende oppkjøpsmodel:

Hovedaksjonærene ("Aksjonærgruppen") i et børsnotert selskap ("A") ønsker å fremsette et frivillig tilbud om kjøp av samtlige aksjer i A. For dette formålet etableres det et selskap ("Newco"), som inngår en avtale med Aksjonærgruppen om kjøp av deres aksjer i A med oppgjør i Newco aksjer. Newco vil fremsette det frivillige tilbudet på vegne av Aksjonærgruppen. Aksjonærgruppens salg av aksjene i A til Newco er betinget av og vil først bli gjennomført dersom vilkårene i det frivillige tilbudet oppfylles eller frafalles av

Newco slik at det frivillige tilbudet gjennomføres. Newco blir således først bli eier av aksjene tilhørende Aksjonærgruppen når tilbudsperioden for det frivillige tilbudet er utløpt og det er klart at vilkårene i det frivillige tilbudet er oppfylt eller frafalt av Newco og oppgjør har funnet sted. Newco vil når tilbudet fremsettes ikke eie noe aksjer i A, mens Aksjonærgruppen vil sitte på mer enn 40 % av aksjene i Newco.

Vi legger til grunn at avtalen mellom Newco og Aksjonærgruppen i seg selv ikke utløser noen tilbudsplikt. Det forhold at Newco og aksjonærene som inngår i Aksjonærgruppen blir "gruppet" som følge av avtalen utløser ingen tilbudsplikt. Grupperingen som sådan innbærer ikke noe "ervert" som utløser tilbudsplikt, se note 1.8 til § 4-1 på side 253 i kommentarutgaven til verdipapirhandelloven. Det forhold at et medlem i gruppen fremsetter et frivillig tilbud utløser heller ingen tilbudsplikt. Tilbudsplikten utløses først i henhold til verdipapirhandelloven § 4-6 når det skjer et etterfølgende "ervert", se 1.8 til § 4-1 på side 253 i kommentarutgaven til verdipapirhandelloven. Det skjer ikke noe "ervert" under det frivillige tilbudet før tilbudsperioden er utløpt, vilkårene for tilbudet er oppfylt eller frafalt og aksjene er overdratt mot oppgjør av kjøpesummen. Først da blir Newco "eier" av aksjene, jfr uttalelsen i Vedtak og Uttalelser 2001 s. 91-93 og note 1.14 til § 4-1 på side 255 i kommentarutgaven til verdipapirhandelloven.

Det vil ikke skje noe kjøp av aksjer utenfor det frivillige tilbudet i tilbudsperioden fra Newco eller noen av aksjonærene som inngår i Aksjonærgruppen da vi har lagt til grunn at slike kjøp vil utløse tilbudsplikt.

Vi ber om at Oslo Børs bekrefter at den forståelsen vi har lagt til grunn er riktig. Vår klient er klar til å fremsette et tilbud, men vil avvente Oslo Børs' svar på vår henvendelse.

Svar fra Oslo Børs:

Enig i konsolideringsvurderingen. Den betingede avtalen kan vel heller ikke anses som reelt ervert fra Newcos side og derfor heller ikke tilbudsplikt etter vphl § 4-1 fjerde ledd.

Selv om det ligger utenfor din forespørsel, nevner jeg for ordens skyld at saken også reiser et spørsmål om forholdet til likebehandlingsregelen i § 4-10 siste ledd.

6.2.12 Salg av Eastern Drilling-aksjer (brev av 02.02.2007)

Vi viser til Deres brev av 29. januar d.å. Av brevet fremkommer det at De har solgt aksjer i Eastern Drilling over børs for noen kroner mer pr. aksje enn Seadrills tilbud på kroner 92 pr. aksje.

Oslo Børs godkjente den 17. september 2006 Seadrills pliktige tilbud på kroner 92 pr. Eastern Drilling-aksje. Børsen var på godkjennelsestidspunktet ikke kjent med Seadrills samarbeid med Carnegie. Da børsen ble klar over samarbeidet mellom partene, ble godkjennelsen av Seadrills tilbud opphevet i vedtak av 25. oktober. I samme vedtak statuerte Oslo Børs ny tilbudsplikt for Seadrill. Børsklagenemnden har bekreftet børsens vedtak om tilbudsplikt. Børsen har i etterkant kommet til at kroner 135 pr. aksje er rett pris i et nytt pliktig tilbud. Seadrill er uenig i børsens og børsklagenemndens vedtak, og har skriftlig bekreftet at de har til hensikt å prøve vedtaket for domstolene.

Verdipapirhandelloven inneholder ingen regler om erstatning til aksjonærer som har solgt sine aksjer i en situasjon som denne. Børsen har ingen myndighet til å ilegge partene til et pliktig tilbud et erstatningsansvar eller lignende. Vi anbefaler Dem derfor å ta kontakt med en advokat, for eventuelt å vurdere om det er grunnlag for slik erstatning.

6.2.13 Tilbudspåkt – interne overdragelser (e-post av 10.01.2007)

Det vises til e-post av 5. januar med spørsmål om overføring av eierpost på ca. 46 % fra tre familiemedlemmer til et heleid selskap, vil utløse tilbudspåkt, herunder om forholdet til ytterligere erverv.

Utgangspunkter er at overføringer i en konsolidert gruppe utløser tilbudspåkt, jf. vphl. §§ 4-1 og 4-5. Bestemmelsen i vphl. § 4-2 annet ledd har blitt tolket utvidende av Oslo Børs i enkelte tilfeller der overføringer ikke fremstår som omgøelser av tilbudspåkten, jf. f. eks Vedtak og uttalelser 2005 side 84 med videre referanser.

I nærværende sak er det opplyst å være snakk om en overføring av eierpost på ca. 46 % fra tre familiemedlemmer til et nystiftet eierselskap, som medlemmene vil eie sammen. I tidligere saker (jf. henvisningene over) har børsen lagt til grunn at overføring fra én aksjonær til dens heleide selskap (og omvendt) ikke vil utløse tilbudspåkt. Det antas ikke å være sikkert om det samme vil være tilfelle der overføringen skjer fra tre familiemedlemmer (også der disse utgjør en konsolidert gruppe) til et selskap eid i fellesskap. Endelig avklaring vil her måtte avvende at spørsmålet settes på spissen for børsen/børsklagenemnden.

For ordens skyld understrekes at en overføring før børsnotering ikke vil utløse tilbudspåkt, jf. her også unntaket for etterfølgende erverv i vphl. § 4-6 annet ledd nr. 2. Dersom overdragelsen ikke finner sted før overføring er det gitt unntak fra tilbudspåkten for identifisert gruppe i samme bestemmelsen nr. 1.

Ta kontakt dersom det er spørsmål eller kommentarer.

6.2.14 Spørsmål vedrørende tilbudspåkt – tilbakelevering av aksjelån (e-post av 20.10.2007)

Spørsmål fra advokat

Vi viser til samtale og øvrig korrespondanse fredag 19. oktober relatert til rettet emisjon i X ASA. Igjen takker vi for den svært raske tilbakemeldingen på det spørsmål vi drøftet fredag.

Som nevnt er det et ytterligere forhold relatert til emisjonen som vi gjerne skulle hatt børsens syn på:

Y AS eier før emisjonen ca 41,1 % av aksjene i X ASA. Y AS vurderer som nevnt å tegne seg for ytterligere aksjer i emisjonen, uten at dette er direkte relevant for foreliggende spørsmål.

Emisjonen vil ha en størrelse som utløser krav om noteringsprospekt for de nye aksjene som utstedes. Det vil således gå noe tid fra aksjekapitalforhøyelsen registreres og til de nye aksjene kan tas opp til notering på Oslo Axess. I påvente av at aksjene kan tas opp til notering vil de registreres på eget ISIN i samsvar med vanlig praksis.

For at investorer som deltar i emisjonen skal få tilgang til omsettelige aksjer raskt, vurderes det en ordning hvor Y AS låner ut aksjer til tilrettelegger for emisjonen, SEB Enskilda ASA, som igjen overfører de lånte aksjene til investorene mot betaling. SEB Enskilda ASA gjør så opp aksjelånet ved at Y mottar de nye aksjene som utstedes i emisjonen. Et slikt utlån vil trolig ha en varighet på ca 1 uke. Det legges ikke opp til at Y vil få noen økonomisk kompensasjon for utlånet.

Dersom man skulle anse utlånet og tilbakeleveringen av aksjene som en avhendelse og et erverv i relasjon til verdipapirhandelloven kap 4, ville utlånet innebære at Y faller ned under tilbudspliktsgrensen på 40%, og tilbakeleveringen av aksjer at selskapet passerer tilbudspliktsgrensen. Dersom lånearrangementet ikke anses som en avhendelse og et erverv vil det ikke oppstå spørsmål om tilbudsplikt som følge av lånet.

I Ot prp nr 29 (1996-97) uttaler departementet under punkt 9.2.4 på side 70 at "det vil bero på en konkret vurdering om "lån" av aksjer skal anses som et slikt erverv kan utløse tilbudsplikt", og videre at "Det foreligger derfor ikke noe grunnlag for en nærmere vurdering av hvilke typer ordninger som må anses som ordinære erverv, eventuelt med tilbakesalgssavtale og hvilke ordninger som eventuelt må anses som lån som faller utenfor ervervsbegrepet."

Tilbudspliktsreguleringene er som kjent basert på at tilbudsplikt utløses der det finner sted et kontrollskifte. Vi antar at departementets uttalelser om aksjelån er basert på en betraktning om at dersom et lån reelt sett må anses som en overdragelse av aksjer som innebærer et kontrollskifte, så skal det anses som et erverv, og motsatt dersom det er et reelt lån. Tilsvarende er for så vidt reflektert i bestemmelsen om erverv av rettigheter til aksjer som er inntatt i vphl § 4-1 tredje ledd.

Etter vår vurdering skal ikke et lånearrangement som det foreliggende sees på som en avhendelse og erverv av aksjer i relasjon til reglene om tilbudsplikt. Lånet vil være kortsiktig og gjøres utelukkende for å fasilitere gjennomføringen av en rettet emisjon på vilkår som er gunstige for investorene som deltar i emisjonen. Videre vil utlåner beholde alle økonomiske rettigheter relatert til aksjene i låneperioden (utbytterett, rett til å motta fortrinsretter, osv), og det legges ikke opp til at det vil ytes noen økonomisk kompensasjon for utlånet. Lånet vil også registeres som et aksjelån i samsvar med skatteloven § 9-11 fjerde ledd lintra c.

Vi kan ikke se at ovennevnte problemstilling tidligere er vurdert konkret av børsen, og skulle gjerne hatt børsens syn på om de er enige i vår vurdering av at et slikt aksjelån ikke faller inn under ervervsbegrepet i vphl § 4-1. Da arbeidet med gjennomføring av emisjonen pågår i skrivende stund håper vi på en rask tilbakemelding fra børsen. Vi beklager dette.

Svar fra Oslo Børs

Basert på de fremlagte opplysninger, antar børsen at tilbakeleveringen av aksjer under et aksjelånsarrangement som beskrevet ikke er å anse som et erverv i vphl § 4-1s forstand.

6.2.15 Spørsmål i tilbudsplikt i påtenkt transaksjon (brev av 21.06.2007)

Det vises til samtaler, Deres brev 15. juni 2007 og møte 20. juni 2007 med beskrivelse av påtenkt omorganisering med etterfølgende nedsalg av et eierskap på vel 40 prosent av børsnotert selskap. Oslo Børs er anmodet om å avgi en vurdering av de påtenkte transaksjonene i forhold til reglene om tilbudsplikt.

I Deres brev er transaksjonen i korthet beskrevet slik:

X eier 40,1 prosent av aksjene med tilsvarende stemmeandel i et børsnotert selskap ("40,1-posten"). X vil inngå avtale med Y og Z hvorefter X forplikter seg til å overføre 40,1-posten til et nyopprettet heleid datterselskap C og deretter overdra 30 prosent av aksjene i C til Y og 10 prosent av aksjene i C til Z, totalt 40 prosent. X, Y og Z vil inngå aksjonæravtale vedrørende sine aksjer i C. Kjøpesummen er ikke endelig fastsatt, men antas å bli basert på børskurs over et visst antall handledager.

Aksjonæravtalen vil blant annet binde 40,1-posten og X, Y og Zs eierandeler i C i ti år fremover, samt sikre Y og Z et utvidet minoritetsvern (vetorettigheter) i grunnleggende selskapsrettslige spørsmål og representasjon i selskapets styre. Det skal også inngå en særskilt rett for Z til å selge sine aksjer i C til X, Y eller C etter 7 eller 10 år. Dersom Z benytter seg av denne retten, har Y en tilhørende rett til å selge en andel av sine aksjer i C for ikke å øke sin forholdsmessige eierandel i C ut over 30 prosent. I tillegg skal det inngås en bilateral avtale mellom X og Z hvor Z får en salgsopsjon mot X for sin 10 prosent eierandel i C etter 4, 5 og 6 år og X får en kjøpsoppsjon på Zs eierandel etter tilsvarende antall år.

Det er videre opplyst at X vil ha to av fem styremedlemmer herunder styreleder i C og daglig leder. Styremedlemmer fra Y og Z vil ha vetorett i Cs styre blant annet hva gjelder stemmegivning i det børsnoterte selskapet i saker som krever 2/3 flertall.

Basert på uttalelser i NOU 1996:2 side 116 har børsen ved flere anledninger tolket verdipapirhandelloven § 4-1 første ledd innskrenkende slik at tilbudsplikt ikke utløses ved overdragelse til heleiet datterselskap. Dette anses på mange måter som en omorganisering av det samme eierskapet. Denne innskrenkende tolkningen er gjort med forbehold om at overføringen sammen med evt andre transaksjoner ikke fremstår som et ledd i et arrangement for å omgå tilbudsplikten.

Etter verdipapirhandelloven § 4-1 annet ledd nr 1 utløses tilbudsplikt ved erverv av aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et børsnotert selskap.

Ut fra dette utløser etter børsens vurdering ikke den transaksjonen som er beskrevet tilbudsplikt.

De to transaksjonene sett i sammenheng er riktignok ikke en overføring til 100 prosent eiet selskap. Men vi antar at bestemmelsen om indirekte erverv i § 4-1 annet ledd sammen med forbeholdet i den innskrenkende tolkningen av § 4-1 første ledd skal forstås slik at tilbudsplikt utløses først dersom kontrollen over eierposten skiftes. Forbeholdet om at omorganiseringen ikke fremstår som en omgåelse av tilbudsplikten innebærer etter vår vurdering at tilbudsplikt vil kunne oppstå dersom etterfølgende forhold skulle tilsi at den interne overføringen var et ledd i en reell overføring av kontroll.

Tilbudsplikt ved indirekte erverv etter verdipapirhandelloven § 4-1 annet ledd utløses ved erverv av "aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene" i det mellomliggende selskap. Dersom aksjonæravtalen mellom eierne av det mellomliggende selskapet modifiserer betydningen av stemmene i dette selskapet slik at de nye minoritetseierne reelt sett får posisjon som majoritetseier i det mellomliggende selskap, vil det reelt sett ha foregått en kontrollskifte i det mellomliggende selskap og derved i det børsnoterte selskap. Den beskrevne aksjonæravtalen inneholder enkelte elementer som trekker i denne retning, særlig vetorett for stemmegivning i det børsnoterte selskapet. Slik dette er beskrevet er majoritetseierens vesentligste innflytelse ved eierskapet likevel i behold, særlig når denne vetoretten kun gjelder saker som krever kvalifisert flertall i det børsnoterte selskapets generalforsamling.

Vi nevner for ordens skyld at denne uttalelsen er administrasjonens vurdering og at prinsipielle saker av vesentlig betydning i saker om tilbudsplikt avgjøres av børsens styre, samt at børsens vedtak i saker om tilbudsplikt kan påklages av aksjonærer til børsklagenemnden.

6.2.16 Pliktig tilbud Altinex – tilbudspris – unoterte vederlagsaksjer (e-post av 19.07.2007)

Børsens spørsmål:

Vi forventer å ha våre første samlede kommentarer til utkastet til tilbud, tilbudsdokument og prospekt i ettermiddag. Enn så lenge har vi sett en problemstilling som dere bør begynne å se på straks:

Vphl § 4-10 femte og sjette ledd må forstås slik at kontantalternativet må være like høyt som aksjealternativet. Dette er lagt til grunn i dokumentet ut fra en beregnet pris på Noreco-aksjen på 150 NOK. Siste omsetningskurs på OTC-listen er imidlertid 164. Dette kan tyde på at aksjealternativet vil være høyere enn kontantalternativet når tilbudet fremsettes.

Forarbeidene forutsetter at verdsettelsen skal skje på det tidspunkt tilbudet fremsettes, se NOU 1996:123. Slik også kommentarutgaven til verdipapirhandelloven, Bergo mfl side 339 (kommentar 5.4 til § 4-10).

Legges denne verdsettelsen og denne rettslige forståelsen til grunn, kan vi altså ikke godkjenne tilbudet slik det er innsendt. Vi har ikke tatt endelig standpunkt verken til verdsettelsen eller til den rettslige forståelsen før vi har hørt deres eventuelle kommentarer.

Svar fra tilbyders advokat (20.07.2007):

Som det fremgår av utkastet til tilbudsdokument er det altså Norecos intensjon å tilby aksjonærene i Altinex et alternativt oppgjør gjennom en kombinasjon av kontanter og aksjer i Noreco. Aksjene i Noreco har ikke (før nå nylig, etter at vilkårene for tilbudet ble satt) vært gjenstand for omsetning, og man har for oppgjørets og tilbudets del altså lagt opp til en verdsettelse av aksjene i Noreco på NOK 150.

En pris på NOK 150 tilsvarer den pris som ble benyttet i emisjonen til tidligere styreformann og daglig leder i Altinex den 20. juni i år, og som utløste tilbudsplikten. NOK 150 ble da ansett å være en høy pris for aksjene, basert på underliggende verdier. Analyser og beregninger foretatt av Pareto (på pris/net asset value og peer comparison) viser at NOK 150 per aksje fortsatt priser Noreco høyere enn f.eks Pertra og Revus som begge er børsnoterte selskaper. Også etter Norecos egen oppfatning tilsier NOK 150 en relativt romslig prising basert på det nåværende stadiet i selskapets og virksomhetens utvikling. Dette underbygges også av tidligere transaksjoner som nylig er gjennomført, blant annet større omsetninger på 100 NOK per aksje 18. juni, put/call avtale mellom profesjonelle eksisterende aksjonærer den 11. juni 2007 på NOK 123,94, samme dag som det også ble foretatt emisjon mot eksterne, nye investorer til kurs 89 per aksje.

Aksjene i Noreco er fra og med 16. juli registrert på OTC listen. Det er siden det registrert 15 handler, med et samlet volum på 90.650 aksjer av totalt 22,418,419 aksjer utestående, eller 0.4% av aksjekapitalen. Aksjene er omsatt på kurser fra NOK 130 til NOK 170. Volumveiet gjennomsnittspris er NOK 157,02 per aksje. Det vises til vedlagte omsetningsoversikt mottatt fra FINFO.

Spørsmålet er om dette innebærer at NOK 150 er for lavt. Slik Noreco og vi ser det kan det ikke på bakgrunn av OTC handelen slås fast at markedsverdien på Noreco i forhold til tilbudet nå må anses å være mer enn NOK 150 per aksje, enn mindre være lik siste kurs registrert på OTC listen. Det er flere årsaker til dette, blant vil vi peke på følgende: (i) aksjen kun vært omsatt i tre dager (ii) det ikke vært gjennomført noen offentlig tilbud eller bookbuilding prosess i forkant, som skulle tilsa at en slik pris er markedsmessig - tvert i mot, transaksjoner i forkant tilsier at NOK 150 er en romslig prissetting ift markedsverdi, (iii) både volumer og antall handler vært svært begrenset, jf ovenfor. Det kan under enhver omstendighet neppe være riktig å "kun" legge til grunn siste registrerte omsetning før tilbudet går i trykken. Det ville bli urimelig vilkårlig (og enkelt manipulerbart), særlig med tanke på at det her er tale om et uregulert marked med begrenset innmelding av interesser/handler. Over en så kort periode og på så få handler vil vel også f.eks en volumveiet gjennomsnittspris gi uheldig utslag.

På denne bakgrunn mener vi det blir feil å uten videre legge til grunn prisingen som kommer til uttrykk gjennom de første dagers handel på OTC. Vi erkjenner imidlertid at det i fravær av dyptgående verdivurderinger eller lengre og jevnlig omsetningsreferanser er vanskelig for børsen å skulle den finne den riktige verdien for vederlagsaksjene. Som diskutert er det i denne sammenheng et poeng at det her er tale om å fastsette et alternativt oppgjør, ikke den riktige prisen i kontantdelen. Den vil uansett være NOK 22, som er det høyeste betalt av oppkjøper for aksjer i Altinex. Hensynet til likebehandling er, kan det hevdes, således ikke "på spissen".

For Noreco kan "problemet" også for så vidt "løses" ved at man legger til grunn den prisingen som kommer til uttrykk gjennom de omsetninger som registreres på OTC, og således tilbyr et lavere bytteforhold (færre Noreco aksjer) til Altinex aksjonærene. Dette har imidlertid den konsekvens at Altinex aksjonærene får et dårligere tilbud enn det man hadde til hensikt å gi dem (og som Noreco mener er markedsmessig). Et selvstendig poeng i denne sammenheng er at man da heller ikke vil få gitt øvrige Altinex aksjonæren "samme" tilbud som den styreformannen og daglig leder ble gitt i juni.

6.2.17 Noreco – Altinex – Tilbudspris – spørsmål om vederlag i form av tilleggsverv ved avløsning av opsjoner (epost 15. august 2007)

Epost fra tilbyders advokat:

Reference is made to your e-mail below regarding the above mentioned matter, as well as previous correspondence regarding the same and our telephone conversation at noon today.

Both we and Noreco strongly disagree with the presumption presented in your e-mail, that:

"[det] kan synes som om Noreco har betalt et høyere beløp for opsjonene enn det de faktisk var verdt på utbetalingstidspunktet. Dette vil da presumptivt måtte henføres på aksjesalget som et mulig tilleggsvederlag. Selv om dette blir et lite beløp, vil det kunne medføre krav om en høyere tilbudskurs i det pliktige tilbudet."

Our and Noreco's view is also supported by the owners (Mr. Jebsen and Mr. Ellingsen) of Noreco's counterparts in the agreement.

The background for the share purchase price was a discussion between Topaz AS (a company held by Mr Jebsen) and Second Generation Incom AS (a company held by Mr. Ellingsen with 52%) on whether whether these companies would be willing to sell their shares in ALX. The discussions led to an agreed price of NOK 22, as set out in the previously forwarded share purchase agreement.

Through these purchases Noreco acquired a controlling shareholding in ALX, and a shareholding that triggered a mandatory offer obligation. In light of this, it was in all parties' interest – Noreco as well as Mr. Jebsen and Mr. Ellingsen – to bring clarity around their roles as chairman and CEO and respectively going forward. It was in Noreco's interest to be able to nominate new and own persons for these functions, and to create clarity around this and secure a smooth process for all parties. On this background, an item was included in the share purchase agreement whereby Ellingsen and Jebsen agreed to renounce their options.

This item in the agreement thus concerns Mr. Jebsen and Ellingsen personally – as opposed to the share acquisition which is done from the companies mentioned above.

The options in questions relates to two awards, one in September 2005 where Mr. Ellingsen received 208,200 options (adjusted for share merger) and one in July/October 2006 where Mr. Ellingsen received 100,000 options (adjusted for share merger) and Mr. Jebsen received 250,000 options (adjusted for share merger). The options from the first award were exercisable in January 2008, the latter in January 2010. As stated previously, Noreco did not make any formal valuation of the options in connection with the agreement on 20 July 2007, and had at that time not seen the underlying documentation. At that time, Noreco was concerned with (i) treating all shareholders and options holders equally, and (ii) resolving the management situation of the ALX going forward in a practical and serviceable manner.

In light of your e-mail, we have this morning asked Pareto to now consider the price for the options as such seen also from a financial theory perspective. We have in this regard received the following:

"Prising av ledelsesopsjoner kan ikke 100% sammenliknes med vanlige opsjoner siden det er knyttet spesielle vilkår opp til opsjonene utover det rent finanstøretiske. Vi har allikevel estimert markedsverdien av opsjonene basert på opsjonspringsmodellen til Black and Scholes.

Opsjon 1 (strike NOK 4 og innløsning januar 2008) priser vi til NOK 18.11 med 50% volatilitet. Noreco betaler forskjellen mellom NOK 22 og 4, dvs. NOK 18 per opsjon noe som er marginalt lavere enn markedskurs. Opsjonen er så dypt "in the money" at volatiliteten slår lite ut og vi mener Noreco har betalt en fair pris siden man har basert kompensasjonen på real verdien.

Opsjon 2 (strike NOK 15.5 og innløsning januar 2010) priser vi mellom NOK 10.70 og 9.5 basert på 50% og 35% volatilitet. Noreco betaler forskjellen mellom NOK 22 og 15.5, dvs. NOK 6.5 per opsjon noe som er godt under markedsverdien av opsjonene."

The OSE seem to refer to the separate reduction clause upon termination of employment as included in the award resolutions/standard terms as the basis for its view. We can, however, not see that this should be relevant in this case as this in our view would presuppose a termination/resignation on a work related basis (saklig begrunnet oppsigelse), as opposed to voluntary step downs in our situations. This is also how the provision is understood by the option holders.

As regards your questions concerning change of control and early exercise as a consequence of Noreco's acquisition, we note that the standard terms forwarded includes a provision whereby the options shall be continued in the new company (see section 6) as they would in a merger scenario. It is not clear to us how this provision would work in practice, but it seems clear that this presupposes that the option holders have a right to continue their options on similar terms in the new Noreco group, based on the implicit exchange ratio.

As we see it, a claim for an increased offer price would require (i) that the options have indeed been acquired for a value exceeding a fair market value (outside a certain margin) and (ii) that such price can be deemed to be a hidden, extra payment for the shares acquired from Topaz AS and Second Generation Incom AS. In our view, the above shows that neither of the two are satisfied.

First of all, there is no firm basis to assume that price for cancellation of the options exceeded a fair market value of the options. On the contrary, options theory may seem to imply that the real value price was fair. True, this does not consider a potential value reduction due to any "restrictive terms" and early vesting, however, as seen also in the Hydro case, to evaluate such terms is difficult without using very discretionary means. We cannot see that is reasonable that the OSE now try to put a value on this (and thus any "extra payment"). In any event, should such matters be tried calculated, one would also need to consider the terms of the agreement being to the option holders and purchasers detriment, such as relinquishing their employments/directorships and labour rights, receiving part settlement in unlisted Noreco shares etc. Secondly, there is no basis for assuming that additional payment, if such actually exists, has been considered by the parties as supplemental payment for the shares or an inducement to sell the shares:

The payment for cancellation of the options relates to other circumstances than the share purchase – surrender of options and future upside as well as surrender of their employment and service agreements.

The options cancellation concerns Mr. Jebesen and Mr. Ellingsen personally, as opposed to the companies selling the shares.

The parties agreed that the remaining shareholders were to be given the same offer, NOK 22 per share as the highest price paid.

Any additional amount having been paid – should the OSE potentially still think that this could be the case – would be completely insignificant value seen in relation to the aggregate value of the share purchase (and presumably purely nominal even in absolute terms).

Based on the above, we cannot see any basis whatsoever for a withdrawal of OSE's approval of the mandatory offer or for any claim of an increase of the offer price of NOK 22. As mentioned in our conversation today, we are prepared to meet with the OSE today or tomorrow, should there still be unresolved issues. We think it is of utmost importance that the matter is now resolved without any further uncertainties.

Oslo Børs' svar:

Reference is made to our correspondance regarding the above mentioned issue and particularly your e-mail of 15. August.

We have now investigated the issue on the basis of the documentation sent us from you. This documentation does not give us any reason to believe that the payments made to Mr. Jebesen and Mr. Ellingsen for their options in the company, constitute any additional or hidden compensation for their shares.

On this background, we have now decided not to stop the mandatory offer for the shares in Altinex. Further, we have not found any reason to demand an increase in the offer price. Thus, the conditions as set out in the mandatory offer and as approved by OSE will prevail, here under the offer price and the period for acceptance.

6.2.18 Nye regler om tilbudsplikt – overgangsregler for utenlandske selskaper (e-post av 20.12.2007)

Spørsmålet du reiser er om overgangsregelen i vphl. § 18-2 annet ledd kan fortolkes slik at den kommer til anvendelse for utenlandske selskaper.

Bestemmelsen fastsetter at aksjeeiere som ved opptak til børsnotering eide mer enn 40 prosent av aksjene ("falt inn under unntaket i lov ... om verdipapirhandel § 4-6 annet ledd nr. 2") og etter børsnotering uavbrudd har eid aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene er fritatt fra gjentatt tilbudsplikt - i praksis 50 prosentgrensen, jf. vphl. § 6-6 første ledd.

Etter ordlyden strengt fortolket omfattes kun aksjeeiere i selskaper som var omfattet av verdipapirhandelloven av 1997 kapittel 4 ("norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs", jf. § 4-1 første ledd, første punktum). Spørsmålet om behandling av utenlandske selskaper kan ikke sees å være særskilt omhandlet i forarbeidene. I Ot. prp. nr. 34 (2006-2007) s. 447 fremkommer imidlertid:

"Etter departementets syn er det imidlertid naturlig å unnta aksjeeiere som falt inn under dette unntaket [§ 4-6 annet ledd nr. 2] fra reglene om gjentatt tilbudsplikt (og da i praksis grensen på 50 pst). For slike aksjeeiere vil en ny tilbudsplikt ved erverv av mer enn 50 pst kunne fremstå som urimelig, siden de ikke vil kunne ha forutsett en slik endring i sin rettssituasjon ved børsnotering. I slike situasjoner vil det for øvrig ofte ha vært en dominerende eier hele tiden mens selskapet har vært på børs, og det vil neppe skje et kontrollskifte ved senere økninger av denne eierandelen. De bærende hensyn bak reglene om gjentatt tilbudsplikt slår derfor ikke til i samme grad."

De hensyn som her påpekes gjør seg etter børsens oppfatning gjeldende også for utenlandske noterte selskaper som ikke var omfattet av verdipapirhandelloven av 1997 kapittel 4. Børsen antar således at verdipapirhandelloven § 18-2 annet ledd må forstås slik at det også omfatter aksjeeiere i utenlandske selskaper som oppfyller de angitte vilkår.

6.2.19 Tilbudsplikt – bytte av selskapsdomisil (e-post av 12.11.2007)

Spørsmålet er slik jeg forstår det om en aksjonær i et norsk selskap notert på Oslo Børs som eier mer enn 50 prosent av aksjene og stemmene i selskapet ved et "exchange offer" som ledd i en utflytting av selskapet vil kunne pådra seg tilbudsplikt etter de tilbudspliktregler som vil gjelde fra 1. januar 2008. Det er ikke spesifikt angitt hvordan et slikt "exchange offer" skal gjennomføres, men realiteten er etter det opplyste at det opprettes et nytt selskap i den stat det skal flyttes til, og at aksjonærene får tilbud om å bytte sine aksjer i det norske selskapet til aksjer i det nye selskapet. Utflyttingen skal skje til Bermuda eller Kypros. Dersom alle aksjonærene velger å benytte seg av tilbudet, vil det nye selskapet få en aksjonærstruktur som er identisk med den det norske børsnoterte selskapet har i dag. Tilbudet er imidlertid ikke betinget av at alle benytter seg av dette.

Det nye selskapet tenkes også notert på Oslo Børs.

Svaret på spørsmålet vil kunne bero på hvilke tilbudspliktregler som kommer til anvendelse. Dersom det nye selskapet opprettes med forretningskontor utenfor EØS (for eksempel Bermuda) og ikke tas opp til notering der, vil verdipapirhandelloven kapittel 6 med tilhørende forskrifter gjelde med mindre Oslo Børs som tilbudsmyndighet gir dispensasjon, jf. verdipapirhandelloven av 2007 § 6-23, jf. forslag til bestemmelser om overtagelsestilbud i verdipapirforskriften sendt på høring av Finansdepartementet 14. september 2007 (forskriftsutkastet kapittel 6 III § 2 nr. 2). Som det fremkommer av

høringsnotatet pkt. 3.5, antas dispensasjoner å være aktuelt der selskapet er underlagt annen tilfredsstillende tilbudspliktregulering. Dersom det aktuelle selskap kun tenkes notert på Oslo Børs, vil utgangspunktet således være at norske tilbudspliktregler gjelder. Børsen vil legge en streng dispensasjonspraksis til grunn for primærnoterte selskaper.

Verdipapirhandelloven § 6-1 pålegger tilbudsplikt 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" (vår understrekning). Aksept av tilbud om å bytte aksjer for en så stor aksjepost før selskapet har blitt tatt opp til notering antas således ikke å utløse tilbudsplikt. Tilsvarende gjelder for tersklene for gjentatt tilbudsplikt (40 prosent og 50 prosent), jf. verdipapirhandelloven av 2007 § 6-6 første ledd. En aksjeeier som eier over 50 prosent på noteringstidspunktet vil heller ikke utløse tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, jf. verdipapirhandelloven av 2007 § 6-6 annet ledd (vedkommende kan ikke sies å ha "passert tilbudspliktgrensen", jf. Ot. prp. nr. 34 (2006-2007) s. 447-448).

Dersom det nye selskapet opprettes med forretningskontor i en EØS-stat (for eksempel Kypros) og ikke tas opp til notering der, men kun tas opp til notering i Norge, vil – etter det nevnte høringsforslag til verdipapirforskrift kapittel 6 III § 4 annet ledd - spørsmål av rettslig karakter knyttet til tilbudsprosessen være regulert av norsk rett, mens bl.a. selskapsrettslige spørsmål, herunder tilbudspliktgrensen og unntak fra tilbudsplikten, vil følge reglene i den stat hvor selskapet har sitt forretningskontor. Hvorvidt en transaksjon som nevnt vil utløse tilbudsplikt vil således måtte avgjøres ut fra reglene i den aktuelle stat.

6.3 FRIVILLIGE TILBUD

6.3.1 Tilbud Norgani – tilbudsperiode (e-post av 10.09.2007)

Ref. samtaler tidligere i dag. Vi har sett nærmere på spørsmålet om tilbudsperiodens lengde. Som nevnt pr. telefon gjelder det i utgangspunktet ingen minstefrist for frivillige tilbud. I børsens Vedtak og uttalelser 2005 s. 85 er det imidlertid lagt til grunn at en frivillig tilbudsperiode neppe kan være kortere enn en uke, jf. bestemmelsen om at målselskapets styre skal kunne avgi en uttalelse om tilbudet senest en uke før tilbudsperioden løper ut. Aksjonærene må videre kunne akseptere på bakgrunn av skriftlig utsendelse. På denne bakgrunn legger børsen til grunn at tilbudsperioden må utvides.

Foruten de nevnte elementene, påpekes det at også de minste aksjonærene, de utenlandske og de forvalterregistrerte må gis anledning til å akseptere tilbudet etter mottak av tilbudsdokumentet i samsvar med vphl. § 4-14 annet ledd, samt rimelig betenkningstid. I denne sammenheng synes fire dagers akseptperiode for kort. Uten at det har direkte betydning for denne saken, minnes også at direktivet om overtagelsestilbud setter en minste akseptperiode for frivillige tilbud (to uker), jf. direktivet art. 7(1) og ny verdipapirhandellov § 6-19 femte ledd.

De omstendigheter du påpeker kan ikke sees å sikre ovennevnte hensyn på en fullgod måte. Børsen legger således til grunn at akseptperioden som et minimum må løpe i en uke.

6.3.2 Frivillig tilbud på Norgani Hotels ASA – forlenget tilbudsperiode (brev av 17.09.2007)

Det vises til børsmelding fra Aberdeen Property Investors ("Aberdeen") 17. september 2007, der frivillig tilbud på Norgani Hotels ASA ("Norgani") fremsatt i tilbudsdokument datert 11. september 2007 forlenges til 19. september kl. 16.30. I samme melding

opplyses det at Aberdeen vurderer å frafalle betingelsen om 90 prosent aksept innen 18. september kl. 09.00, samt å forhøye tilbudsprisen. Det er ikke angitt noen frist for å forhøye tilbudsprisen.

Det er i tilbudsdokumentet pkt. 2.6 tatt forbehold om at tilbudsprisen kan bli forhøyet og tilbudsperioden forlenget. Oslo Børs antar således at de aktuelle endringer ikke utgjør et nytt tilbud som må godkjennes av Oslo Børs.

Dersom Aberdeen beslutter å forhøye tilbudsprisen innen den annonserte forlengelse av tilbudsperioden, vil akseptperioden for det forhøyede budet imidlertid kunne bli på mindre enn to børsdager. Etter børsens vurdering er dette for kort til å gi aksjonærene i Norgani rimelig tid til å gjøre seg kjent med og vurdere budet. Det påpekes i denne forbindelse at Norgani etter det børsen kjenner til også har utenlandske og forvalterregistrerte aksjonærer.

Iht. verdipapirhandelloven § 2-9 annet ledd skal

"god forretningsskikk ... iakttas ved henvendelser som rettes til allmennheten eller til enkeltpersoner og som inneholder tilbud eller oppfordring til å fremsette tilbud om kjøp, salg eller tegning av finansielle instrumenter ..." (vår understrekning)

En akseptfrist som nevnt på et evt. forhøyet bud kan ikke sees å være i samsvar med kravene til god forretningsskikk.

Tilfeller der børsen har grunn til å anta at det er opptrådt i strid med god forretningsskikk skal rapporteres til Kredittilsynet, jf. vphl. § 12-1 fjerde ledd. Kredittilsynet kan pålegge de tiltak som er nødvendige for å bringe slik overtredelse til opphør, jf. vphl. § 12-4 sjette ledd.

På denne bakgrunn anmodes Aberdeen om å fastsette en forsvarlig akseptperiode for et evt. forhøyet bud. Dersom aksjonærene i Norgani ikke gis rimelig tid til å områ seg, vil Oslo Børs be Kredittilsynet om å iverksette tiltak som nevnt.

7. MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER

7.1 NYE MEDLEMMER 2007

MEDLEM	OPPSTARTSDATO
Straumur-Burdaras Investment Bank hf	20.11.2007
Arctic Securities ASA	13.08.2007
NRP Securities ASA	06.08.2007
All Options International B.V.	17.07.2007
IMC Securities B.V.	13.07.2007
BNP Paribas Arbitrage SNC	11.05.2007
E*TRADE Bank A/S	07.05.2007
MP Investment Bank hf.	28.02.2007
Erik Penser Fondkommission AB	22.01.2007

7.2 NOREX MEMBER RULES/HANDELSREGLER

7.2.1 NOREX Member Rules versjon 1.9 (MiFID) (børssirkulære nr. 17/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

7.3 OVERTREDELSER

7.3.1 HSBC Bank plc. – Breach of trade reporting requirement (børsstyresak av 26.09.2007)

Minutes of a meeting of the Board of Directors of Oslo Børs ASA on 26 September 2007

HSBC Bank plc. – Breach of trade reporting requirement

1 Introduction

The matter concerns HSBC Bank plc.'s ("HSBC") breach of the reporting requirement for manual trades in Norex Member Rules ("NMR"). Between February 28 and May 3 2007, HSBC failed to report transactions in 16 companies listed on Oslo Børs with a total value exceeding NOK 5 100 million divided into 24 transactions. In addition, on May 29 2007, HSBC failed to report one transaction in one company listed on Oslo Børs with a total value exceeding NOK 400 million.

2 HSBC in brief

HSBC is one of the largest global companies within the banking and financial services. HSBC has around 10,000 offices in 82 countries. The company is headquartered in London. HSBC became a member on Oslo Børs on February 15 2006. HSBC has as of June 30 this year traded NOK 51 billion (single counted) in the equities market, which constitutes 2,92% of the total volume traded on the exchange. This makes HSBC the 15th largest member at the exchange the first half year of 2007.

3 The manual trades

3.1 February 28 to May 3

The market surveillance at Oslo Børs was contacted by HSBC via telephone on May 14 2007. According to HSBC, 25 manual trades concluded in the period February 28 to May 3 in companies listed on Oslo Børs, had not been reported by HSBC. Oslo Børs requested in the conversation further information on the missing reports and an explanation in writing.

HSBC confirmed by e-mail May 14 the information on the unreported trades, and informed that the failure to report the trades was due to a number of reasons, including incorrect static data and technical problems with connected systems. HSBC explained they were in process of identifying and correcting the problems. HSBC attached a spreadsheet for details of the trades needed to be reported.

The following day, May 15, Oslo Børs asked HSBC to report the trades as "Exchange Granted Trades", ch. NMR 5.6.9. On May 16, HSBC called Oslo Børs and explained that HSBC had unsuccessfully tried to report the trades.

In the period May 18 to May 21, HSBC reported 21 of the 25 trades, and Oslo Børs informed the market of the delayed trade reporting through a stock exchange announcement.

On May 25, based on the response from HSBC and with reference to its duties as set out in the NMR section 3.7.3, Oslo Børs requested by e-mail further information regarding the trades reported as "Exchange Granted Trades", the reasons for not reporting the mentioned trades and measures taken to prevent such incidents from reoccurring, within May 31.

On June 4, Oslo Børs asked for the required information. On the same day, HSBC called Oslo Børs and explained that HSBC not had received Oslo Børs' e-mail of May 25.

HSBC responded by e-mail June 7. HSBC explained that one of the 25 trades did not require reporting to Oslo Børs in accordance with NMR rules. Further, HSBC informed that 3 of the missing trades were not reported at that time. On this point, HSBC explained as follows:

"Unfortunately, it appears that 3 trades (see spreadsheet below) were rejected by the Exchange with the message "Operation not allowed in current state". I have been informed by IT that they are unable to resubmit these trade reports to the Exchange. Therefore, please could you let me know what HSBC should do in relation to these 3 trades".

Those 3 missing trades were reported as "Exchange Granted Trades" on June 13 after instructions from the market surveillance at Oslo Børs.

HSBC informed in the e-mail of June 7, that all trade reports initially were submitted to the Exchange through their "Fidessa" trading system. HSBC explained that the reports were rejected on the Exchange due to a number of reasons including incorrect static data and technical problems with connected systems. According to HSBC, due to human error, a control process put in place in their Operations Department to monitor trade report rejections on a real-time bases failed to be applied correctly during a short period in the first quarter of 2007.

After this issue, HSBC assembled immediately a task force, to both resolves the immediate issue and to introduce further preventative measures and compensating

controls as appropriate. According to HSCB, the following additional compensating controls were implemented:

1) A list of any outstanding failed trade reports is produced daily and signed-off by an accountable individual.

2) A second check (four eyes) is then undertaken by a senior (Team Supervisor) accountable member of our Operations department.

3) A third check (six eyes) is subsequently undertaken by our Operations Department Manager on a weekly basis, and by our Senior Operations Manager on a monthly basis.

4) Additional training is being provided to all employees involved in monitoring failed trade reports to ensure they are fully aware of their responsibilities.

Global Markets Compliance will continue to closely monitor the situation until the enhanced checking process has been firmly embedded."

3.2 May 29

The market surveillance at Oslo Børs was contacted by HSBC via telephone on June 28 2007. HSBC explained that one manual trade concluded in May in a company listed on Oslo Børs had not been reported by HSBC. Oslo Børs asked HSBC to report the trade as "Exchange Granted Trades" in the pre-trade session the following morning. HSBC agreed on this, however, the report was not submitted on the following day.

In e-mail June 29, Oslo Børs asked for information on this. HSBC explained in an e-mail the same day that the [...] missing report would be submitted on the following Monday morning (July 2).

The missing trade report was reported as "Exchange Granted Trade" July 2.

4 The legal framework

The Norwegian Securities Trading Act of 1997 (STA) section 9-4 first paragraph sets out the following:

"Investment firms shall notify the stock exchange immediately of transactions related to financial instruments quoted in Norway. The ministry may lay down further rules for such notification. The ministry may moreover lay down rules requiring investment firms to notify the stock exchange of trading in unquoted options and futures/forwards referring to purchases or sales of financial instruments quoted on a stock exchange in Norway."

The Norwegian Stock Exchange Act of 2000 (STE) section 5-3 second paragraph stipulates that the exchange shall announce such notifications. According to the said section third paragraph, the Ministry may lay down further rules on trading in quoted financial instruments and the members' notification obligations.

The Norwegian Stock Exchange Regulation of 1994 (the Regulation) section 13-1 sets out that the stock exchange determines when quotation shall take place, and section 13-2 sets out that the exchange shall lay down further rules for the quotation process.

The Regulation section 12-5 governs the members' notification requirements and the first paragraph sets out the following:

"Trades in financial instruments listed on a stock exchange shall be reported to the relevant exchange. Such reporting shall as a minimum specify the financial instrument

being traded, price, volume and the time on which the trade took place. The stock exchange may lay down further rules with regard to the information being required for reporting to the stock exchange in connection with a trade. The stock exchange shall determine the precise timelimits within which the trade shall be reported to the exchange."

The Members' notification requirements are further set out in the NOREX Member Rules Version 1.8 March 2007 ("NMR") chapter 5. According to NMR section 5.6.1:

"All Manual Trades in which a Member has participated must be reported to the Norex Exchange(s) in accordance with the provisions of this section. Reporting takes place via the Member's electronic connection to the Trading System. For further details please see the Reporting Guideline on the Exchanges website."

According to NMR section 5.6.2:

"The Member shall be deemed to have participated in a Manual Trade where the Member, on its own account or on behalf of a third party, takes an active part in reaching the agreement containing the terms and conditions governing the Trade."

The time when a manual trade made during the exchange's opening hours shall be notified to the exchange, is regulated in NMR section 5.6.10:

"Manual Trades which are entered into during the Trading Session,, must be reported immediately, however not later than 5 minutes from the Time of the Trade."

The opening hours of Oslo Børs runs from 9:00 until 16:20 (the closing call from 16:20 until 16:30 does not allow trade reporting).

The time when a manual trade made outside the exchange's opening hours shall be notified to the exchange, is regulated in NMR section 5.6.13:

"Manual Trades which are entered into after the closure of the Trading Session must be reported in the Pre-Trading Session and no later than 15 minutes prior to the opening of the Trading Session on the following Exchange Day."

The pre-trading session at Oslo Børs runs from 08:15 – 08:45. The period for the pre-trading session is set by Oslo Børs, and the time of the pre-trade period is not defined in the NMR.

NMR section 4.11.9 sets out sanctions for members' breach of regulations:

"Where a Member breaches law, regulations, Norex Member Rules, good business practices, or otherwise demonstrates unsuitability to be a Member, such breach may be punishable under sections 5-5, 5-12 and 5-13 of the Norwegian Stock Exchange Act, regulations issued hereunder and this section of the Norex Member Rules. Oslo Børs may, in respect of any such breach:

- (i). Issue a warning to the Member;*
- (ii). Suspend the Member from participation in trading;*
- (iii). Impose a violation charge of up to NOK 2,500,000 in respect of each violation for which a violation charge may be imposed;*
- (iv). Terminate the membership or withdraw the right to participate in trading, provided that the breach is material."*

By letter to HSBC of 10 August 2007, Oslo Børs asked for comments upon its preliminary report regarding the possible breach related to the missing trade reporting of the manual transaction. In this letter, Oslo Børs advised that a violation charge might be imposed on HSBC as a result of the missing trade reporting.

HSBC responded in letter of 24 August 2007. HSBC expressed that they accept that conformance with all exchange rules must be maintained, including trade reporting obligations, however, HSBC underlined that these should be considered in an appropriate and balanced context.

[...]

- *HSBC reported all trades to the Oslo Stock Exchange. These trade reports were rejected by the Exchange for a number of different reasons. The control process designed to identify trade report rejections was not applied for a short period of time due to human error.*
- *HSBC identified the problem during a compliance review of trade reporting. Regular reviews were implemented following the trade reportings experienced in 2006. These reviews were designed to pick up such issues because whilst we have done our utmost to avoid the possibility of human error, we recognise that it cannot be completely eradicated.*
- *HSBC notified Oslo Børs immediately of the situation. As a result HSBC are still resolving trade reporting issues and therefore an additional trade report was notified to Oslo Børs. HSBC is committed to an open and honest relationship with the Exchange.*
- *HSBC adhered to all instructions given by the Exchange in relation to re-submitting the failed trade reports. Were additional technical problems arose, HSBC continued to work with Market Surveillance to ensure all relevant trades were reported without further delay. Many trade reporting requirements rely heavily on IT infrastructure and flow of information between the technology departments of both HSBC and Oslo Børs.*
- *All trades were a result of HSBC managing its risk following a client trade, i.e. hedging a client swap.*

HSBC underlined that they immediately assembled a task force representing Trading, Operations, Compliance and Technology to both resolve the issue and to introduce further preventive measures and controls as appropriate. Further, HSBC underlined that they have taken the matter seriously and that they have made every effort to prevent further trade reporting problems.

6 Comments from Oslo Børs

Trade reporting of manual trades is essential to ensure the foundation for accountable pricing in quoted financial instruments and the trust that the quotation of the price at Oslo Børs continuously reflects the individual quoted financial instruments current market value. The trade reporting is one of the central means of creating transparency in trading. Oslo Børs is of the opinion that information about agreed transactions can affect the markets assessment with respect to the pricing of the financial instruments. The obligation on reporting transactions to the exchange is of importance to ensure equal and fair sharing of information that could be important for the price fixing for all market players.

In this case, in total 24 transactions were not trade reported in accordance with the abovementioned rules (see point 4) in the period February to June 2007. Thus, the

information concerning the trades was not available in accordance with exchange trade reporting requirements. The duty to report these trades has not been objected. The trades were reported in the period May 18 until 21. The unreported trades represented a total transaction value exceeding NOK 5 100 million. A number of the unreported trades consisted of considerable trading volume exceeding the normal daily value. For instance, one of those trades represented 2,2 million shares with a total transaction value of more than NOK 860 million which is considered to be a large transaction in that share compared to normal traded volume. On this basis, Oslo Børs assumes that these transactions in the relevant shares could be of importance with respect to the pricing of the instruments.

Oslo Børs issued a written warning to HSBC in July 2006, regarding a breach of the trading rules due to failure to report 27 manual trades in 12 companies listed on Oslo Børs, with a total transaction value exceeding NOK 3 100 million. In addition, as described in point 3.2 above, HSBC alerted on May 29 2007 Oslo Børs on another missing trade report in a company listed on Oslo Børs.

HSBC identified and alerted Oslo Børs on the abovementioned problems themselves. HSBC has advised Oslo Børs that the missing transactions in question were submitted to the Exchange, and that the reports were rejected by the Exchange due to a number of reasons including human errors, incorrect static data and technical problems with connected systems at HSBC. Oslo Børs has taken this information into account in the consideration of the correct sanction, see point 7. Oslo Børs would like to mention that the exchange has no indication that its own trading system was not fully operational at the relevant time.

Oslo Børs has received information indicating that HSBC, following the incident in 2006 and in the spring 2007, has implemented preventive measures and enhanced measures to control its reporting system and to avoid further failure. This is taken into account in the consideration of the correct sanction, see point 7. However, with reference to the issue on the last failed trade report on May 29 this year, Oslo Børs would like to point out that it seems like the measures taken are not representing necessary actions to complete the trading reporting of the transactions in question. Oslo Børs emphasises that the reporting obligation includes the obligation to have trade reporting systems in function and to apply necessary monitor mechanisms.

In the opinion of Oslo Børs, this case is serious in relation to the number and size of the trades. The failure to trade report these transactions deprived the market from important information. The seriousness of this case is also tempered by the similar reporting failure incident in 2006, the statements from HSBC on implemented enhanced measures after the incidents in 2006 and in the spring 2007, and the additional failure incident on May 29 2007.

7 Sanctions

According to the NMR section 4.11.9, the board of Directors of Oslo Børs may give a member a warning, suspend or terminate the membership if the member breaches the law, regulations or other rules, or impose a violation charge in the maximum amount of NOK 2,5 million provided that the breach is material, ch. point 4 above.

In determining the correct sanction, Oslo Børs has taken into account that the Member identified and alerted Oslo Børs of the reporting failure. Further, Oslo Børs has taken into account that Member has contributed to provide information on the missing trades to the market. Oslo Børs has also taken into the consideration that HSBC has implemented enhanced measures on monitoring related to its reporting procedures.

On the other hand, Oslo Børs has taken into account that Oslo Børs issued a written warning to HSBC in 2006 due to a similar reporting failure. Oslo Børs has also taken into

account that HSBC, despite their announced enhanced measures after the incident in 2006, failed to report correctly in the period February to May 2007 and in June 2007. Further, Oslo Børs has taken into the consideration that the missing reports were related to a significant volume and that the failure lasted for a period exceeding 2,5 months, with the risk that the market and the market participants could be deprived of important information.

Oslo Børs consider the violation of the NMR regarding the trade reporting a serious breach to be sanctioned by a violation charge.

Oslo Børs has previously sanctioned breach of trade reporting requirements with violation charges, which may provide guidance as to the size of the violation charge in this matter.

Oslo Børs imposed a violation charge of NOK 50 000 on SPN Fonds AS in October 1991 for violation of trade reporting within five minutes rule. The Stock Exchange Appeal Committee imposed a violation charge of NOK 125 000 on Saga Securities AS in March 1992 for violation of the same rule. A violation charge of NOK 175 000 was imposed on Pre Fonds AS in December 1992 for violation of the trade report requirements. A violation charge of NOK 500 000 was imposed in Fearnley Fonds AS in 1994 for missing late trade reporting of a number of bond trades.

Oslo Børs imposed a violation charge of NOK 100 000 on First Securities ASA in May 2000 for late trade reporting of agreed transactions. Further, Oslo Børs imposed a violation charge of NOK 500 000 on Lehman Brothers Int. in September 2004 for breaching the trade reporting requirements in the NMR. In November 2005, Oslo Børs imposed a violation charge of NOK 500 000 on Deutsche Bank AG London for breaching of trade reporting of agreed transactions.

[...]

Based on an overall judgement Oslo Børs finds that a suitable reaction in this matter is a violation charge to be set at NOK 300 000.

8 Resolution

The following resolution was passed:

"The Board of Directors at Oslo Børs resolved to impose a violation charge of NOK 300 000 on HSBC Bank plc., ch. The Norwegian Stock Exchange Regulations section 25-8 and the Norex Member Rules Version 1.8 March 2007 section 4.11.9 for the violation of the Norex Member Rules Version 1.8 March 2007 section 5.6.1, ch. 5.6.10 and 5.6.13.

The decision may be appealed to the Stock Exchange Appeal Committee. The time allowed for appeal is 2- two – weeks."

8. INNSIDE – MELDEPLIKT – FLAGGING

8.1 FLAGGING

8.1.1 Flagging av avhendelse ved frivillige tilbud (e-post 12.03.2007)

Etter verdipapirhandelloven § 3-2 femte ledd skal det flagges ved avtaleinngåelse. For et betinget tilbuds del, er det ikke opplagt om dette henviser til når selgende aksjonærer aksepterer tilbudet, eller når tilbyder løfter sine betingelser. Der en tilbyder har rett til å

motta aksepter uansett (gjerne formulert som et vilkår om 90 % tilslutning, likevel slik at tilbyder kan akseptere en lavere akseptgrad), taler gode grunner for at aksepttidspunktet legges til grunn. Gitt den ikke helt klare situasjonen, anbefaler vi dere å sende flaggemelding straks etter at aksepten av tilbudet er gitt. Det kan i meldingen opplyses om beingelser til budet/aksepten.

8.2 MARKEDSOVERVÅKING OG MARKEDSMISBRUK

8.2.1 Informasjon om lydopptak av telefonsamtaler med Oslo Børs (børssirkulære nr. 9/2007)

Se <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

8.2.2 Tilbakekjøp (e-post til 29.03.2007)

Viser til vår samtale. Som nevnt reiser tilbakekjøp enkelte verdipapirrettslige spørsmål (i tillegg må selvsagt de selskapsrettslige reglene i allmennaksjeloven overholdes). Tre viktige ting dere må huske på er:

1. Likebehandling, det må saklig begrunnes dersom tilbudet bare gis til enkelte aksjonærer.
2. Meldinger, det må sendes primærinnsidermelding etter verdipapirhandelloven § 3-1 (jeg antar at flaggereglene ikke er aktuelle). I tillegg må dere sende børsmeldinger, jf. nedenfor.
3. Forholdet til reglene om kursmanipulasjon, se EUs forordning om tilbakekjøp og kursstabilisering på:

http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2003/l_336/l_33620031223en00330038.pdf

Denne gjelder som norsk forskrift etter verdipapirhandelloven § 2-12.

Ettersom dere vel vil kontakte aksjonærene direkte, vil dere neppe oppfylle forordningen fullt ut. Dette betyr at det må vurderes konkret om reglene om kursmanipulasjon og innsidehandel er aktuelle. Dersom dere holder dere innenfor kurs- og volumintervallene som forordningen reiser, ikke besitter innsideinformasjon og melder tilbakekjøpene ved børsmelding før de foretas, skal det nok mye til for at dette anses som ulovlig markedsmissbruk. Jeg anbefaler at dere sender børsmelding også etter at tilbakekjøpene har blitt gjennomført.