

BØRSRETTSDAGENE

26. OG 27. JANUAR 2009

Vedtak og uttalelser 2008

Juridisk direktør Atle Degré

Innhold

1. INNLEDNING	6
1.1 GENERELT	6
1.2 INFORMASJON PÅ WWW.OSLOBORS.NO	6
1.3 OVERSIKT OVER BØRSSIRKULÆRER 2008.....	7
2. PROSPEKTPLIKT	7
2.1 PROSPEKTKONTROLLEN.....	7
2.1.1 Oversikt over kontrollerte prospekter 2008.....	7
2.1.2 Prospektkontrollen 2007 – årlig rapport fra Oslo Børs til Kredittilsynet (brev av 31. 01.2008).....	10
2.2 PROSPEKTREGLER.....	15
2.2.1 Rettskilder, sjekklister mv	15
2.2.2 CESR Frequently asked questions.....	15
2.3 PROSPEKTPLIKT.....	15
2.3.1 Tingsinnskudd – unntak fra prospektplikt (e-post av 13.06.2008)	15
2.3.2 Prospektplikt – Overføring fra Oslo Axess til Oslo Børs (e-post av 20.06.2008) 15	
2.3.3 Spørsmål om prospektplikt – Aksjer i komplementar; KS (e-post av 11.11.2008).....	16
2.3.4 Undue Delay in Publication of Prospectus (brev av 28.08.2008).....	16
2.4 PROSPEKTERS INNHOLD OG FORM.....	18
2.4.1 Unoterte prospekter, prospektprosessen, verdivurderinger av eiendom, nærstående transaksjoner mv (notat til advokat av 12. februar 2008).....	18
3. OPPTAK TIL BØRSNOTERING	23
3.1 NYE SELSKAPER PÅ OSLO BØRS I 2008.....	23
3.2 NYE BØRSREGLER.....	23
3.2.1 Endringer i løpende forpliktelser for Oslo Børs og Oslo Axess vedtatt 3. oktober 2008 (børssirkulære 6/2008).....	23
3.2.2 Warranter og børshandlede fond – opptaksregler og løpende forpliktelser (børssirkulære 3/2008).....	23
3.3 OPPTAKSPRAKSIS.....	24
3.3.1 RigNet Inc Public Ltd - forlengelse av opptaksvedtak (vedtak 27. august 2008) 24	
3.3.2 Bergen Group ASA – søknad om utsettelse av frist for første noteringsdag (vedtak 29. mai 2008).....	24
4. STRYKNING/SUSPENSJON	25
4.1 SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING I 2008.....	25
4.2 STRYKNINGSSAKER.....	26
4.2.1 Fosen ASA – søknad om strykning – fusjon med Torghatten Trafikkselskap ASA (brev 9. Januar 2009).....	26
5. LØPENDE UTSTEDERFORPLIKTELSER	32
5.1 NYE REGLER.....	32
5.1.1 Endringer i løpende forpliktelser for Oslo Børs og Oslo Axess vedtatt 3. oktober 2008 (børssirkulære 6/2008).....	32
5.1.2 Språkkrav for utstedere med Norge som hjemstat (børssirkulære 1/2008)...	32
5.1.3 Utvidet åpningstid for handel i aksjer og derivater fra 1. september 2008. Praktiske konsekvenser (børssirkulære 4/2008).....	32
5.2 INFORMASJONSPLIKT – OVERTREDELSER.....	32
5.2.1 NorDiag ASA – opphevelse av børsens vedtak (Børsklagenemndens sak 3/2008).....	32

5.2.2	<i>Fast Search and Transfer ASA – informasjonsplikt – untatt melding (Børsstyrevedtak 23.04.2008)</i>	39
5.2.3	<i>Copeinca ASA – informasjonsplikt, informasjonsdokument (Børsstyresak av 23.04.2008)</i>	51
5.2.4	<i>Global Geo Services ASA – informasjonsplikt og prospektplikt (Børsstyresak av 27.03.2008)</i>	64
5.2.5	<i>Norske Skogindustrier ASA – Kritikk for informasjonshåndtering (brev av 29.08.2008)</i>	80
5.2.6	<i>Deep Ocean ASA – Kritikk for informasjonshåndtering (brev av 29.08.2008)</i>	82
5.3	UTTALELSER OM INFORMASJONSPLIKT.....	84
5.3.1	<i>Løpende Forpliktelser punkt 3.2 – informasjonsplikt ved utstedelse av lån (e-post av 11.01.2008)</i>	84
5.3.2	<i>Offentliggjøring av resultater fra lete- og avgrensingsbrønner på norsk sokkel (brev til Olje- og energidepartementet av 08.10.2008)</i>	84
5.3.3	<i>Regarding disclosure offer when markets are closed (e-post av 19.02.2008)</i>	85
5.4	INFORMASJONSDOKUMENT.....	86
5.4.1	<i>Ad informasjonsdokument og plikt ved fisjon/fusjon – datterselskap (e-post av 15.05.2008)</i>	86
5.4.2	<i>Copeinca ASA (børsstyresak 23.04.2008), se pkt 5.2.3</i>	86
5.5	LIKEBEHANDLING/GOD BØRSSKIKK.....	86
5.5.1	<i>Se Copeinca ASA (børsstyresak av 23.04.2009) inntatt under 5.2.3</i>	86
5.5.2	<i>Se Deep Ocean ASA (brev av 29.08.2008) inntatt under 5.2.6</i>	86
5.6	ANDRE LØPENDE FORPLIKTELSER.....	86
5.6.1	<i>BON og GRO - Søknad om dispensasjon fra verdipapirhandelloven § 5-13 vedr krav til språk ved informasjonspliktige opplysninger (brev av 06.06.2008). (Vedtaket er påklaget til Kredittilsynet, men ikke avgjort)</i>	86
5.7	OBLIGASJONER.....	88
5.7.1	<i>Endringer i obligasjonsreglene og ABM-reglene, herunder registrering av låneprogrammer og dual listing samt notering av lån med Euroclear oppgjør (børssirkulære 9/2008)</i>	88
5.8	EIERSTYRING OG SELSKAPSLEDELSE.....	88
6.	TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD.....	88
6.1	KONTROLLERTE TILBUD.....	88
6.2	NYE REGLER.....	88
6.2.1	<i>Nye tilbudspliktregler i verdipapirhandelloven fra 01.01.2009</i>	88
6.2.2	<i>Overgangsspørsmål – ny lov (e-post av 28.01.2008)</i>	88
6.3	TILBUDSPLIKT.....	90
6.3.1	<i>Rem Offshore ASA – konsolidering (Børsklagenemndens avgjørelse i sak 4/2008)</i>	90
6.3.2	<i>Åge Remøy - spørsmål om tilbudsplikt i Rem Offshore ASA (vedtak av 03.10.2008)</i>	98
6.3.3	<i>Tilbudsplikt og rettigheter til aksjer (e-post av 30.01.2008)</i>	106
6.3.4	<i>Tilbudsplikt – konsolidering i konsern – børsens skjønn (e-post av 14.01.2008)</i>	107
6.3.5	<i>Vphl § 6-8 (1) gjentatt tilbudsplikt (e-post 16.01.2008)</i>	108
6.3.6	<i>Bortfall av konsolideringsgrunnlag (e-post av 23.01.2008)</i>	108
6.3.7	<i>Terminer og tilbudsplikt/tilbudspris (e-post av 14.04.2008)</i>	109
6.3.8	<i>Tilbudspliktsbestemmelsene (e-post av 02.10.2008)</i>	110
6.3.9	<i>Golden Ocean (e-post av 07.01.2008)</i>	111
6.3.10	<i>Tilbudsplikt – undergruppe av konsolidert gruppe</i>	111
6.4	UNNTAK FRA TILBUDSPLIKT – BØRSENS VEDTAKSKOMPETANSE.....	113
6.4.1	<i>Spørsmål om tilbudsplikt ved konserninterne fusjoner (e-post av 06.05.2008)</i> 113	
6.4.2	<i>Exemption from mandatory bid obligation (brev av 23.04.2008)</i>	114
6.4.3	<i>Solstad Offshore – Unntak fra tilbudsplikt ved intern omorganisering (brev av 07.11.2008)</i>	114

6.4.4	<i>Solstad Offshore ASA - spørsmål om tilbudsplikt ved intern omorganisering (brev av 16.09.2008)</i>	116
6.4.5	<i>Exemption from Norwegian rules on takeover bids. Secondary listing (brev av 03.06.2008)</i>	117
6.4.6	<i>Application for exemption from the mandatory bid obligations (brev av 19.11.2008)</i>	118
6.4.7	<i>Vedrørende unntak fra tilbudsplikt (brev av 21. mai 2008)</i>	119
6.4.8	<i>Luxor - application for extended scope exemption from mandatory bid obligationm (brev av 20.06.2008)</i>	121
6.4.9	<i>Luxor - extended scope exemption from mandatory bid obligation (brev av 10.07.2008)</i>	122
6.4.10	<i>Ad søknad om dispensasjon fra tilbudsplikt for utenlandsk selskap - utenfor EØS primærnotert i Oslo (e-post juni 2008)</i>	123
6.4.11	<i>Unntak fra tilbudsplikt i DOF Subsea ASA for DOF ASA ved erverv fra nærstående (brev av 08.07.2008)</i>	123
6.4.12	<i>DOF Subsea ASA - Dolphin Invest 1 AS - søknad om unntak fra tilbudsplikt (brev av 21.10.2008)</i>	125
6.5	TILBUDSPRIS	126
6.5.1	<i>OHL - offer price questionable – market price alternative (e-post av 17.10.2008)</i>	126
6.5.2	<i>OHL Tilbudspris (e-post av 02.10.2008)</i>	127
6.5.3	<i>Pliktig tilbud Gyldendal – markedskursalternativet (brev av 18.12.2008)</i>	127
6.6	FRIVILLIG TILBUD	128
6.6.1	<i>Spørsmål om forskjellsbehandling ved fremsettelse av frivillig tilbud (e-post av 14.11.2008)</i>	128
6.6.2	<i>Final letter in relation to SeaDrill's offer to acquire shares in Scorpion Offshore (Brev av 04.06.2008)</i>	129
6.6.3	<i>"Scheme of Arrangement" - forholdet til norske tilbudspliktsregler (e-post 14. og 20.8.2008)</i>	131
6.6.4	<i>Fortune Super Equity Management LLCs - Scorpion Offshore Ltd. (e-post 21.08.2008)</i>	133
6.6.5	<i>Vphl § 6-19 tredje ledd (e-post av 29. oktober 2008)</i>	133
6.7	GARANTI	134
6.7.1	<i>Godkjennelse av garanti – forholdet til allmennaksjeloven § 4-25 i forbindelse med tvungen overføring av aksjer (brev av 18.12.2008)</i>	134
6.7.2	<i>Seadrill Ltd. - Vedrørende søknad om ytterligere nedskrivning av garanti (brev av 10.07.2008)</i>	134
7.	MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER	135
7.1	NYE MEDLEMMER 2008	135
7.2	MEDLEMMER SOM HAR AVNOTERT	135
7.3	NOREX MEMBER RULES/HANDELSREGLER	136
7.3.1	<i>Versjon 2.0 av Norex medlemsregler</i>	136
7.3.2	<i>Versjon 2.1 av Norex medlemsregler</i>	136
7.4	OVERTREDELSE	136
7.4.1	<i>DnB NORs handler i Tandberg Television asa den 20. mars 2007 – brudd på kravet om aktuell markedsverdi (børsstyresak av 19.06.2008)</i>	136
7.4.2	<i>Enskildas videreformidling av ordre 5. mai 2008 - Brudd på kravet om aktuell markedsverdi (børsstyresak av 29.10.2008)</i>	144
8.	INNSIDE – MELDEPLIKT – FLAGGING	151
8.1	MARKEDSOVERVÅKING OG MARKEDSMISBRUK	151
8.1.1	<i>Alfa Kraft AB (Børsklagenemndens sak 1/2008)</i>	151
8.1.2	<i>Flagging – tidsfrist (e-post av 26.02.2008)</i>	160
8.2	MARKEDSOVERVÅKING OG MARKEDSMISBRUK	161
9.	BØRSENS TAUSHETSPLIKT – INNSYN	161

9.1 DAGENS NÆRINGS LIV (BØRSKLAGENEMNDENS SAK 2/2008) 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.

Oslo Børs gjør oppmerksom på at det kan være enkelte feil og mangler i gjengivelsen.

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

Børsklagenemndens vedtak, enkelte av børsstyrets vedtak og børssirkulærer 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>. I løpet av 2009 vil gratis abonnement kunne bestilles på børsens nettside. Sirkulærene er ikke inntatt i materialsamlingen annet enn som referanse.

I sirkulære 7/2008 er alle tidligere sirkulærer kategorisert som gjeldende, delvis gjeldende eller opphevet.

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



1.3 OVERSIKT OVER BØRSSIRKULÆRER 2008

10/2008	Endring av årsavgift for rentemedlemmer
9/2008	Endringer i Obligasjonsreglene og ABM-reglene, herunder registrering av låneprogrammer og dual listing, samt notering av lån med Euroclear-oppgjør
8/2008	Endringer i avgifter for obligasjoner notert på Oslo Børs og Oslo ABM
7/2008	Oversikt over gjeldende og opphevede børssirkulærer
6/2008	Endringer i børsreglene og aksesreglene (løpende forpliktelser)
5/2008	Reduserte priser for handel i aksjer, grunnfondsbevis og børshandlede fond (ETFer) fra 1. september 2008
4/2008	Utvidet åpningstid for handel i aksjer og derivater fra 1. september 2008. Praktiske konsekvenser
3/2008	Warranter og børshandlede fond - opptaksregler og løpende forpliktelser
2/2008	Tilbakekjøp av egne aksjer og kursstabilisering
1/2008	Språkkrav for utstedere med Norge som hjemstat

2. PROSPEKTPLIKT

2.1 PROSPEKTKONTROLLEN

2.1.1 Oversikt over kontrollerte prospekter 2008

SELSKAP	TYPE ØVELSE	GODKJ.BREV
DnB NOR Bank ASA (Warrant på Statoil)	Off. tilbud	23.06.2008
Vertical Group ASA	Børsintroduksjon	18.01.2008
Copeinca ASA	Notering	16.01.2008
SPoN Fish	Børsintroduksjon	25.02.2008
Greentech Holding ASA	Børsintroduksjon	31.01.2008
Apptix ASA	Notering	07.01.2008
SR EiendomsInvest Tyskland II AS	Off. tilbud	17.01.2008
Pareto Shippingkapital II ASA	Off. tilbud	22.01.2008

SELSKAP	TYPE ØVELSE	GODKJ.BREV
Pareto EiendomsKapital ASA	Off. tilbud	22.01.2008
Nordisk Realkapital AS	Off. tilbud	23.01.2008
EiendomsInvest Tyskland II AS	Off. tilbud	17.01.2008
Aberdeen Eiendomsfond Asia ASA	Off. tilbud	17.01.2008
Storebrand Optimér ASA	Off. tilbud	11.01.2008
Nordea Aksjeverden Gearing 2008/2012	Off. tilbud	05.02.2008
Storebrand Privat Investor ASA	Off. tilbud	15.01.2008
Nordea Kraft XV Gearing 2008/2011	Off. tilbud	05.02.2008
Sverd Strategiske Investeringer AS	Off. tilbud	26.03.2008
Sverd Eiendomsinvest Norden AS	Off. tilbud	03.03.2008
Realkapital Aktiv Europa AS	Off. tilbud	04.02.2008
PRE China Private Equity II AS	Off. tilbud	05.02.2008
XACT Derivat Bull	Notering + off.tilbud	25.01.2008
XACT Derivat Bear	Notering + off.tilbud	25.01.2008
Scorpion Offshore Ltd	Notering	20.02.2008
First Eiendomsinvest I AS	Off. tilbud	07.03.2008
Sparebank 1 Eiendomsinvest I AS	Off. tilbud	11.03.2008
DnB NOR Eiendomsinvest III	Off. tilbud	26.02.2008
Sveits EiendomsInvest AS	Off. tilbud	01.02.2008
SSB Global Eiendom I ASA	Off. tilbud	18.02.2008
SSB Energivækst ASA	Off. tilbud	14.02.2008
Thin Film Electronics ASA	Notering + off.tilbud	30.01.2008
Global Private Equity II AS	Off. tilbud	13.03.2008
US Opportunities AS	Off. tilbud	19.03.2008
Realkapital Aktiv Europa AS	Off. tilbud	07.03.2008
Global Eiendom Utbetaling 2008 AS	Off. tilbud	07.04.2008
Aberdeen Eiendomsfond Asia ASA	Off. tilbud	07.04.2008
Imarex ASA	Notering + off.tilbud	11.03.2008
Apptix ASA	Notering + off.tilbud	21.04.2008
Tandberg Data ASA	Notering + off.tilbud	17.03.2008
Global IP Solutions (GIPS) Holding AB	Off. tilbud	31.03.2008
NorWatt Energy Invest II AS	Off. tilbud	16.04.2008
Global Infrastruktur I AS	Off. tilbud	03.04.2008
DnB NOR ShippingInvestor I ASA	Off. tilbud	16.04.2008
Orkla Finans Eiendomsinvest AS	Off. tilbud	18.04.2008
DnB NOR Eiendomsinvest IV ASA	Off. tilbud	28.03.2008
Global Skipsholding 2 AS	Off. tilbud	30.05.2008
Kongsberg Automotive Holding ASA	Notering + off.tilbud	07.05.2008
SR EiendomsInvest Tyskland II AS	Off. tilbud	15.04.2008
Nordic Mining ASA	Notering + off.tilbud	00.01.1900
EiendomsInvest Tyskland II AS	Off. tilbud	15.04.2008
Wega Mining ASA	Notering	23.04.2008
Skibåsen Holding AS	Off. tilbud	18.04.2008
Pareto Shippingkapital II ASA	Off. tilbud	18.04.2008
Nordea Valuta XVII Warrant 2008/2010	Off. tilbud	18.04.2008
Realkapital Aktiv Europa AS	Off. tilbud	25.04.2008
NorWatt Energy Invest AS	Off. tilbud	04.04.2008
PRE China Private Equity II AS	Off. tilbud	29.04.2008
Nordic Mining ASA	Notering + off.tilbud	06.06.2008
Vital Eiendomsfond ASA	Off. tilbud	14.05.2008
Sverd Eiendomsinvest Norden AS	Off. tilbud	07.05.2008
Campsol Holding PLC	Børsintroduksjon	15.05.2008
Pareto Offshorekapital II ASA	Off. tilbud	06.06.2008
Diagenic ASA	Off. tilbud	13.05.2008
Norway Pelagic ASA	Børsintroduksjon	02.06.2008
Sveits EiendomsInvest II AS	Off. tilbud	08.05.2008
DnB NOR ShippingInvest I ASA	Off. tilbud	29.05.2008

SELSKAP	TYPE ØVELSE	GODKJ.BREV
PSI Group/Cash Guard	Notering	30.05.2008
Storebrand Infrastruktur ASA	Off. tilbud	22.05.2008
PCI Biotech Holding ASA	Børsintroduksjon	27.05.2008
Bergen Group ASA	Børsintroduksjon	26.06.2008
BW Gas ASA	Annet	03.06.2008
Prosafe Production Ltd.	Børsintroduksjon	30.05.2008
Nordic Power Trading I AS	Off. tilbud	13.06.2008
Nordea Alternative Råvarer III Warrant	Off. tilbud	23.05.2008
Norwegian Energy Company ASA (Noreco)	Notering + off.tilbud	27.05.2008
Revus Energy ASA	Notering	13.06.2008
Totens Sparebank	Off. tilbud	06.06.2008
Nordea Amerikansk Finans og Eiendom	Off. tilbud	02.06.2008
Inmeta ASA	Notering	03.07.2008
Repant ASA	Notering + off.tilbud	13.06.2008
Spectrum ASA	Børsintroduksjon	16.06.2008
DnB NOR OBX Derivat Bull	Notering	20.06.2008
DnB NOR OBX Derivat Bear	Notering	20.06.2008
Nordic Mining ASA	Notering + off.tilbud	06.06.2008
Acta Global Infrastruktur I AS	Off. tilbud	27.06.2008
Realkapital Aktiv Europa AS	Off. tilbud	16.06.2008
Aberdeen Eiendomsfond Asia ASA	Off. tilbud	18.06.2008
PRE China Private Equity II AS	Off. tilbud	23.06.2008
Remedial Ltd (Kypros)	Børsintroduksjon	16.06.2008
Questerre	Notering	03.12.2008
DeepOcean ASA	Notering	06.08.2008
Global IP Solutions (GIPS) Holding AB	Børsintroduksjon	21.07.2008
Global Eiendom Utbetaling 2008 AS	Off. tilbud	14.07.2008
Storebrand Optimér ASA	Off. tilbud	02.07.2008
Ocean HeavyLift ASA	Notering	07.07.2008
Havila Ariel ASA	Børsintroduksjon	07.07.2008
NorDiag ASA	Notering + off.tilbud	26.06.2008
Norwegian Property ASA	Notering + off.tilbud	20.02.2008
Inmeta ASA	Notering + off.tilbud	03.07.2008
Eitzen Maritime Services ASA	Notering + off.tilbud	04.07.2008
Dolphin Interconnect Solutions ASA	Notering + off.tilbud	21.07.2008
Nordic Mining ASA	Notering + off.tilbud	11.07.2008
Nordic Logistic Investor 2008 AS	Off. tilbud	21.08.2008
Nordic Commercial Property 2008 AS	Off. tilbud	20.08.2008
US Recovery AS	Off. tilbud	30.07.2008
Pareto ShippingKapital II ASA	Off. tilbud	29.08.2008
Fara ASA	Notering + off.tilbud	11.09.2008
International Gold Exploration IGE AB	Annet	19.09.2008
Crew Gold Corporaton ASA	Annet	11.09.2008
Nordic Real Estate Developement AS	Off. tilbud	15.09.2008
Nordea Kraft XVI Warrant	Annet	08.08.2008
Pareto Energy Solutions Investor ASA	Off. tilbud	01.09.2008
Norweigan Air Shuttle ASA	Notering + off.tilbud	08.08.2008
Nordic Power Trading I AS	Off. tilbud	01.08.2008
Rocksource ASA	Notering	30.09.2008
Sparebank 1 Eiendomsinvest I AS	Off. tilbud	28.08.2008
Risavika EiendomsInvest AS	Off. tilbud	04.09.2008
DNB NOR ShippingInvest I ASA	Off. tilbud	15.09.2008
Electromagnetic Geoservices ASA	Notering + off.tilbud	04.09.2008
Pareto Offshorekapital II ASA	Off. tilbud	08.09.2008
RigNet Inc	Børsintroduksjon	00.01.1900
Sverd Private Equity 2007 AS	Off. tilbud	22.09.2008
EiendomsInvest Tyskland II AS	Off. tilbud	17.09.2008

SELSKAP	TYPE ØVELSE	GODKJ.BREV
PRE China Private Equity II AS	Off. tilbud	22.09.2008
Realkapital Aktiv Europa AS	Off. tilbud	22.09.2008
Scorpion Offshore Ltd	Notering	30.09.2008
Global Infrastruktur II AS	Off. tilbud	29.09.2008
Sparebank 1 Midt-Norge Private Equity I AS	Off. tilbud	06.10.2008
Borgestad Industries ASA	Børsintroduksjon	08.10.2008
Storebrand Infrastruktur ASA	Off. tilbud	19.12.2008
Norwatt Energy Invest AS	Off. tilbud	13.10.2008
Nordea Valuta XVIII Warrant 2008/2010	Off. tilbud	08.10.2008
Nordic Health	Børsintroduksjon	30.10.2008
Canargo Energy Corporation	Notering + off.tilbud	03.10.2008
Skeie Drilling & production ASA	Off. tilbud	10.10.2008
US Recovery AS	Off. tilbud	07.10.2008
Aberdeen Eiendomsfond Norden/Baltikum ASA	Off. tilbud	21.11.2008
Nordic Power Trading I AS	Off. tilbud	20.10.2008
Sverd Strategiske Investeringer AS	Off. tilbud	21.10.2008
Fornybar Energi I AS	Off. tilbud	20.10.2008
EELD Public AS	Off. tilbud	29.10.2008
Polaris Media ASA	Børsintroduksjon	20.10.2008
Data Respons ASA	Notering	30.10.2008
Nordea Scandies Warrant	Off. tilbud	29.10.2008
Nordea Valuta XIX Warrant	Off. tilbud	27.11.2008
Aker Ocean Harvest AS	Off. tilbud	21.11.2008
Nordea Norske Aksjer	Off. tilbud	07.11.2008
Sverd Private Equity 2007 AS	Off. tilbud	14.11.2008
Nordic Power Trading I AS	Off. tilbud	27.11.2008
Wega Mining ASA	Notering + off.tilbud	23.04.2008
Hafslund Infratek ASA	Notering	21.11.2008
Crew Gold Corporaton ASA	Notering + off.tilbud	25.11.2008
Sparebanken Øst	Notering + off.tilbud	27.11.2008
Nordea Valuta XIX	Off. tilbud	28.11.2008
Nordea Asiatisk Infrastruktur Warrant 2008/2010	Off. tilbud	01.12.2008
Songa Offshore ASA	Notering	08.12.2008
SCAN Geophysical ASA	Notering + off.tilbud	16.12.2008
Global Infrastruktur II AS	Off. tilbud	00.01.1900
Reservoir Exploration Technology ASA	Notering + off.tilbud	19.12.2008
Eurofond Real Estate Opportunity AS	Off. tilbud	00.01.1900
Eltek ASA	Notering + off.tilbud	29.12.2008
NorDiag ASA	Notering + off.tilbud	26.06.2008
US Recovery AS	Off. tilbud	07.10.2008

2.1.2 Prospektkontrollen 2007 – årlig rapport fra Oslo Børs til Kredittilsynet (brev av 31. 01.2008)

Det følger av verdipapirforskriften (vpf) § 7-12 at Oslo Børs innen utgangen av januar hvert år skal avgi en skriftlig redegjørelse om gjennomføringen av oppgavene nevnt i verdipapirforskriften §§ 7-3 og 7-4.

Etter samtaler med Kredittilsynet har Oslo Børs lagt til grunn at Kredittilsynet i rapporten for 2007 ønsker en tilsvarende redegjørelse for forhold som var omhandlet i 2006-rapporten og eventuelle andre særskilte forhold. Nedenfor følger således først en statistikk som gir en oversikt over antall kontrollerte og godkjente prospekter, deretter en redegjørelse for organiseringen av kontrollarbeidet og prosessen og til slutt en oversikt over bruk av dispensasjons- og sanksjonshjemler.

Oslo Børs har i løpet av 2007 kontrollert og godkjent 342 prospekter hvorav 277 er knyttet til utstedelse av aksjer, 63 er knyttet til utstedelse av obligasjoner, og 2 er knyttet til utstedelse av warrants.

I aksjemarkedet var det 119 prospekter knyttet til børsnoterte selskaper (herunder selskaper som skulle børsnoteres) og 115 knyttet til unoterte selskaper (tallene inkluderer 43 verdipapirdokumenter og 3 registreringsdokumenter). Dette er en økning mer enn 100% fra året før. Det er også utarbeidet 25 tilsvarende dokumenter etter reglene for informasjonsdokumenter. Begge warrantsprospektene ble utferdiget som verdipapirdokument knyttet til et tidligere registrert obligasjonsprospekt. I tillegg har børsen avbrutt kontrollen av 32 prospekter. Det er også utarbeidet 20 tilleggsprospekter i tilknytning til allerede godkjente prospekter.

Oslo Børs har mottatt notifikasjon av 305 prospekter fra andre EU/EØS-land. Av disse gjelder 109 prospekter for aksjer og 196 prospekter for obligasjoner. Oslo Børs har notifisert 13 aksjeprospekter til andre lands tilsynsmyndigheter. To obligasjonsprospekter er meldt grensekryssende til andre EØS-land fra Norge.

Oslo Børs har fått overført myndighet fra annet EØS-lands tilsynsmyndigheter etter prospektdirektivets art 13 (5) til å gjennomføre prospektkontroll for utstedere hjemmehørende i hhv Sverige, England og på Kypros. Dette har til sammen vært prospekter for fire selskaper som skulle noteres ved Oslo Børs/ Oslo Axess.

I løpet av 2007 ble det registrert en ny profesjonell investor i medhold av verdipapirhandelloven (vphl.) § 7-4 nr. 8, jf. vpf § 7-1. Oversikten er tilgjengelig på Oslo Børs' web sider¹.

2 Organisering av prospektkontrollen

Det er ikke foretatt endringer i organiseringen av kontrollen av prospekter. Aksje- og warrantsprospekter er organisert under prospekt- og transaksjonsavdelingen med bistand fra selskapsavdelingen og juridiskavdeling. Prospekter for lån kontrolleres og godkjennes av renteavdelingen. Det er pr. 31. januar 2008 seks personer som arbeider i prospekt- og transaksjonsavdelingen og seks i selskapsavdelingen, i tillegg til bistand fra fire jurister. Det er syv personer som arbeider i renteavdelingen.

Det er ikke gjort vesentlige endringer hva gjelder prosedyren for kontroll og godkjenning av prospekter. En jurist vil alltid delta i kontrollen med aksjerelaterte prospekter. Der prospektet er utarbeidet for en emisjonsrekke som baseres på samme prospekt som ved første emisjon, vil det imidlertid kun være bistand fra jurist ved kontrollen av det første prospektet. Ved kontroll av obligasjonsprospekter bistår jurister renteavdelingen ved behov.

I løpet av året er det utarbeidet nye krav for børsnoterte selskaper til å utarbeide informasjonsdokument dersom selskapet inngår avtale om en transaksjon som innebærer en endring på over 25 %². Kravene til innhold i informasjonsdokumenter er nært knyttet til innholdskravene for prospekter, og rutine og prosedyrer for kontroll av både prospekter og informasjonsdokumenter er derfor tilnærmet like³. Et informasjonsdokument antas således å tilfredsstille kravene til et tilsvarende dokument som fritar fra plikten til å utarbeide prospekt etter vphl. § 7-4 nr. 4/6 og 7-5 nr 5/7⁴.

3 Prospektkontrollen

3.1 Orientering til markedsaktørene

Børsen har i løpet av 2007 ikke utgitt separat informasjon knyttet til tolkning og praktisering av prospektreglene, utover å besvare og viderefremme konkrete

henvendelser. Det har imidlertid vært en kontinuerlig oppdatering av CESRs Frequently Asked Questions (FAQ)⁵ hvor også Oslo Børs har bidratt med problemstillinger.

¹ <http://www.oslobors.no/ob/profesjonelleinvestorer>

² Se nærmere Børsreglene/ Axessreglene løpende forpliktelser pkt. 3.5.

³ Jfr. oversendelse av oppdatert rutine for kontroll av aksjeprospekter den 31.01.08.

⁴ Jfr. Børssirkulære 7/2007 pkt. 4.5

⁵ CESRs FAQ er tilgjengelig på <http://www.cesr.eu.org/index.php?page=groups&mac=0&id=40>

Børsen utarbeidet i 2006 et internt arbeidsdokument – en kunnskapsdatabase – knyttet til innholdskravene i Kommisjonsforordning 809/2004. Denne kunnskapsdatabasen er holdt oppdatert og benyttes i det daglige arbeidet med prospektkontrollen. På sikt kan det være hensiktsmessig å vurdere om enkeltelementer fra kunnskapsdatabasen kan utgis til aktørene i form av et sirkulære el. Enkelte av børsens mer prinsipielle besvarelser på konkrete henvendelser fremkommer i "vedtak og uttalelser 2007".

I tilknytning til ikrafttredelse av ny verdipapirhandel og børslov med tilhørende forskrifter og reviderte børsregler er også informasjon knyttet til prospekter oppdatert på børsens internett sider.

Børsen mener å løse tilfredsstillende utfordringen i å sørge for at tolkningen og ikke minst praktiseringen av innholdskravene gjøres likt, og at vi også klarer å formidle disse vurderingene på en hensiktsmessig måte til markedsaktørene. Flere markedsaktører har nå bedre og mer inngående kjennskap til tolkningen og betydningen av de enkelte innholdskravene. I motsetning til hva man skulle forvente har det ikke gjort arbeidet mindre omfattende, men økt behovet for avklaringer og synliggjort uklarheter og flere problemstillinger.

3.2 Godkjenning og kontroll

Aksjeutstedere

Antall kontrollerte prospekter har nesten doblet seg fra 2006 til 2007. Dette er et resultat av økt aktivitet i finansmarkedet generelt, men også et stort antall nynoteringer herunder på Oslo Axess. Omfanget av kontrollen av det enkelte prospekt har også økt, særlig som følge av at flere av prospektene gjennomgående er svært dårlig gjennomarbeidet. I de fleste tilfeller er det usikkerhet knyttet til transaksjonsstruktur, eller mangelfull regnskapsinformasjon – og da særlig proformaregnskaper – som gjør arbeidet med kontrollen omfangsrik. I de mest åpenbare tilfellene har børsen sendt prospektet tilbake til tilrettelegger med informasjon om at prospektkontrollen avbrytes og at nytt og bedre gjennomarbeidet utkast må foreligge før kontrollen påbegynnes.

I løpet av 2007 er det implementert to viktige endringer i Kommisjonsforordning 809/2004. Kommisjonsforordning 1787/2006 som gir regler om videreføring av muligheten – under visse vilkår – til å benytte tredjelands regnskapsprinsipper i prospekter frem til 31.12.2008. Videre er det i Kommisjonsforordning 211/2007 gitt regler som åpner for at prospektmyndigheten kan kreve mer historisk finansiell informasjon og/ eller kreve at det utarbeides proforma finansiell informasjon for enkelte selskaper.

Krav om utarbeidelse av proformaregnskaper skaper ofte usikkerhet for utsteder/tilrettelegger og revisor. Utarbeidelse av proformataill anses normalt som både tid- og ressurskrevende og det er få retningslinjer knyttet til hvordan de skal utarbeides. Videre har det vært en del uklarheter knyttet til den erklæring revisor skal avgi iht. prospektreglene. Flere revisorer har påpekt at kravet til den erklæring som skal avgis går utover den kontroll og revisjon som normalt gjøres på proformaregnskap.

Oslo Børs påpekte i rapporten for 2006 den særlige formen for "fondsstrukturer" som er etablert hvor det tilbys til tegning i et "feeder-selskap" som igjen investerer i et "fond" organisert som et AS eller ASA. Trenden med denne investeringsstrukturen har fortsatt gjennom 2007, men hvor aksjonærrettigheter og kostnadsbelastning varierer. Normalt avgir aksjonæren mange eller alle sine aksjonærrettigheter til et forvaltningsselskap som i praksis forestår kontrollen med både forvaltningen av investeringer og av selskapet. Det vil også variere i hvilken grad aksjonærene reelt sett har mulighet til å utnytte sine aksjonærrettigheter ved å tilbakekalle fullmakter, bli orientert om og få anledning til å møte på generalforsamlinger mv. Kostnadsstrukturene og -nivå varierer også, men normalt påløper honorarer både ved kjøp og salg av aksjer i feeder-selskapet, ved kjøp og salg av investeringsobjekter og et generelt forvaltningshonorar og tilretteleggerhonorar.

Etter ikrafttredelse av ny verdipapirhandellov og regler knyttet til verdipapirforetaks plikt til å foreta kunderegistrering og fremlegge forretningsvilkår allerede ved tegning, har flere tilretteleggere ønsket å inkludere forretningsvilkår i prospekter. Når tegneren tegner aksjer erklærer vedkommende samtidig at han/hun ønsker å bli kunde av tilrettelegger og har fått seg forelagt forretningsvilkårene. Børsen har ikke fått noen fullgod redegjørelse for rettsgrunnlaget for at kundeforholdet må etableres ved tegning og på tegningsblanketten, men det er opplyst at det er hensiktsmessig. Børsen anser det ikke som en del av prospekttrollen å gjennomgå tilretteleggers forretningsvilkår eller forholde seg til vurderingen av om det lovlig kan inngås et kundeforhold til en tredjepart ved tegning av aksjer i et selskap.

Obligasjoner

Som omtalt i fjorårets redegjørelse, medførte prospektdirektivet et ikke ubetydelig strengere prospektregime for obligasjonsutstedere. Etterhvert som låntakerne og tilretteleggerne har opparbeidet erfaring, går de fleste prosessene relativt smidig for eksisterende låntakere. For nye låntakere, representerer de nye reglene fortsatt en terskel. Det er spesielt IFRS-kravet og kravet om beskrivelse av garantister som har vært hovedutfordringer. Dette har medført at noteringsprosessen for nye låntakere kan ta svært lang tid. Som forventet, har det nye prospektdirektivet medført at flertallet nye lån nå noteres på ABM.

4 Dispensasjon og bruk av virkemidler

Oslo Børs har løpet av 2007 ikke nedlagt forbud mot at et tilbud gjennomføres iht. vphl. § 7-8 (4), jf. vpf. § 7-3 (2) d) eller pålagt overtredelsesgebyr eller daglig mulkt iht. vpf § 7-3 (2) i).

Kontroll og godkjenning av prospekter er en dynamisk prosess og et samspill mellom børsen og den som utarbeider prospektet. Det er således sjelden behov for å benytte den myndighet og de virkemidler som børsen har i medhold av vphl kap. 7 og vpf kap 7. Børsen praktiserer dispensasjonsreglene strengt og det er således sjelden børsen mottar søknader om unntak. Det er imidlertid ofte dialog i tilknytning til hvilken type informasjon som er nødvendig. I løpet av 2007 har børsen mottatt en søknad om unntak fra å innta visse opplysninger i prospekt iht. vphl § 7-16. Det ble søkt om unntak fra kravet til å utarbeide proformatall i tilknytning til en prospektpiktig emisjon. Søknaden ble imidlertid avslått og ikke påklaget. Det er søkt om unntak etter bestemmelsen i vpf § 7-3 (2) a), hvor det kan gis unntak fra plikten til å utarbeide prospekt, for i alt 47 sertifikatlån. 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. vpf. § 7-3 (2) (h).

Børsen har rettet kritikk mot ett unotert selskap – Det Norske Oljeselskap ASA – for brudd på vphl 5-19 (ny vphl § 7-19) som krever at akseptblankett kun skal utgis sammen med prospekt. Kritikkbrev ble sendt selskapet 5. september 2007 med kopi oversendt Kredittilsynet.

5 Frister

Frister for kontroll og godkjenning av endelig prospekt følger av vphl. § 5-8 (3). Børsen tilbyr en noe smidigere prosess hvor utkast til prospekt gjennomgås og hvor godkjenningen skjer etter en gjennomgang av flere utkast og en tett dialog med den som utformer prospektet. Første frist for tilbakemeldinger fra børsen er hhv. fem og ti dager og det er ikke gjort endringer i disse, dog har det i flere tilfeller vært nødvendig å kreve at utkastene er bedre gjennomarbeidet. Dette er nødvendig både av hensyn til at den totale arbeidsbelastningen er mye større ved et uferdig utkast i tillegg til at det er vanskelig å holde oversikten når det gjøres mange og vesentlige endringer etter første gjennomgang.

6 CESR

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, i tillegg til at spørsmål og svar som er behandlet i CESR-Prospectus Contact Group fremkommer i CESRs FAQ. Utover dette har børsen hatt både muntlig og skriftlig kontakt med Finansinspeksjonen i Sverige og med FSA i England, særlig i tilknytning til overføring av prospektmyndighet for prospekter utarbeidet i tilknytning til noteringer på Oslo Axess.

7 Avsluttende kommentarer for prospektkontroll

Etter børsens vurdering har både børsen og markedsaktørene fått mer erfaring med "nye" og mer omfattende prospektregler i løpet av 2007. Dog innebærer kravet til lik tolkning av de enkelte informasjonskrav og praktisering av reglene fremdeles en utfordring. Stadig bedre kjennskap til reglene skaper flere spørsmål og problemstillinger, og behov for avklaringer. Muligheten for enkelt å benytte prospekter grensekryssende innen EU/EØS benyttes ikke i så stor grad av norske utstedere, men for dem som har benyttet denne muligheten innebærer det en forenkling.

Det følge av Prospektdirektivet art 21 at delegasjonen av prospektmyndighet skal vurderes innen utgangen av 2008, og både Finansdepartementet og Kredittilsynet har gitt uttrykk for at prospektkontrollen skal evalueres i løpet av 2008. Direktivet åpner for fortsatt delegering av myndigheten frem til 2012, som var den tidsramme for delegasjon til Oslo Børs som ble nevnt i forbindelse med lovbehandlingen, dog slik at reglene er uten tidsavgrensning. For at børsens prospektkontroll skal kunne holde på ansatte som er opplært for oppgaven er det viktig med forutsigbarhet i forhold til en eventuell avvikling av delegasjonen.

Herværende rapport er styrebehandlet 30. januar 2008.

Det følger av verdipapirforskriften § 7-12 at Oslo Børs sammen med den skriftlige redegjørelsen skal avgi en bekreftelse.

For året 2007 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

2.3 PROSPEKTPLIKT

2.3.1 Tingsinnskudd – unntak fra prospektplikt (e-post av 13.06.2008)

Viser til din e-post.

Oslo Børs antar at en transaksjon der aksjer i selskap B overføres til selskap A mot vederlag i aksjer i selskap A som ledd i en kapitalforhøyelse i selskap A (tingsinnskudd) vil være omfattet av unntaket fra prospektplikt i verdipapirhandelloven §§ 7-4 nr. 6 og 7-5 nr. 7, forutsatt at det utarbeides et "tilsvarende dokument" som nærmere angitt. Formuleringen i de norske lovbestemmelsene ("verdipapirer som tilbys som vederlag ved oppkjøp") og de underliggende direktivbestemmelser ("takeover by means of an exchange offer") synes i første rekke å omfatte utstedelser av aksjer som vederlag ved oppkjøpstilbud. Ordlyden er imidlertid ikke begrenset til dette, og hverken ordlyden eller hensynene bak bestemmelsene synes å tale mot at utstedelse av vederlagsaksjer i forbindelse med erverv av aksjer i form av tingsinnskudd ved kapitalforhøyelse omfattes av unntaket.

Ovennevnte innebærer at informasjonsdokument etter løpende forpliktelser pkt. 3.5 utarbeidet i forbindelse med utstedelsen av vederlagsaksjene vil fritas utsteder fra å utarbeide EØS-prospekt, jf. børssirkulære 7/2007 pkt. 4.5. Oppdateringsplikten antas å bli oppfylt gjennom selskapets alminnelige informasjonsplikt.

Det er opplyst at vederlagsaksjene tenkes overført til separat ISIN frem til ordinær generalforsamling i 2009, og deretter overføres til det ordinære ISIN og børsnoteres. Når selskapet utsteder aksjer i notert aksjeklasse, skal disse som utgangspunkt tas opp til notering uten ugrunnet opphold, jf. eksempelvis børsstyrets sak 23. april 2008 vedrørende Copeinca ASA. I det foreliggende tilfelle er det muntlig opplyst at aksjene kun utstedes til én aksjonær, at utstedelsen skjer i januar 2009, at vedkommende ikke har rett til utbytte for regnskapsåret 2008 og at aksjene sannsynligvis vil bli underlagt lock-up. Vi forstår det også slik at vedkommende aksjonær har akseptert at de nye aksjene ikke overføres til det ordinære ISIN og børsnoteres før etter ordinær generalforsamling i 2009. På denne bakgrunn vil Oslo Børs ikke ha innvendinger mot en fremgangsmåte som nevnt. For ordens skyld minnes imidlertid om selskapets plikt til straks å offentliggjøre at kapitalforhøyelsen er registrert i Foretaksregisteret, jf. løpende forpliktelser pkt. 11.4 annet ledd. I denne forbindelse bør det også opplyses at de nyutstedte aksjer ikke vil bli overført til selskapets ordinære ISIN og børsnoteres før etter ordinær generalforsamling i 2009.

2.3.2 Prospektplikt – Overføring fra Oslo Axess til Oslo Børs (e-post av 20.06.2008)

Selskap som har vært notert i mer enn 18 måneder på Oslo Axess kan fritas fra prospektplikt ved overføring til Oslo Børs, jf. verdipapirhandelloven § 7-5 nr. 11, jf. verdipapirforskriften § 7-2 bokstav (a), under forutsetning av at de øvrige vilkårene i verdipapirforskriften § 7-2 er oppfylte.

Du reiser spørsmål om 18-månedersfristen må være oppfylt på søknadstidspunktet om overføring, eller om fristen er oppfylt når børsstyret vedtar innstilling til notering, eller om det er tilstrekkelig at fristen er oppfylt på første noteringsdag på Oslo Børs.

Unntaket i loven referer seg til fritak fra plikten til å "offentliggjøre prospekt", jf. prospektdirektivet art 4.2 (h), hvilket etter vphl. § 7-19 skal skje senest når notering foretas. Børsen antar derfor fristen må være oppfylt før første noteringsdag på Oslo Børs.

2.3.3 Spørsmål om prospektplikt – Aksjer i komplementar; KS (e-post av 11.11.2008)

Det vises til tidligere telefonsamtaler samt redegjørelse for problemstillingen nedenfor.

Som redegjort for i tidligere e-post er ikke KS-andeler som sådan å anse som et finansielt instrument iht vphl § 2-2 (1), og da heller ikke som et omsettelig verdipapir etter vphl § 2-2 (2). Som kjent er det en forutsetning for prospektplikt at det er et omsettelig verdipapir, jfr vphl §§ 7-2 og 7-3.

I de tilfeller der et kommandittselskap består av en komplementar som er et AS, kan det reises spørsmål ved om tilbud om tegning av aksjene vil utløse prospektplikt etter vphl § 7-2 dog forutsatt at det er adgang til fremsette et slikt tilbud, jfr begrensningen som følger av Aksjeloven § 10-1. Aksjer er i utgangspunktet omsettelige verdipapirer etter vphl § 2-2 (2) nr. 1. En forutsetning for prospektplikten er imidlertid at de aktuelle aksjene "kan omsettes", jfr. vphl § 2-2. Hva som menes med denne forutsetningen er drøftet i Ot. prp. nr 69 (2004 -2005) s 19, hvor det fremkommer:

"Når det gjelder andre verdipapirer som gir rett til å erverve de nevnte instrumenter er det en uttrykkelig forutsetning at disse «normalt omsettes». Ved praktiseringen av dagens prospektregler er det reist spørsmål ved i hvilken grad aksjer, obligasjoner og verdipapirer som gir rett til erverv av disse, i tegningsvilkår, vedtekter eller avtale, kan gjøres uomsettelige og dermed falle utenfor prospektplikten. Spørsmålet er bl.a. praktisk ved etablering av kommandittselskaper der det i mange tilfeller er vedtektsfestet at aksjene i komplementarselskapet bare kan selges sammen med kommandittandelen. Spørsmålet har vært diskutert i arbeidsmøte med EU-kommisjonen 26. april 2004, hvor det ble muntlig bekreftet av representanter fra Kommisjonen at verdipapirer hvis omsettelighet er begrenset, ikke faller inn under definisjonen av omsettelige verdipapirer i Prospektdirektivet. Arbeidsgruppen legger etter dette til grunn at det er en forutsetning for prospektplikt at de aktuelle verdipapirene er omsettelige. Dette gjelder uavhengig av om verdipapirene er aksjer, obligasjoner eller andre verdipapirer.»

Under departementets vurdering, Ot. prp. nr 69 (2004 -2005) ss. 22, konkluderes det med at:

"Departementet viser for øvrig til at det etter gjeldende rett ikke er prospektplikt ved omsetning av andeler i kommandittselskap. Det vises til NOU 1995: 1 pkt. 4.2.1.3 og pkt. 4.4.5.1. Departementet finner det ikke hensiktsmessig å foreta en endring av rettstilstanden på dette punktet på det nåværende tidspunkt."

Det fremkommer ikke av redegjørelsen nedenfor hvilke omsetningsbegrensninger som er knyttet til de aksjer som skal tilbys offentligheten, men gitt at forutsetningene som fremkommer ovenfor er oppfylt vil det ikke være prospektplikt for den "pakken" av aksjer og KS-andeler som tilbys.

2.3.4 Undue Delay in Publication of Prospectus (brev av 28.08.2008)

We refer to your prospectus dated 15 February 2008.

According to section 5.1 of the prospectus, the obligation to publish the prospectus was triggered by the issuance of 582,649 new shares which was resolved by a board meeting in the Company on 5 July 2007. The shares were subscribed by BassRig Partners I Ltd as payment for brokerage services, and issued 31 July 2007.

Further, the table presenting recent changes in the share capital lists four additional share issues in the period between the above-mentioned share issue in July 2007 and publication of the prospectus.

Section 7-3 first sentence of the Securities Trading Act reads:

'Upon admission to trading of transferable securities on a Norwegian regulated market place, including increases of capital in companies with quoted shares, a prospectus shall be prepared pursuant to the rules in this chapter.'

According to section 7-19 first subsection first sentence, such prospectuses must be published 'at the latest ... upon admission to trading'.

Section 11.4 first subsection, first sentence of the Continuing Obligations reads:

'If new shares are subsequently issued in the same class of shares as the class that is listed, the new shares will be admitted to stock exchange listing automatically with no application required.'

The above provisions came into force on 1 November 2007/1 January 2008. Similar provisions were applicable at the time the relevant share issues were completed.

Section 11.4 first subsection of the Continuing Obligations does not expressly set out that the new shares should be listed within a specific deadline. Based on the principle of automatic listing, Oslo Børs has, however, taken the position that listed companies are required to list newly issued shares without undue delay, see 'Vedtak og uttalelser' (Decisions and statements) 2006 p. 11. In Oslo Børs' board meeting on 25 November 2003, Hands ASA was sanctioned for neglecting to publish a prospectus in connection with a private placement completed six months earlier, on 19 May 2003. In Oslo Børs' board meeting 23 April 2008, Copeinca ASA was sanctioned for a similar breach. Both decisions are available on Oslo Børs' website. If a company does not comply with the guidelines set out by Oslo Børs it may be considered to have breached the obligation to observe 'good stock exchange practice' as set out in section 14 of the Stock Exchange Regulations.

Based on the information provided in the prospectus, the share issue completed 31 July 2007 triggered prospectus requirements in accordance with section 7-3 (then section 5-3) of the Securities Trading Act. Thus, the new shares could not be made available for trading until a prospectus had been published, see section 7-19 (then section 5-19) of the Securities Trading Act. The prospectus was published on 15 February 2008.

Oslo Børs has not concluded on what constitutes a reasonable period of time for the listing of new shares. In the cases regarding Hands ASA and Copeinca ASA referred to above, however, Oslo Børs concluded that 6 months is an unreasonably long period of time. The principle applies generally, i.e. also in cases of private placements limited to only one subscriber. Scorpion seems therefore not to have complied with the guidelines set out by Oslo Børs and thereby also the principle of good stock exchange practice.

The prospectus does not state whether any of the subsequent share issues also were subject to prospectus requirements, or whether these shares were listed prior to the publication of the prospectus.

Based on the time that has elapsed since the publication of the prospectus and an overall assessment of the situation, Oslo Børs has decided not to pursue this case further. We do, however, emphasise that violations of the principles described above are not acceptable for companies listed on Oslo Børs, and that any future breaches are likely to be sanctioned with a violation charge.

Oslo Børs will not publish any press statements regarding this letter, but we may make it publicly known.

2.4 PROSPEKTERS INNHOLD OG FORM

2.4.1 Unoterte prospekter, prospektprosessen, verdivurderinger av eiendom, nærstående transaksjoner mv (notat til advokat av 12. februar 2008)

1 Generelt om prosessen

SPØRSMÅL:

Frister for tilbakemelding

For det første er det særlig børsens frist for tilbakemelding på første utkastet (14 dager) som skaper utfordringer. Fristen innebærer at første utkastet må sendes ca en måned før tegningsstart, hvor mye av informasjonen ikke er oppdatert slik at første utkast blir svært ufullstendig. Vårt inntrykk er at børsen dermed må bruke uforholdsmessig mye tid på å kommentere de manglende opplysningene, hvilket ikke er særlig effektivt ettersom utsteder jo er fullt klar over at opplysningene mangler. Dersom det ikke er mulig å gjøre noe med 14 dagers fristen, tror vi det vil være hensiktsmessig at det gis en aksept på at det angis i første utkastet hvilke forhold som vil bli inntatt i andre utkastet (typisk vil dette være finansiell informasjon, aksjekapital, markedsutsikter og foretatte investeringer), slik at børsen ikke trenger å bruke tid på dette. Forhold som derimot vil kunne være fullt ut oppdatert i første utkastet og som således bør kunne "closes" ifm første tilbakemelding er typisk risikofaktorer, emisjonsteknisk, prospekterklæringer etc. At det ofte har blitt foretatt endringer vedr slike forhold i senere utkast, er noe vi må ta selvkritikk på og som vil bli forbedret fra vår side.

SVAR:

Den uformelle godkjennelsesprosessen som børsen tilbyr forutsetter at prospektet er tilstrekkelig gjennomarbeidet før prospektkontrollen kan iverksettes. Et godt gjennomarbeidet prospekt er en forutsetning for at kontrollen skal kunne gjennomføres både effektivt og forholdsvis raskt etter at første tilbakemelding er gitt. Arbeidsmengden for børsen øker også der det er mange utestående forhold eller ikke oppdatert informasjon. Dessuten er det vanskelig å se helheten i prospektet og at all informasjon henger sammen.

Børsen har i løpet av det siste året opplevd prospekter hvor mye og/eller vesentlig informasjon mangler, blant annet finansiell informasjon. I enkelte tilfeller er det heller ikke oppdatert informasjon, noe som har medført at børsen både kontrollerer "gammel" informasjon for deretter å få forelagt et nytt utkast som også må kontrolleres, noe som reelt sett representerer dobbeltarbeid for børsen. Dette gjelder prospekter både for noterte og unoterte utstedere. I utgangspunktet skal ikke kontrollen påbegynnes dersom prospektet er så ufullstendig, primært fordi børsen har erfart at det er vanskelig å se helheten i strukturen i tillegg til at det totalt sett er mer arbeidskrevende

I den grad det er særskilte forhold som gjør det påkrevet å få gjennomført kontrollen raskere enn de fastsatte frister skulle tilsi, kan børsen kontaktes og dersom saksbehandleren har kapasitet og informasjonen i dokumentet er gjennomarbeidet vil prosessen kunne gjennomføres raskere. Med den mengden prospekter som har vært kontrollert i løpet av foregående år, har det dessverre vært vanskelig å forsere disse prosessene. Uansett bør det imidlertid ikke være nødvendig med saksbehandlingstid på

ca 1 måned – det må kun være de tilfeller hvor prospektet er svært ufullstendig at det vil ta så lang tid.

SPØRSMÅL:

Manglende likebehandling

Et annet forhold som vi opplever som unødig tidkrevende er at det ofte kommer opp nye forhold og krav fra børsen side som ikke er blitt påpekt i tidligere runder. Noe av årsaken til dette synes å være at det som påpekes av den enkelte saksbehandler ofte ikke er tilstrekkelig samstemt med tilbakemeldingene til øvrige saksbehandlere. Slikt sett kan det synes noe tilfeldig hva som blir påpekt. Vi har forståelse for at børsen har hatt behov for å bruke tid på å etablere en praksis ift. det nye regelverket, men to år etter implementeringen av reglene bør denne praksisen ha satt seg.

SVAR:

Børsen er inneforstått med at det i enkelte tilfeller fremstår som om like spørsmål og innholdskrav behandles forskjellig, og har forståelse for at det er frustrerende. Argumentasjon knyttet til denne typen problemstillinger fremstår også for børsen som vanskelig, særlig fordi det ofte er forskjeller som er avgjørende for vår vurdering men hvor disse forskjellene kan fremstå som mindre viktige for utsteder. For enkelte informasjonskrav er det dessuten vurderinger og problemstillinger som utvikles over tid før de får sin endelige avklaring. I de tilfeller der det gjøres større endringer fra første utkast, vil det også normalt medføre nye kommentarer i tillegg til at helhetsbilde av prospektet ikke er like godt.

Det er flere interne prosesser som skal sikre at like spørsmål behandles likt, og at kontrollen skal være mest mulig forutsigbar. Både interne erfaringsarkiv, tilgang til tidligere praksis og tolkninger, sammen med CESRs Frequently Asked Questions, samt en uformell dialog mellom saksbehandlere er viktige elementer i saksbehandlingen. Børsen har og har hatt en kontinuerlig fokus på å sørge for likebehandling og lik praktisering av innholdskravene, og vil selvfølgelig fortsette dette arbeidet.

2 Verdivurderingsrapporter

Generelt

SPØRSMÅL:

Vi legger til grunn at børsens praksis for å tillate bekreftelse knyttet til markedspris/uavhengige parter i stedet for verdivurderingsrapport for eiendommer som er ervervet siste år videreføres. Vi legger til grunn at det ikke har noen betydning om eiendommene er kjøpt direkte eller indirekte (andeler i selskaper som eier eiendom), ettersom en bekreftelse vedr markedspris og uavhengige parter i begge tilfeller vil kunne dokumentere at de verdier som eiendommene angis å ha er reelle og reflekterer markedspris.

SVAR:

Det følger av CESRs anbefaling (CESR/05-054b)) pkt. 128-130 at eiendomsselskaper skal utarbeide verdivurderinger av eiendommer selskapet eier – direkte eller indirekte. Kravet om verdivurderingsrapport er primært for å dokumentere at de verdier som eiendommene angis å ha er reelle og reflekterer markedspris. I de tilfeller der eiendommen nylig er ervervet til markedspris, har børsen åpnet for at verdivurderingsrapporten kan erstattes av informasjon om kjøpesum sammen med en bekreftelse. Bekreftelsen skal angi at transaksjonen er gjort mellom uavhengige parter og at den reflekterer reell markedspris for eiendommen. Videre må det gis detaljer som er relevante for verdsettelsen av eiendommene (eks. type bygg, byggeår, dato for kjøp, leieforhold/inntekter, totalt areal, arealutnyttelse, yield, varighet på gjenværende leiekontrakter, etc). Dette unntaket er imidlertid kun et alternativ til å utarbeide en verdivurderingsrapport.

Unntaksregimet forutsetter at det foreligger en separat kjøpspris for hver enkelt eiendom. Dersom kjøpet av eiendommen er gjort gjennom kjøp av aksjer i et eiendomsselskap, må kjøpesummen for aksjene klart kunne tilordnes eiendommen og ikke eventuelle andre overtatte eiendeler, rettigheter, forpliktelser eller skattemessige forhold. Unntaksregimet forutsetter videre at det kan gis en bekreftelse i forhold til reell markedspris på eiendommen, ikke de ervervede aksjer i et eiendomsselskap. Dersom virkelig verdi av eiendommen avviker fra kjøpesummen for aksjene, må det vurderes om det overhodet vil være mulig å beregne reell markedspris. Avviket må kunne forklares /dokumenteres, og børsen vil på bakgrunn av mottatte opplysninger vurdere om unntaksregimet vil kunne benyttes.

Særlig vedr inspeksjon av eiendommene

SPØRSMÅL:

Det er ikke fastsatt noe nærmere i CESR mht når eller av hvem inspeksjonen må være foretatt. Det ble heller ikke oppstilt noe krav vedrørende dette fra børsens side under forrige runde. I praksis vil verddivurderer, dersom han ikke selv har foretatt en inspeksjon, støtte seg på takstrapporter eller annen informasjon vedr byggets tekniske tilstand. Verddivurderer vil selvfølgelig imidlertid alltid foreta en selvstendig vurdering av hvorvidt opplysninger innhentet av andre kan legges til grunn for rapporten. Vi legger derfor til grunn at det er tilstrekkelig at det opplyses når og av hvem siste inspeksjon er foretatt, uavhengig av om det er verddivurderer selv eller andre som har foretatt inspeksjonen. Dersom inspeksjonen er foretatt av tilrettelegger for prosjektet eller annen som er nærstående til prosjektet, legger vi til grunn at det er tilstrekkelig at verddivurderer (slik som sist) inntar følgende opplysning i rapporten: "[Verddivurderer] har ingen eierinteresser i []fondet og verddivurderingene er gjort uavhengig av [Tilrettelegger].

SVAR:

Det følger av CESR anbefalingen at verddivurderingsrapporten skal:

- (i) "be prepared by an independent expert" og
- (ii) "give the date or dates of inspection of the property".

Verddivurderingsrapporten skal være utarbeidet av en uavhengig ekspert. Om det er en eller flere uavhengige eksperter er etter børsens oppfatning uten betydning – det som er vesentlig er at ekspertene er uavhengige både av tilrettelegger og utsteder og gjør sine vurderinger deretter.

En inspeksjon av eiendommen vil naturlig nok være en viktig del av verddivurderingen - avhengig av de konkrete omstendigheter. Dersom inspeksjonen gjennomføres av andre enn den som faktisk foretar verddivurderingen, bør derfor vedkommende også være uavhengig av eier/tilrettelegger, dog kan de konkrete omstendigheter tilsi unntak. Uansett er det viktig at verddivurderingen er basert på ekspertenes selvstendige vurderinger og ikke kun på informasjon eller vurderinger fra ikke-uavhengige parter (tilrettelegger/utsteder).

Tomt

SPØRSMÅL:

Når det gjelder ubebygde tomter, må det bero på en feiltagelse at det i forrige runde ble krevd inspeksjon av slike, all den tid det ikke er noe bygg å inspisere. For slike eiendommer vil verdien i hovedsak måtte fastslås ut fra leiekontakten som tilhører eiendommen. Vi legger derfor til grunn at børsen heretter ikke vil kreve inspeksjon av ubebygde eiendommer.

I den grad eiendommer som ikke ligger i umiddelbar geografisk nærhet til Akershus Eiendom AS (verddivurderer) - dvs. Østlandsområdet - ikke er blitt inspisert og det ikke vil være praktisk gjennomførbart å foreta inspeksjon før prospektdato, legger vi til grunn at børsen vil vise forståelse for dette, slik at inspeksjon ikke vil bli krevd for slike eiendommer. Vi vil uansett ta initiativ til å avklare dette med børsen før hver emisjon.

SVAR:

Iht CESRs anbefaling pkt. 129 kommer kravene til utarbeidelse av verddivurderingsrapporter mv. til anvendelse for "property companies". Av teksten er det vanskelig å se at ubebygde tomter ikke er omfattet, og det ville uansett skapt avgrensingssspørsmål mot tomter med bygg under oppføring mv. Slik vi forstår anbefalingen skal ubebygde tomter vurderes som sådan uten den potensielle verdi eiendommen vil ha når den bebygges. Dette gjelder også i de tilfeller der det er inngått leiekontrakt for et nybygg, dog vil informasjon om slike leieavtaler også være viktig. Dersom verddivurderingen skulle hensynta at tomten skal bebygges, vil verddivurderingen være beheftet med mange usikkerhetsmomenter. Hva potensialet for tomten er – herunder informasjon om inngåtte leieavtaler etter oppføring av bygget – er selvfølgelig vesentlig tilleggsinformasjon som i utgangspunktet skal fremgå av prospektet (jfr bla krav om opplysninger i vedlegg I om fast eiendom, pkt 8, investeringer pkt. 5.2, vesentlige kontrakter i pkt. 22 mv.)

Når det gjelder eiendommer som er vanskelig å inspisere som følge av geografisk plassering, vil det være mulig å benytte andre eksperter, takstmenn el. til å foreta nødvendig inspeksjon.

3 Transaksjoner med nærstående

SPØRSMÅL:

Annex I pkt 19, jf. IAS 24 reiser en rekke tolkningsspørsmål.

1. For det første er det spørsmål om hvem som skal anses som "nærstående" iht bestemmelsene. Det som er klart er at person eller selskap som kontrollerer utsteder (enten gjennom eierandeler eller stemmene) anses som nærstående part. Under forrige runde fremhevet børsen imidlertid flere andre tilfeller som etter omstendighetene ville kunne komme til å bli ansett som nærstående-situasjoner, men som børsen ikke hadde tatt nærmere stilling til, herunder at styremedlemmene i utsteder er ansatt hos tilrettelegger/kapitalforvalter, at det foreligger aksjonæravtaler hvor tilrettelegger/kapitalforvalter har rett til å utpeke ett eller flere styremedlemmer etc. Vi har forståelsen for at børsen ikke kan gi en forhåndsavklaring av alle mulige nærstående-situasjoner, men det er likevel ønskelig at børsen gir noen nærmere generelle retningslinjer om dette.

SVAR:

Angivelsen av hvem som anses som nærstående følger av IAS 24 pkt 9-11, jfr. CESR anbefalingen 149. Kriteriene for å avgjøre hvem som er nærstående parter er til dels vage og skjønnsbaserte og vi har forståelse for at det kan være vanskelig å tolke. Oslo Børs har ingen myndighet til å foreta generelle fortolkninger av IAS reglene. Det er Kredittilsynet som ansvarlig for regnskapstilsynet som forestår implementeringen av disse regnskapsstandardene, og er i den forbindelse forpliktet til å se hen til praksis innen EU/EØS.

Vurderingen av om det foreligger en nærstående transaksjon vil ofte være enkel, ettersom forholdet mellom partene normalt klart faller innenfor eller utenfor definisjonen av nærstående. De skjønsmessige kriterier kan imidlertid i enkelttilfeller medføre vanskelige avgrensinger. Det gjelder bla for IAS nr. 9 a) hvor det avgjørende er om en part hhv "kontrollerer, blir kontrollert av eller er under samme kontroll som foretaket" eller har en "interesse i foretaket som gir det betydelig innflytelse" mv. Det følger videre av IAS 24 nr. 10 at det er det "reelle innholdet i forholdet og ikke bare forholdets juridiske form" som er avgjørende.

Vurderingen av hvilke reelle tilknytningsforhold som foreligger, er utsteder nærmest til å foreta og til å gi opplysninger om. I mange av de fondsstrukturene som er etablert, er det en stor grad av personfellesskap mellom utsteder, tilrettelegger og forvalter mv – i tillegg til aksjonæravtaler som overlater forvaltningen av selskapet til en forvalter. Børsen

har verken oversikt over eller kjennskap til de reelle tilknytningsforhold, men vil det etter børsens oppfatning fremstår som en transaksjon mellom nærstående be om utsteders vurdering i forhold til vedlegg I pkt. 19. Utsteders tilbakemelding vil normalt tas til etterretning da utsteder både er den som er ansvarlig for å gi korrekt informasjon og som er nærmest til å kjenne til de reelle forholdene. Dersom utsteder er i tvil vil vi selvfølgelig kunne bidra i vurderingen.

SPØRSMÅL:

2. For det andre er det spørsmål om vedkommende må være nærstående pr. tidspunktet for prospektet eller om det også skal gis opplysninger om transaksjoner under avtaler som har blitt inngått med tidligere nærstående parter.

SVAR:

Etter vår forståelse av vedlegg I pkt. 19, er det avgjørende om det på tidspunktet da avtalen ble inngått/ transaksjonen gjennomført var mellom to parter som på det tidspunkt måtte anses som nærstående. At etterfølgende forhold medfører at partene ikke lenger er nærstående, medfører normalt ikke at avtalen/transaksjonen mister sin karakter av å være en nærstående transaksjon.

SPØRSMÅL:

3. Etter sin ordlyd gjelder pkt 19 kun for "utsteder". Imidlertid er det blitt antydnet fra børsen at det også vil kunne bli krevd opplysninger om nærstående-avtaler i underliggende fond. Vi ber opplyst med hjemmel i hvilken bestemmelse børsen vil kreve slik informasjon, samt de nærmere vilkårene for når slik informasjon må inntas i prospektet.

SVAR:

Kravet til å opplyse om nærståendetransaksjoner er, slik børsen vurderer pkt. 19 i vedlegg I, neppe begrenset til kun utsteder der utsteder er et konsern. IAS 24 kommer nettopp til anvendelse for konsernforhold, og det følger av forutsetningen bak disse regnskapsprinsippene at opplysninger om nærstående transaksjoner ikke er begrenset til en del av konsernet.

SPØRSMÅL:

4. Pkt 19 a) gjelder "transaksjoner". Slik vi leser bestemmelsen, innebærer dette at utsteder skal gi opplysninger om størrelsen på utbetalte honorarer, men ikke opptjente (ikke utbetalte) honorarer. Hva er børsens synspunkt på dette?

SVAR:

Det følger av IAS 24.9 jfr CESR anbefalingen pkt 149 at en "transaksjon mellom nærstående parter er en overføring av ressurser, tjenester eller plikter mellom nærstående parter, uansett om det tas en pris for dette eller ikke". Om honorarer er betalt eller ikke er således uten betydning ift hva som skal opplyses.

SPØRSMÅL:

5. For øvrig ber vi om bekreftelse på at det ikke er nødvendig å opplyse om transaksjonen(e)s prosentandel av utsteders omsetning (jf punkt 19 b), ettersom dette ikke kan anses å ha noen informasjonsverdi for investorene i våre prosjekter.

SVAR:

Det følger av vedlegg I pkt. 19 andre ledd pkt b) at det for transaksjoner mellom nærstående enten skal opplyses om hvilket beløp slike transaksjoner utgjør totalt sett eller hvilken prosentandel transaksjonene utgjør av utsteders omsetning. Det er mao en valgfrihet mellom alternativene, men i den grad prosentandelen av utsteders omsetning er uten informasjonsverdi er det naturlig at det opplyses om beløp.

SPØRSMÅL:

6. For øvrig legger vi til grunn at tilsvarende opplysninger som det som ble opplyst for Pareto EiendomsKapital/Nordisk Realkapital/Pareto ShippingKapital vil bli akseptert også i påfølgende runder.

SVAR:

Når det gjelder nærstående transaksjoner, er det avgjørende at punkt 19 bokstav a) og b) er dekket. Bokstav a) angir at man skal angi arten og omfanget av transaksjoner som hver for seg eller samlet er vesentlige for utstederen. Dersom transaksjonen(e) ikke er inngått på markedsvilkår, skal det fremlegges en forklaring på hvorfor transaksjonen(e) ikke ble gjennomført på markedsvilkår. Informasjonen som skal gis i Punkt b), omfatter alle transaksjoner med nærstående.

Det antas videre at det tydelig må fremkomme hvilke transaksjoner som anses å være transaksjoner med nærstående. I de tilfeller hvor selve avtalen(e) inngår som vedlegg til prospektet vil det antakelig kunne vises til disse for beskrivelse av art og omfang.

3. OPPTAK TIL BØRSNOTERING

3.1 NYE SELSKAPER PÅ OSLO BØRS I 2008

Selskaper som har søkt om notering og er vedtatt tatt opp i 2008:

Navn	Marked	Status	St.møte/ vedtaks dato
Aqua Bio Technology ASA	Axess	Notert	28.11.2007
Natto Pharma	Axess	Notert	19.12.2007
Thin Film Elektronics	Axess	Notert	19.12.2007
Camposol Holding Plc	Axess	Notert	23.04.2008
Bergen Group ASA	Børs	Notert	23.04.2008
BW Gas Limite	Børs	Notert	29.05.2008
Prosafte Production SE	Børs	Notert	29.05.2008
PCI Biotec Holding ASA	Axess	Notert	29.05.2008
Norway Pelagic ASA	Børs	Notert	29.05.2008
Havila Ariel ASA	Axess	Notert	19.06.2008
Remedial (Cyprus) Plc	Axess	Notert	19.06.2008
Spectrum ASA	Axess	Notert	19.06.2008
Global IP Solutions AB (publ)	Børs	Notert	19.06.2008
Borgestad Industries ASA	Axess	Notert	24.09.2008
Nordic Health ASA	Axess	Notert	24.09.2008
RigNet Inc. ETF'er	Børs	Bortfalt	
XACT Derivat Bull	Børs	Notert	17.01.2008
XACT Derivat Bear	Børs	Notert	17.01.2008
DnB NOR XACT Derivat Bear	Børs	Notert	16.06.2008
DnB NOR XACT Derivat Bull	Børs	Notert	16.06.2008

3.2 NYE BØRSREGLER

3.2.1 Endringer i løpende forpliktelser for Oslo Børs og Oslo Axess vedtatt 3. oktober 2008 (børssirkulære 6/2008)

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

3.2.2 Warranter og børshandlede fond – opptaksregler og løpende forpliktelser (børssirkulære 3/2008)

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

3.3 OPPTAKSPRAKSIS

3.3.1 RigNet Inc Public Ltd - forlengelse av opptaksvedtak (vedtak 27. august 2008)

The Board of Oslo Børs agreed to amend its decision of 27 August 2008 to admit shares in RigNet Inc Public Ltd to listing on Oslo Børs, or alternatively to listing on Oslo Axess, by extending the deadline for the date of the first day of listing to be set by the Chief Executive Officer of Oslo Børs to 30 November 2008.

The extension of the deadline is conditional upon RigNet keeping the management of Oslo Børs informed at all times of any material new information relative to the information provided in the company`s application for admission to listing.

The Board authorised the Chief Executive Officer of Oslo Børs to decide whether any such new information should cause the decision of 27 August 2008 to admit the company to listing should be set aside on the basis that the conditions set out for listing are no longer satisfied.

3.3.2 Bergen Group ASA – søknad om utsettelse av frist for første noteringsdag (vedtak 29. mai 2008)

Bakgrunn

Børsstyret vedtok den 23. april 2008 å ta aksjene i Bergen Group ASA ("Bergen Group" eller "selskapet") opp til notering på Oslo Børs. Det ble i denne forbindelse fattet følgende vedtak:

"Børsstyret vedtok å ta aksjene i Bergen Group ASA opp til notering på Oslo Børs.

Det gis dispensasjon fra kravet om at selskapet skal ha bestått i minst tre år, jf børsforskriften § 4. Dispensasjon er gitt fordi virksomheten har bestått, men i andre juridiske enheter.

Det forutsettes at selskapet før første noteringsdag oppfyller kravet til antall børsposteiere slik det fremgår av Opptaksreglene pkt. 2.4.2 og offentliggjør godkjent prospekt.

Dersom kravet til antall børsposteiere ikke er oppfylt tas selskapet opp til notering på Oslo Axess, forutsatt at øvrige vilkår er oppfylt.

Børsdirektøren har fullmakt til å avgjøre notering på Oslo Børs eller Oslo Axess samt fastsette første noteringsdag, senest 6. juni 2008."

Bergen Group ASA har i brev av 15. mai 2008 søkt om utsettelse av fristen for siste mulige noteringsdag fra 6. juni 2008 til 30. juni 2008. Begrunnelsen for å søke om fristforlengelse er at selskapet den 29. april 2008 inngikk en intensjonsavtale med aksjonærene i Fosen Holding AS ("Fosen Holding") om kjøp av 100 % av Fosen Holding. Kjøpesummen ble satt til NOK 200 millioner. Partene inngikk deretter en kjøpsavtale den 8. mai 2008. Gjennomføring av oppkjøpet skal i henhold til avtalen gjennomføres 2. juni 2008, forutsatt at alle vilkår for gjennomføring er oppfylt. Avtalen er bl.a. betinget av endelig styregodkjennelse i Bergen Group. Kjøpet av Fosen Holding AS medfører krav om utarbeidelse av proforma tall for 1. kvartal 2008, samt for regnskapsåret 2007. Proforma informasjonen som skal inntas i noteringsprospektet skal i følge selskapet foreligge primo juni.

Børsen har mottatt og gjennomgått et oppdatert likviditetsbudsjett der oppkjøpet av Fosen er hensyntatt. I henhold til kjøpsavtalen skal oppgjør for kjøpesummen på NOK 200 mill delvis skje ved utstedelse av aksjer til selgerne (NOK 100 mill), mens resten skal gjøres opp kontakt. Bergen Group har til hensikt å finansiere kontantoppgjøret ved opptak av banklån på NOK 100 mill med løpetid på minimum ett år. Gjennomføring av

emisjonen på NOK 100 mill er i følge selskapet en forutsetning for å tilfredsstillere kravet i selskapets obligasjonslån om en egenkapitalandel på minimum 35 % i 12 måneders perioden fra første noteringsdag. Børsen legger til grunn at selskapet har sannsynliggjort at det vil ha tilstrekkelig likvide midler til å kunne drive videre i minst ett år fra planlagt noteringstidspunkt, forutsatt at emisjonen på NOK 100 mill gjennomføres som planlagt.

Pareto Securities AS har gitt Advokatfirmaet Selmer DA i oppdrag å oppdatere due diligence gjennomgangen på Fosen Holding AS som ble gjort i forbindelse med salget, med tanke på noteringen og noteringsprospektet. Det er også gjennomført finansiell due diligence. Oslo Børs har bedt om å få oversendt konklusjonene fra due diligence gjennomgangen. Det forutsettes at due diligence gjennomgangen ikke avdekker forhold som anses å være til hinder for en børsnotering.

En endring av fristen for første noteringsdag fra 6. juni til 30. juni innebærer en utsettelse på 16 børsdager. Etter børsens vurdering skal det foreligge en saklig grunn for å innvilge en fristforlengelse for første noteringsdag.

Bergen Group opplyser følgende som bakgrunn for søknaden om utsettelse:

"Kjøpet av Fosen Holding AS styrker Bergen Groups satsning på spesialskip for offshoresektoren samt andre offshoreinstallasjoner, og passer godt inn i Bergen Groups industrielle plan. Med satsingen på Fosen Holding AS, vil Bergen Groups dekning langs norskekysten være komplett samtidig som selskapet får tilgang til et svært kompetent miljø i Sverige. Fra selskapets side var dette en mulighet som dukket opp på kort varsel og som selskapet til tross for den pågående noteringsprosessen mente ville tjene selskapet og dets aksjonærer, samt gi markedet et enda sterkere selskap for handel etter notering. Selskapet fant derfor at transaksjonen av kommersielle årsaker var så viktig at den burde gjennomføres selv om dette ville medføre komplikasjoner i forhold til noteringsprosessen."

Basert på ovennevnte vedtas følgende:

"Vedtaks om å ta aksjene i Bergen Group ASA opp til notering på Oslo Børs opprettholdes i samsvar med børsstyrets vedtak den 23. april 2008, med unntak av børsdirektørens fullmakt til å fastsette første noteringsdag senest 6. juni 2008.

Denne endres og børsdirektøren gis fullmakt til å fastsette første noteringsdag senest 30. juni 2008. Dersom oppkjøpet av Fosen Holding AS gjennomføres forutsettes det at oppgjør av NOK 100 mill av kjøpesummen på NOK 200 mill skjer i form av utstedelse av aksjer i Bergen Group ASA som planlagt."

4. STRYKNING/SUSPENSJON

4.1 SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING I 2008

Navn	Styremøte/ vedtaks dato
Eastern Echo Holding PLC	21.12.2007
Scan Subsea ASA	21.01.2008
Arrow Seismic ASA	21.01.2008
Frigstad Discoverer Invest Ltd	21.01.2008
Norstat ASA	21.02.2008
Aker Drilling ASA	14.03.2008
Fast Search & Transfer ASA	16.05.2008
Petrobank Energy and Resources ltd	10.06.2008
Trolltech ASA	13.06.2008
Ocean Rig ASA	17.07.2008
Teekay Petrojarl ASA	22.07.2008

Navn	Styremøte/ vedtaks dato
Trefoil Limited	25.07.2008
BW Gas ASA	28.07.2008
Profdoc ASA	22.08.2008
B+H Ocean Carriers Ltd	22.08.2008
Deep Ocean ASA	28.08.2008
Confirmit ASA	22.09.2008
Exense Consulting ASA	23.09.2008
Vmetro ASA	29.10.2008
Awilco Offshore ASA	30.10.2008
Superoffice ASA	20.11.2008
DOF Subsea ASA	16.12.2008
Ocean HeavyLift ASA	23.12.2008
Intelecom Group ASA	23.12.2008
Revus Energy ASA	30.12.2008

4.2 STRYKNINGSSAKER

4.2.1 Fosen ASA – søknad om strykning – fusjon med Torghatten Trafikkselskap ASA (brev 9. Januar 2009)

1 Innledning

Det vises til brev datert 15. desember 2008, hvor De på vegne av Fosen ASA (Fosen eller selskapet) søker om strykning av selskapets aksjer fra notering på Oslo Børs.

Grunnlaget for søknaden er vedtak om fusjon med Torghatten Trafikkselskap ASA (Torghatten) fattet i selskapets ekstraordinære generalforsamling 12. desember 2008, samt vedtak om strykning av samme dato.

2 Sakens bakgrunn

Fosen er en av landets største aktører innenfor kollektiv transporttjenester, med hovedvirksomhet innen persontrafikk med ferje, hurtigbåt og buss. Det geografiske tyngdepunktet ligger i Midt-Norge og på Østlandet.

Selskapet representerer en videreføring av den virksomhet som tidligere ble drevet av de børsnoterte selskapene Fosen Trafikklag ASA og Namsos Trafikkselskap ASA, etter en restrukturering og fusjon som trådte i kraft 11. september 2008.

Selskapets markedsverdi basert på omsetningskurser er pr. dags dato om lag NOK 275 millioner.

I ekstraordinær generalforsamling 12. desember 2008 vedtok Fosen fusjon med Torghatten. Generalforsamlingen vedtok videre å søke selskapets aksjer strøket fra notering på Oslo Børs. Fusjons- og strykningsvedtakene er ikke gjort betinget av hverandre, og generalforsamlingen har således vedtatt å søke selskapet strøket uavhengig av om fusjonen med Torghatten blir gjennomført.

Den 17. desember 2008 ble fusjonen vedtatt også av generalforsamlingen i Torghatten. Iht. fusjonsplanen er Torghatten overtagende selskap i fusjonen. Torghatten er ikke børsnotert, og fusjonsvedtaket i Torghatten er etter det opplyste betinget av at det fusjonerte selskapet ikke vil være børsnotert.

Torghatten eier 71,54 prosent av aksjene i Fosen. Vedtaket i Fosens generalforsamling om å søke aksjene strøket fra notering ble gjort med 607.789 stemmer (87,57 prosent)

for, og 75.544 stemmer (12,43 prosent) mot. Det møtte 18 av 1345 aksjonærer, tilsvarende 90,81 prosent av aksjene i selskapet. Sett bort fra Torghatten, var 145.013 aksjer representert. Blant disse stemte 12 aksjonærer – tilsvarende 48 prosent av aksjene - for strykning, mens fem aksjonærer – tilsvarende 52 prosent av aksjene – stemte mot. Av de fem som stemte mot, utgjorde Fjord1 Vestlandske med sine 71.817 aksjer den helt dominerende eier.

3 Søknaden

I søknaden og forutgående redegjørelse etter løpende forpliktelser pkt. 12.1 første ledd datert 14. november 2008 anfører selskapet blant annet:

- (1) Fosen tilfredsstillter ikke opptaksreglenes krav til allmenn interesse, regelmessig omsetning og egnethet. Frem til 14. november 2008 var omsetningshastigheten tilsvarende 0,2 prosent, aksjen har vært gjenstand for omsetning i 24 av 221 handledager, og totalt sett ble det omsatt 1.201 aksjer (av 752.475 utestående). I perioden 2. oktober til 13. november ble det omsatt 100 aksjer.
- (2) Det fusjonerte selskapet vil ha en mer diversifisert, men konsentrert eierstruktur, preget av langsiktige eierinteresser og institusjonelle eiere, og aksjen vil neppe bli gjenstand for omsetning i en slik grad at vilkårene om allmenn interesse er oppfylt.
- (3) Det fusjonerte selskapet vil ha en sterk finansielle stilling, og ikke behov for børsnotering som instrument for innhenting av ny egenkapital.
- (4) Kun fem minoritetsaksjonærer stemte mot strykning, foruten en mindre aksjonær hvis fullmakt til å stemme mot fusjonen ble forkastet. Forslaget om strykning fikk tilslutning fra 87 prosent av stemmene i generalforsamlingen.
- (5) Den svake likviditeten i Fosen-aksjen innebærer at en strykning i praksis ikke kan anses som en svekkelse av minoritetsaksjonærenes stilling. Styrene i selskapene ønsker videre å praktisere en aksjonærpolitikk og prinsipper for eierstyring og selskapsledelse som tilgodeser samtlige aksjonærer og sikrer god informasjon. For å gi forutsigbarhet ble det tidlig offentliggjort at det i forbindelse med fusjonen kunne bli aktuelt med strykning fra notering.
- (6) En stor del av minoritetsaksjonærene i Fosen er institusjonelle eiere som må anses å kunne ivareta sine aksjonærinteresser etter en strykning. Det antas ikke å være minoritetsaksjonærer i Fosen som er forhindret fra å eie aksjer i et unotert selskap.
- (7) Det fusjonerte selskapets aksjer vil være notert på Fondsmeglerforbundets OTC-liste.
- (8) Fusjonen vil medføre at aksjonærene får aksjer i et selskap med mer diversifisert aksjonærstruktur, og gi godt grunnlag for videre utvikling av aksjonærverdier.

4 Rettslig utgangspunkt

Løpende forpliktelser pkt. 12.1 første og fjerde ledd lyder:

”Dersom selskapet deltar i fusjon, skal selskapet senest fem børsdager etter at fusjonsplan er undertegnet sende en orientering til børsen der det kort redegjøres for om det fusjonerte selskapet etter fusjonen oppfylder vilkårene for opptak til børsnotering. Det skal angis om noteringen ønskes videreført. Dersom noteringen ikke ønskes videreført, skal det videre redegjøres for hvordan hensynet til

aksjeeiernes interesse i fortsatt notering er ivaretatt ved en eventuell strykning fra notering.

[...]

Aksjene i det fusjonerte selskapet skal være børsnotert med mindre børsen vedtar å stryke aksjene etter reglene i pkt. 15.1"

Av børsloven § 25 første ledd, jf. løpende forpliktelser pkt. 15.1 første ledd, følger det at:

"Regulert marked kan suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis det ikke lenger tilfredsstillende det regulerte markedets vilkår eller regler eller særlige grunner for øvrig tilsier det. Regulert marked kan likevel ikke suspendere eller stryke et finansielt instrument hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon."

Videre heter det i løpende forpliktelser pkt. 15.1 fjerde ledd:

"Selskapet kan søke børsen om at dets aksjer blir strøket fra kursnoteringen hvis generalforsamlingen har besluttet dette med flertall som for vedtektsendringer. Børsen treffer vedtak om eventuell strykning."

5 Børsens vurdering

5.1 Utgangspunkt

Grunnlaget for å vurdere strykning av Fosens aksjer fra notering på Oslo Børs er både den vedtatte fusjon med Torghatten, jf. løpende forpliktelser pkt. 12.1, og generalforsamlingens vedtak om å søke aksjene strøket fra notering, jf. løpende forpliktelser pkt. 15.1 fjerde ledd.

Når børsnoterte selskaper gjennomfører transaksjoner som nevnt i løpende forpliktelser pkt. 12, får børsen både en foranledning og plikt til å ta stilling til om noteringen skal videreføres etter gjennomføring av transaksjonen, eller om selskapet skal strykes fra notering. Dette gjelder også der det børsnoterte selskapet er overdragende selskap i fusjon.

Løpende forpliktelser pkt. 12 representerer en videreføring av de prinsipper som tidligere fulgte av børsforskriften av 1994 § 2-7.

Det foreligger begrenset praksis mht. strykning etter gjennomføring av transaksjoner som nevnt. Børsstyret vedtok 24. mars 2004 å stryke Linde-Group ASA med hjemmel i børsforskriften § 2-7 etter at selskapet hadde solgt hele sin operative virksomhet, jf. Vedtak og uttalelser 2004 s. 54. Børsstyret la til grunn at vurderingen etter § 2-7 som utgangspunkt måtte foretas i samsvar med de alminnelige strykningsprinsipper. Børsen antar at det samme må gjelde ved vurderinger etter løpende forpliktelser pkt. 12, jf. pkt. 12.1 fjerde ledd.

Strykingsvurderingen må foretas uavhengig av om selskapet har sendt søknad om strykning eller på annen måte gitt uttrykk for et ønske om å bli strøket. Der det foreligger en søknad om strykning forut for gjennomføring av transaksjonen som ikke er betinget av den aktuelle transaksjon, antar børsen imidlertid at søknaden må vurderes på selvstendig grunnlag. I dette ligger at vurderingen av om søknaden skal innvilges må foretas ut fra selskapet slik det fremstår forut for transaksjonen. Dersom vilkårene for strykning anses oppfylt på dette stadium, antar børsen som utgangspunkt at det er riktig å stryke selskapet uavhengig av den påfølgende transaksjon.

I tidligere praksis la Oslo Børs med basis i forarbeidene til børslovene av 1988 og 2000 til grunn at en søknad om strykning ikke automatisk ble innvilget, men at det måtte foretas en avveining av de hensyn som taler for strykning (manglende oppfyllelse av opptaksvilkår) mot minoritetsaksjonærenes interesser i fortsatt notering, jf. eksempelvis Vedtak og uttalelser 2004 s. 63 (på s. 66).

Etter gjeldende børslov fremkommer det direkte av ordlyden at det før et selskap strykes må foretas en avveining mot de ulemper en strykning vil medføre for aksjeeierne, jf. børsloven § 25 første ledd som sitert i pkt. 4 over. Grunnlaget for strykning er etter bestemmelsen at aksjene ikke lenger "tilfredsstillende det regulerte markedets vilkår eller regler eller særlige grunner for øvrig tilsier det".

Den særskilte bestemmelse om strykning etter søknad i børsforskriften av 1994 er ikke videreført i gjeldende børslov eller børsforskrift, men følger av løpende forpliktelser pkt. 15.1 fjerde ledd, jf. pkt. 4 over. Søknader om strykning må således avgjøres i tråd med prinsippene oppstilt i børsloven § 25 første ledd.

Etableringen av Oslo Axess som et alternativt noteringssted kan etter de nærmere omstendigheter redusere vekten av de hensyn som taler mot strykning, jf. merknadene til løpende forpliktelser pkt. 12.1. Overføring av noteringen til Oslo Axess er imidlertid ikke aktuelt i denne saken.

Blant tidligere strykningssaker behandlet av børsstyret nevnes for øvrig Kosmos ASA (30. april 1991), Iby Eiendom ASA (Vedtak og uttalelser 1999 s. 34), Sydvaranger ASA (2000 s. 38), Jøtul ASA (2002 s. 13) og Kristiansand Dyrepark ASA (2004 s. 63), samt Børsklagenemndens sak 2/2003 vedrørende OHI ASA (2003 s. 50)

5.2 Manglende oppfyllelse av børsens regler og vilkår

Selskapet har i søknaden anført at opptaksreglenes krav til allmenn interesse, regelmessig omsetning og egnethet ikke er oppfylt forut for fusjonen. Antallet børsposteiere er imidlertid opplyst å være 672 pr. 2. oktober 2008, og det kan ikke sees å være anført at kravet om 25 prosent spredning ikke er oppfylt. Det er heller ikke vist til særskilte endringer i selskapets virksomhet eller omfang som skulle tilsa en svekkelse av dets allmenne interesse eller generelle egnethet til notering. Børsen kan på denne bakgrunn ikke se at selskapet ville vært diskvalifisert for notering på Oslo Børs som følge av manglende allmenn interesse, regelmessig omsetning eller egnethet.

Derimot er det et faktum som påpekt av selskapet at likviditeten i selskapets aksjer er svært svak, og blant de svakeste blant selskapene notert på Oslo Børs. Aksjonærsammensetningen fremstår da også som ganske låst, der de tre største aksjonærene eier nesten 87 prosent av selskapets aksjer.

Det er i søknaden lagt til grunn at Fosen utvilsomt tilfredsstillende opptaksreglenes krav til markedsverdi (MNOK 300). I perioden etter 8. desember 2008 har kursen på selskapets aksjer imidlertid ligget i intervallet 365 til 375, tilsvarende en markedsverdi varierende fra MNOK 275 til MNOK 282. Dette innebærer at selskapet pr. i dag ikke ville kvalifisert for opptak til notering på Oslo Børs.

Det er ikke vist til at selskapet for øvrig ikke tilfredsstillende børsens opptaksvilkår.

Det fusjonerte selskap synes på bakgrunn av de fremlagte opplysninger derimot å tilfredsstillende opptaksreglenes krav.

5.3 Interesseavveiningen

5.3.1 Utgangspunkt

Selskapets manglende oppfyllelse av nevnte noteringsvilkår taler for å ta søknaden om strykning til følge. Som angitt over, må imidlertid de forhold som tilsier strykning holdes opp mot de ulemper dette vil ha for aksjonærene og markedet, samt øvrige relevante forhold.

5.3.2 Tidligere saker

Ingen tidligere saker behandlet av børsen er parallelle med den foreliggende sak. I saken vedrørende Kosmos AS (vedtak 30. april 1991) ble strykning nektet til tross for at selskapets generalforsamling hadde vedtatt å sende slik søknad med 88 % mot 12 % av stemmene. Samtlige tilstedeværende minoritetsaksjonærer stemte mot strykning. Det er ikke opplyst i vedtaket hvor mange av disse som var tilstede. Hovedaksjonærene hadde en eierandel på 84,8 %, mens minoritetens aksjer var fordelt mellom én aksjonær med 11,6 % og 5.705 aksjonærer med totalt 3,5 %. Antallet børsposteiere var 495, og selskapet tilfredsstilte således ikke det dagjeldende opptakskrav til 500 børsposteiere. Dessuten oppfylte ikke styret i Kosmos kravene til uavhengighet i forhold til selskapets hovedaksjonærer.

Børsstyret la til grunn at det med den gjeldende aksjonærstruktur ikke kunne forventes å bli en betydelig omsetning av selskapets aksjer, og at selskapet ikke tilfredsstilte de formelle vilkår for opptak. Selskapet hadde imidlertid et betydelig antall aksjonærer, og ingen av de tilstedeværende minoritetsaksjonærene på generalforsamlingen hadde stemt for strykning. På denne bakgrunn fant børsstyret ikke å kunne imøtekomme søknaden.

Strykning ble også nektet i børsstyrets vedtak vedrørende Jøtul ASA (Vedtak og uttalelser 2002 s. 13). I denne saken kunne det etter børsstyrets oppfatning ikke uten videre konkluderes med at vilkårene for notering ikke var oppfylt. Andelen som stemte mot strykning på generalforsamlingen var dessuten markert større (29,5 %), til tross for at en del av minoritetsaksjonærene stemte for strykning. Kostnadene ved å være notert var ikke store nok til at dette kunne tillegges betydelig vekt som argument for strykning.

I saken vedrørende Linde-Group ASA (Vedtak og uttalelser 2004 s. 54) ble selskapet strøket etter å ha solgt ut hele sin operative virksomhet, jf børsforskriften § 2-7. Dette skjedde til tross for at fire minoritetsaksjonærer med en samlet aksjebeholdning på om lag 19 % i brev til Oslo Børs motsatte seg strykning.

Tilsvarende ble Kristiansand Dyrepark ASA strøket etter søknad (Vedtak og uttalelser 2004 s. 63). Av de aksjer som var representert på generalforsamlingen stemte om lag 85 % (ni aksjonærer) for strykning og 15 % mot (åtte aksjonærer). Selskapet oppfylte ikke opptakskravene til antall børsposteiere eller spredning, og aksjen hadde svært lav likviditet.

5.3.3 Vurdering

Ved en strykning vil aksjonærene i selskapet miste den sikkerhet som ligger i verdipapirlovgivningens regler om informasjonsplikt, rapportering og likebehandling. Videre vil investorbeskyttelse i form av flaggeplikt, meldeplikt, innsideregler og tilbudsplikt falle bort. Man vil også miste det organiserte handelsapparat og gjennomlysning av handelen som børsen representerer. Det eksisterer imidlertid muligheter til omsetning av unoterte aksjer utenfor børs, som gjennom Fondsmeglerforbundets informasjonssystem med en viss gjennomlysning av transaksjoner, ordre og av selskapene. Det er opplyst at selskapet – dersom fusjonen blir gjennomført – vil bli notert på Fondsmeglerforbundets liste.

Allmennaksjelovens regler vil gi aksjonærene en viss beskyttelse også utenfor børs, men samlet sett langt svakere en det vernet verdipapirlovgivningen representerer. Eksempelvis vil selskapet ikke lenger ha plikt til å offentliggjøre delårsrapporter, informasjonsdokumenter eller kurssensitiv informasjon. Børsens kontroll med at

selskapslovgivning og børsergelverk etterleves vil også bortfalle. De hensyn som ivaretas av eksempelvis granskningsinstituttet kan imidlertid ikke sees å bli ytterligere sikret ved at selskapet er børstotert.

For selskapets vedkommende vil også en strykning kunne medføre at det blir vanskeligere å innhente ny kapital. Børsnotering gjør som utgangspunkt et selskap mer attraktivt som investeringsobjekt. Imidlertid har selskapet, som nevnt ovenfor, gitt uttrykk for at det ikke ønsker en videre notering, og for øvrig at selskapet etter den eventuelle fusjon ikke vil ha behov for å hente kapital i markedet.

Videre vil strykning kunne medføre en direkte ulempe for aksjonærene ved at likviditeten reduseres ytterligere. Dette vil kunne redusere omsetningsverdien av aksjene. Det faktum at likviditeten i selskapets aksjer allerede er svært lav medfører imidlertid at dette hensynet til ha begrenset vekt i strykningsvurderingen.

En del aksjonærer kan ha offentlige eller interne regler som forhindrer dem i å eie unoterte aksjer. Fosen legger i søknaden til grunn at det ikke er aksjonærer i selskapet som er underlagt slike begrensninger. Børsen har ikke mottatt opplysninger som gir grunnlag for å overprøve denne vurderingen.

De tilstedeværende minoritetsaksjonærer på den ekstraordinære generalforsamlingen var delt omtrent på midten hensyn til aksjeinnehav i spørsmålet om strykning. Et klart flertall av minoritetsaksjonærene målt i antall stemte imidlertid for strykning. Sett i kombinasjon med det lave antall fremmøtte på generalforsamlingen, synes det således ikke å foreligge noe sterkt og entydig engasjement mot strykning blant de små minoritetsaksjonærene. Børsen merker seg i denne forbindelse at aksjonærene ble orientert om muligheten for strykning ved børsmelding så tidlig som 15. september 2008.

Mht. Fjord1 Vestlandske AS, som representerte det vesentligste av aksjer som stemte mot strykningen, påpeker Fosen at dette selskapet er en stor aktør og konkurrent innenfor det samme markedsområdet som Fosen/det fusjonerte selskapet. I tråd med børsstyrets uttalelser i saken vedrørende Kristiansand Dyrepark ASA, anføres videre at slike større, institusjonelle eiere må antas å kunne ivareta sine interesser også etter en strykning. Det faktum at Fjord1 Vestlandske AS stemte mot strykning kan etter børsens vurdering ikke være utslagsgivende i saken, og børsen går derfor ikke nærmere inn på disse spørsmålene.

Saken har samlet sett visse likhetstrekk med børsstyrets sak vedrørende Kristiansand Dyrepark ASA, og skiller seg vesentlig fra Kosmos- og Jøtul-sakene.

Hensynet til de små minoritetsaksjonærene synes på bakgrunn av ovennevnte ikke å tale tungt for å nekte strykning av selskapet.

Basert på en samlet vurdering av saken, herunder manglende oppfyllelse av kravet til markedsverdi, aksjonærstrukturen og den svært begrensede likviditet, sammenholdt med en vurdering av minoritetsaksjonærenes interesse i fortsatt notering, har Oslo Børs kommet til at det bør treffes vedtak om strykning av aksjene i Fosen.

I tråd med løpende forpliktelser pkt. 15.1 syvende ledd og børsens praksis settes iverksettelsestidspunktet noe frem i tid for å gi aksjonærene rimelig tid til å innrette seg på at aksjene ikke lenger skal være notert. Strykningen iverksettes således fra 9. februar 2009, likevel senest fra det tidspunkt fusjonen mellom Fosen ASA og Torghatten Trafikkselskap ASA trer i kraft. Etter det opplyste skal ikrafttredelse tentativt skje i uke 9.

6 Vedtak

På bakgrunn av ovennevnte fatter børsen slikt vedtak:

"Aksjene i Fosen ASA strykes fra notering på Oslo Børs fra og med 9. februar 2009, dog senest på det tidspunkt fusjonen mellom Fosen ASA og Torghatten Trafikkselskap ASA trer i kraft."

5. LØPENDE UTSTEDERFORPLIKTELSER

5.1 NYE REGLER

5.1.1 Endringer i løpende forpliktelser for Oslo Børs og Oslo Axess vedtatt 3. oktober 2008 (børssirkulære 6/2008)

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

5.1.2 Språkkrav for utstedere med Norge som hjemstat (børssirkulære 1/2008)

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

5.1.3 Utvidet åpningstid for handel i aksjer og derivater fra 1. september 2008. Praktiske konsekvenser (børssirkulære 4/2008)

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

5.2 INFORMASJONSPLIKT – OVERTREDELSER

5.2.1 NorDiag ASA – opphevelse av børsens vedtak (Børsklagenemndens sak 3/2008)

Avgjørelse 16. september 2008 av klage fra NorDiag ASA over Oslo Børs sitt vedtak 19. juni 2008 om å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på reglene i verdipapirhandelloven § 5-2 om informasjonsplikt.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder spørsmål om NorDiag ASA (NorDiag) har opptrådt i strid med plikten til uoppfordret og umiddelbart å offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår selskapet etter verdipapirhandelloven (vphl.) § 5-2. Bakgrunnen for saken er at NorDiag 12. juli 2007 mottok et brev fra Arbeids- og velferdsdirektoratet (NAV) datert 6. juli samme år, med informasjon om at det ikke lenger ville bli gitt offentlig refusjon for en av selskapets tester med virkning fra 1. september 2007. Selskapet offentliggjorde meddelelsen fra NAV 30. juli 2007.

Styret ved Oslo Børs ASA (heretter børsstyret) fattet 19. juni 2008 følgende vedtak:

"Børsstyret vedtok å ilegge NorDiag ASA et overtredelsesgebyr tilsvarende 1 – en – ganger årlige kursnoteringsavgift for brudd på verdipapirhandelloven § 5-2, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd og verdipapirforskriften § 13-1."

NorDiag, ved advokat Rolf Chr. Trolle Andersen, påklaget vedtaket i brev 26. juni 2008. Oslo Børs (børsen) fikk etter søknad innvilget utsettelse av fristen for å oversende klagen til Børsklagenemnden inntil 29. august 2008, jf. børsforskriften § 37 åttende ledd.

Oslo Børs har vurdert klagen, men har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken er derfor oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemnden behandlet klagen i møte 16. september 2008. Ved behandlingen og møtet deltok Bjørg Ven (leder), John Giverholt, Bernt S. Zakariassen, Kjersti T. Trøbråten og Hugo P. Matre.

2. Kort om selskapet

NorDiag er et bioteknologiselskap som utvikler, produserer og selger automatiserte løsninger, instrumenter og tester for diagnostikk av kreft og infeksjonssykdommer. Selskapets første produkt innen kreftdiagnostikk er Genefec, som er en DNA-test for tidlig diagnostisering av kreft i tykktarm og endetarm. Sommeren 2007 hadde selskapet i tillegg 10 andre produkter på markedet.

I første halvår 2007 utgjorde salgsinntekter fra Genefec 40% (MNOK 2) av samlede inntekter (MNOK 5). Øvrige salgsinntekter i første halvår 2007 kommer fra Genpoint som selskapet overtok 1. mars 2007. I andre halvår 2007 utgjorde salgsinntekter fra Genefec 20 % (MNOK 1) av totalt MNOK 5. Den sterke reduksjonen i salgsinntekter fra Genefec andre halvår 2007 er en følge av at Nordiag i august 2007 besluttet å trekke Genefec testen fra markedet.

Selskapets salgsinntekter for 2006 utgjorde MNOK 6 og skyldes i sin helhet salgsinntekter fra Genefec.

3. Sakens bakgrunn

Mandag 30. juli 2007 kl. 15.47 offentliggjorde NorDiag at NAV hadde meddelt at det fra 1. september 2007 ikke lenger ville bli gitt offentlig refusjon for analyser basert på selskapets Genefec-test.

På grunnlag av kurs- og volumutviklingen i NorDiag etter offentliggjøringen av meldingen, undersøkte Oslo Børs informasjonshåndteringen rundt inndragelsen av refusjonsordningen. På bakgrunn av disse undersøkelsene og redegjørelsene fra NorDiag, har følgende fremkommet:

NorDiag mottok 12. juli 2007 i ordinær post et brev fra NAV datert 6. juli 2007. Brevet var adressert til NorDiag ASA og deres samarbeidspartner Capio Diagnostikk AS. I brevet fremgikk det at NAV ikke lenger ville yte refusjon for analyser basert på testen Genefec. Dette innbar at analysen måtte finansieres av pasienten selv.

Grunnlaget for NAVs beslutning var et brev fra Helse- og omsorgsdepartementet datert 13. juni 2007, der departementet ba NAV iverksette egnede tiltak slik at analyser som utføres ved hjelp av Genefec ikke lenger utløser refusjon fra NAV. Brevet var vedlegg til NAVs brev 6. juli. Begrunnelsen for at testen ikke lenger skulle finansieres av det offentlige var knyttet til en samlet faglig vurdering fra Sosial- og helsedirektoratet, som blant annet var basert på en betenkning fra Norsk Gastroenterologisk Forening.

NorDiag har i brev 30. august 2007 gitt følgende redegjørelse for mottakelsen og behandlingen av brevet fra NAV:

"Brevet ble åpnet av selskapets administrasjonssekretær i henhold til ordinære rutiner. Administrasjonssekretæren vurderte den mottatte kopi av brev som et administrativt informasjonsskriv til Capio Diagnostikk AS vedrørende fremtidige RTV avregning, noe som gjennom avtale med Capio Diagnostikk også påvirker NorDiag sine fremtidige inntekter, og la derfor brevet i posthyllen til selskapets CFO for regnskapsmessig oppfølging. Da brevet fra NAV ikke var stilet til noen i selskapet, og det i brevet ble henvist til tidligere brev om beslutninger i sakens anledning, så oppfattet administrasjonssekretæren at informasjonen i brevet allerede var kjent for både Capio og NorDiag, og at dette brevet således bare var av administrativ karakter og betydning. Hun fant derfor ikke grunnlag for å sende kopi av brevet til andre i organisasjonen."

Når det gjelder selskapets videre oppfølging av brevet, skriver NorDiag følgende:

"Selskapets CFO var tilbake fra ferie mandag 30. juli, og reagerte umiddelbart med å informere CEO og Markedsdirektør da hun leste brevet fra NAV. Informasjonen som fremkom i brevet fra NAV var ikke kjent for selskapet."

Videre uttaler NorDiag:

"Bortfall av refusjon ville i praksis gjøre det umulig å selge selskapets Genefec i Norge – som utgjør mer enn 90 prosent av salgsvolumet for produktet og er et viktig referansemarked. Selskapet har således vurdert beslutningen å være innsideinformasjon i samsvar med verdipapirhandelloven § 2-2 og sendte børsmelding om forholdet umiddelbart etter at selskapets ledelse ble kjent med informasjonen."

I børsmelding 22. august 2007 informerte NorDiag om at Helse- og omsorgsdepartementet hadde erkjent at det var feil at NorDiag ikke hadde fått anledning til å kommentere faglige og økonomiske sider i forbindelse med inndragingen av refusjonen i tilknytning til Genefec. Samtidig ville Sosial- og Helsedirektoratet opprettholde refusjonen inntil videre i påvente av en ny helhetlig vurdering. NorDiag informerte i samme børsmelding om at de hadde besluttet å ikke tilby testen Genefec under rådende usikkerhet om hvorvidt testen ville utløse trygderefusjon og at NorDiag heller ville konsentrere selskapets ressurser om ferdigstillelse og introduksjon av en ny generasjon av produktet.

NorDiag har ved epost 11. og 14. september 2007 oversendt NAVs brev 6. juli 2007 med vedlegg, Sosial- og helsedirektoratets brev 11. januar, 6. mars og 12. mai 2006 samt NorDiags brev 27. januar og 20. mars 2006 til Oslo Børs. NorDiags kommentarer til varsel om mulig vedtak fra Oslo Børs fremgår i brev 14. april 2008.

Børsstyret fattet vedtak i saken 19. juni 2008 med slutning som nevnt ovenfor. NorDiag, ved advokat Trolle Andersen, påklaget vedtaket ved brev 26. juni samme år. Klagen er etter dette rettidig.

4. Rettslig grunnlag

Ny lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75 (vphl.) trådte i kraft delvis fra 1. november 2007 og delvis fra 1. januar 2008. Reglene om informasjonsplikt fremgikk tidligere av børsforskriften § 5-2, jf. vphl. av 1997 § 2-2 (definisjonen av innsideinformasjon). Reglene fremgår i dag av vphl. av 2007 § 5-2, jf. § 3-2. De nye reglene innebærer ikke materielle endringer i nevnte bestemmelser. Det er ikke omstridt at det er det nye regelverket som skal anvendes i nærværende sak. Børsklagenemnden er enig i at de nye reglene, som er mildere for NorDiag enn de eldre, får anvendelse i saken.

Verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd lyder som følger:

"Selskapet skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd."

Innsideinformasjon er definert i vphl. 3-2 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."

Dersom informasjonsplikten etter vphl. § 5-2 forsettlig eller uaktsomt overtres, kan Kredittilsynet ilegge overtredelsesgebyr, jf. vphl. § 17-4 tredje ledd. Kompetansen til ilegge overtredelsesgebyr er delegert til Oslo Børs, jf. verdipapirforskriften § 13-1.

Ved vurderingen av om overtredelsen er uaktsom, må det tas stilling til om selskapet eller en som har handlet på vegne av selskapet burde handlet annerledes enn det som ble gjort. Det kreves etter dette at selskapet eller vedkommende som handlet på vegne av det er å bebreide for å ikke ha handlet på en annen måte. Det er ikke tilstrekkelig at vedkommende "kunne" ha handlet annerledes, det må påvises at vedkommende også "burde" ha gjort dette.

Kravet i § 17-4 tredje ledd om at overtredelsen må være forsettlig eller uaktsom for at overtredelsesgebyr kan ilegges, er nytt i forhold til verdipapirhandelloven av 1997. Etter ordlyden i 1997-loven var det tilstrekkelig at det forelå en objektiv overtredelse. Graden av skyld hadde imidlertid relevans ved fastsettelse av gebyrets størrelse.

Ved utmåling av overtredelsesgebyr skal det særlig legges vekt på overtredelsens omfang og virkninger, samt graden av utvist skyld, jf. vphl. § 17-4 fjerde ledd første punktum.

5. Børsens vedtak

Børsstyret konkluderer i vedtaket med at den aktuelle informasjonen som fremkom i brevet fra NAV med vedlegg var å anse som innsideinformasjon etter vphl. § 3-2. Videre vises det til at informasjonsplikten etter vphl. § 5-2 oppsto da NorDiag mottok brevet fra NAV 12. juli 2007, og at det objektivt sett foreligger en overtredelse av vphl. § 5-2 ettersom informasjonen ikke ble meddelt markedet før 30. juli 2007. Når det gjelder spørsmålet om vilkåret om subjektiv skyld er oppfylt foreligger, skriver børsstyret følgende:

"Spørsmålet videre er om det subjektivt sett foreligger en overtredelse av vphl. § 5-2, altså om kravet til subjektiv skyld – forsett eller uaktsomhet - er oppfylt. Kravet til subjektiv skyld må i hvert fall være oppfylt dersom en person som opptre på vegne av selskapet har opptrådt uaktsomt. Utgangspunktet for aktsomhetsvurderingen er om selskapet/en som handlet på vegne av selskapet kunne eller burde ha handlet annerledes enn det som ble gjort.

Det må antas at NorDiag har tilfredsstillende rutiner for postmottak, jf. selskapets beskrivelse i brev 14. april 2008 pkt. 5. Spørsmålet i det videre er om disse rutinene ble fulgt i det aktuelle tilfellet. Det er her på det rene at selskapets administrasjonssekretær, som mottok og åpnet det aktuelle brevet, handlet på vegne av selskapet. Etter det opplyste leste vedkommende brevet fra NAV og så gjennom det vedlagte brevet fra Helse- og omsorgsdepartementet. Vedkommende var kjent med selskapets økonomiske stilling, godt erfaren med postmottak og utdannet siviløkonom. Det er naturlig å anta at vedkommende hadde en viss innsikt i at inntekter fra salget av Genefec var viktig for selskapet. Brevet fra NAV var adressert både til NorDiag og Capiro Diagnostikk (samarbeidspartner), og brevet hadde en tydelig overskrift; "Det ytes ikke lenger refusjon fra NAV for analyse av testen Genefec". Videre hadde brevet et innhold som anga at refusjonsordningen ble inndratt, jf. brevets tredje avsnitt der det fremgår følgende; "NAV informerer herved om at analyser basert på testen Genefec fra og med 1. september 2007 ikke lenger gir refusjon fra NAV. Regninger for disse analysene skal følgelig ikke sendes NAV, men må finansieres av pasienten."

Basert på disse opplysningene mener Oslo Børs at vedkommende som handlet på vegne av selskapet burde ha forstått at brevet inneholdt informasjon som var av stor betydning for selskapet. Dersom vedkommende hadde forholdt seg til selskapets rutiner skulle ledelsen ha blitt informert straks. Oslo Børs mener således at kravet til subjektiv skyld er oppfylt. Graden av utvist skyld vil få betydning for utmålingen, jf. nedenfor.

Ut i fra dette mener Oslo Børs at NorDiag skulle ha offentliggjort informasjonen i NAVs brev av 6. juli 2007 om inndragelse av refusjonsordningen for testen Genefec fra 1. september 2007 umiddelbart etter at selskapet burde ha gjort seg kjent med innholdet i brevet den 12. juli 2007. På denne bakgrunn mener Oslo Børs det foreligger et brudd på informasjonsplikten, jf. vphl. § 5-2."

Børsstyret uttaler videre følgende for så vidt gjelder sanksjonsspørsmålet:

"Etter gjeldende regler er Oslo Børs tildelegert kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på løpende informasjonsplikt etter vphl. § 5-2, jf. vphl. § 17-4 tredje ledd, jf. verdipapirforskriften § 13-1. Børsen legger til grunn at dette også omfatter brudd på den tilsvarende bestemmelsen i børsforskriften av 1994 § 5-2 slik denne gjaldt frem til 1. januar 2008. Ved utmåling av overtredelsesgebyr skal det legges særlig vekt på overtredelsens omfang og virkninger, samt graden av utvist skyld, jf. vphl. § 17-4 fjerde ledd.

Oslo Børs mener overtredelsen av vphl. § 5-2 er så alvorlig at det skal reageres med overtredelsesgebyr.

Når det gjelder overtredelsens omfang og virkninger, er det sett hen til at overtredelsen skjedde over en lengre periode, fra 12. juli til 30. juli, og det er usikkert hvorvidt selskapet håndterte innsideinformasjonen i tråd med regler og instruksjoner i denne perioden. Selv om informasjonen fremstod som kurssensitiv og det var unormalt høyt volum i denne perioden, fremstår virkningene av overtredelsen sett i ettertids ikke spesielt alvorlige, og det foreligger ingen mistanke om lekkasje.

I forhold til graden av utvist skyld, har Oslo Børs lagt vekt på at det her foreligger en uaktsom overtredelse som ligger i det nedre sjiktet av forventet aktsomhet. Uaktsomheten anses ikke for å være planlagt eller utført i hensikt å påvirke selskapets økonomi.

Videre er det i formildende retning er det lagt vekt på at det har gått noe tid mellom overtredelsen og illeggelse av sanksjon. Det er også sett hen til at offentlige myndigheter i ettertids har erkjent at forvaltningslovens saksbehandlingsregler er overtrådt i denne saken, i og med den manglende kontakten med NorDiag i prosessen.

Oslo Børs har ved utmålingen også sett hen til tidligere saker av lignende karakter. Selv om disse sakene ble avgjort etter det tidligere sanksjonsregimet, mener børsen sakene vil ha en viss relevans som veiledning for utmålingsspørsmålet.

I sak 39/05 (Photocure) ila børsstyret selskapet et overtredelsesgebyr på 1 ganger årlig kursnoteringsavgift for overtredelse av informasjonsplikten etter børsforskriften av 1994 § 5-2. Markedet ble informert 1 time og 23 minutter etter børsåpning. Photocure hadde utviklet en ny type hudkreftbehandling. For å kunne markedsføre produktet i USA måtte de få en godkjennelse fra FDA. Photocure mottok 3. desember 2004 kl. 09.00 en faks fra FDA. Børsmelding ble sendt samme dag kl. 11.23. Aksjekursen falt 16,4 % dagen etter offentliggjøring av meldingen. Børsen la til grunn at et børsnotert selskap skal klare å informere markedet raskt i slike situasjoner og senest innen børsåpning (som da var kl. 10.00). Videre la børsen til grunn at dersom det ikke er mulig å utarbeide en fullstendig børsmelding innen børsens åpningstid, måtte selskapet i hvert fall sende en minimumsmelding om forholdet, eventuelt be om suspensjon/børspause inntil meldingen er utferdiget.

I sak 25/05 (MediCult) ila børsstyret selskapet et overtredelsesgebyr på 2 ganger årlig kursnoteringsavgift for vesentlig overtredelse av informasjonsplikten etter børsforskriften av 1994 § 5-2. MediCult mottok gjennom sin agent en telefaks fra FDA om at deres produkt som skulle forenkle prosessen ved prøverørsbefruktning, var godkjent for markedet i USA. Selskapet oppdaget imidlertid ikke at de hadde mottatt denne telefaksen før utpå formiddagen. Børsmelding ble først sendt innen børsåpning neste dag. Kursen på aksjene i MediCult steg med ca. 52,8 prosent dagen da forholdet ble meddelt markedet.

Etter en konkret helhetsvurdering har børsen kommet til at det ilegges et overtredelsesgebyr som settes til 1 ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på informasjonsplikten. Årlig kursnoteringsavgift for Nordiag er kr. 102 000."

6. Klagers anførsler

NorDiag, ved advokat Trolle Andersen, har i hovedsak anført:

Klagen er i det vesentligste begrunnet med at børsstyret ikke har vurdert en av NorDiags mest sentrale anførsler, og at børsstyret har lagt en for streng aktsomhetsvurdering til grunn.

Når det gjelder det rettslige vurderingstemaet, mener klager det er korrekt at det er verdipapirhandelloven av 2007 som skal anvendes på forholdet. Børsstyret viser imidlertid til to saker fra 2005 i forbindelse med tolkingen av skyldkravet etter verdipapirhandelloven av 2007, til tross for at det etter regelverket som var gjeldende i 2005 ikke var oppstilt noe subjektivt skyldkrav for å ilegge av overtredelsesgebyr. Det anføres at disse sakene derfor ikke kan ha noen relevans for spørsmålet om innholdet i gjeldende skyldkrav. Ved regelverksreformen i 2007 ble terskelen for å ilegge overtredelsesgebyr hevet ved at det ble innført en nedre grense i form av et krav om subjektiv skyld. Hvor den nedre grensen ved aktsomhetsvurderingen skal gå, må avgjøres gjennom ny praksis. Eldre praksis kan ikke gi noen veiledning på dette punktet.

Klager anfører videre at det ikke er tilstrekkelig at det "kunne" ha vært handlet på en annen måte for å fastslå uaktsomhet, slik børsstyret synes å legge til grunn i sitt vedtak. I kravet til uaktsomhet ligger det et krav om at selskapet eller den som har handlet på selskapets vegne kan bebreides for at det ikke ble handlet på en annen måte. På denne bakgrunn anføres det at børsstyret ikke har lagt et korrekt rettslig vurderingstema til grunn for sitt vedtak.

For så vidt gjelder det faktiske vurderingstemaet, er det avgjørende spørsmålet i saken om "noen som handlet på vegne av selskapet" burde handlet annerledes enn det som ble gjort. Klager bestrider ikke at informasjonen om Helse- og omsorgsdepartementets vedtak var av betydning for selskapet. Det sentrale er at administrasjonssekretæren ikke kunne vite at selskapets ledelse var ukjent med vedtaket. Hun trodde at ledelsen allerede visste om det, og det var derfor ikke uaktsomt av henne å la være å nevne det for noen i ledelsen. Det anføres at børsstyret har unnlatt å ta stilling til denne anførselen.

Klager viser til at vedtaket ble meddelt på en irregulær måte, noe som er helt sentralt for aktsomhetsvurderingen av administrasjonssekretærens handlemåte. Meddelelsen skjedde ved at en kopi av vedtaket var vedlagt brevet fra NAV. Helse- og omsorgsdepartementet har også erkjent at forvaltningslovens saksbehandlingsregler ikke ble overholdt i denne saken og at selskapet ikke var blitt informert tidligere. Dette må være av betydning for vurderingen av administrasjonssekretærens handlemåte, som ikke kunne vite at selskapet ikke var blitt gjort kjent med et vedtak av slik betydning tidligere. Vedtaket var en måned gammelt da det ble sendt selskapet som vedlegg til NAVs brev, og administrasjonssekretæren kan derfor ikke bebreides for å ha unnlatt å nevne for noen i ledelsen at selskapet hadde mottatt et brev fra NAV med informasjon

fra NAV om den praktiske gjennomføringen av departementets vedtak. Brevet fra NAV var i seg selv ikke noe det var nødvendig for henne å informere ledelsen om særskilt.

På denne bakgrunn anføres det at det ikke er grunnlag for å bebreide administrasjonssekretæren for ikke å informere ledelsen om Helse- og omsorgsdepartementets vedtak straks hun ble kjent med dette. Det er derfor ikke grunnlag for ileggelse av overtredelsesgebyr for overtredelse av informasjonsplikten etter vphl. § 5-2.

7. Børsklagenemndens vurdering

Det er enighet om at den informasjonen som fremkom i brevet fra NAV datert 6. juli 2007 og mottatt av NorDiag den 12. juli 2007, var innsideinformasjon slik den er definert i vphl § 3-2. Børsklagenemnden slutter seg til dette.

Spørsmålet i saken er om NorDiags administrasjonssekretær som åpnet brevet, har handlet uaktsomt ved ikke umiddelbart å informere sine overordnede om brevet og dets innhold.

Etter vphl § 5-2 har utsteder en plikt til uoppfordret og umiddelbart å offentliggjøre slik informasjon. Overtredelse av bestemmelsen i § 5-2 kan imidlertid etter vphl § 17-4 (3) bare sanksjoneres dersom den er forsettlig eller uaktsom. Tilleggskravet om forsett eller uaktsomhet kom inn ved lovendringen i 2007. Tidligere var det objektivt ansvar for brudd på informasjonsplikten. Det eneste som sies om lovendringen i forarbeidene, Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) s. 446 annen spalte, er følgende: "Skyldkravet er forsett eller uaktsomhet Det er ikke foreslått regler om objektivt ansvar, men i og med at uaktsomhet også rammes, legger departementet til grunn at hensynet til effektiv håndhevelse er tilstrekkelig ivaretatt."

Børsklagenemnden legger som børsstyret til grunn at NorDiag har tilfredsstillende rutiner for postmottak. Uaktsomhetsvurderingen må derfor foretas i relasjon til den som handlet på vegne av selskapet, og i forhold til om vedkommende burde ha handlet annerledes enn det som ble gjort.

Børsklagenemnden er enig med klager i at administrasjonssekretærens uaktsomhet må måles opp mot hvordan brevet og dets innhold fremstilte seg for henne. Innholdet var svært alvorlig; opplysningen om at refusjonen fra NAV for analysetesten Genefec ville opphøre fra 1. september 2007 hadde utvilsomt store økonomiske konsekvenser for selskapet. Ut fra brevets innhold alene ville det nok vært grunn til å handle annerledes.

Det spesielle i denne saken er imidlertid hvordan brevet fremsto for administrasjonssekretæren. Det dreide seg om et brev der både NorDiag og deres samarbeidspartner Capio Diagnostikk AS var adressater. Brevet NorDiag mottok, var ikke en original, bare en kopi. Brevet som ble mottatt 12. juli 2007, viste til et brev av 13. juni 2007 fra Helse- og omsorgsdepartementet som var vedlagt i kopi. Dette brev viste igjen til brev fra Sosial- og helsedirektoratet til departementet datert 8. mars 2007 med samme innhold, nemlig anmodning om å sette i verk tiltak for at analyser ved hjelp av Genefec ikke lenger skulle refunderes over trygden.

For administrasjonssekretæren må det derfor ha fremstilt seg slik at dette var en sak som hadde versert lenge i forvaltningen, og at dette derfor ikke kunne være ny informasjon til NorDiag. Dersom vanlig forvaltningsmessig saksbehandling hadde vært fulgt i denne saken, skulle også NorDiag på et langt tidligere tidspunkt i prosessen ha vært underrettet om at saken var tatt opp og at det var fattet vedtak om å fjerne refusjonsordningen for et av deres viktigste produkter. Helse- og omsorgsdepartementet har erkjent at saksbehandlingen ikke var korrekt og i henhold til forvaltningsloven i forhold til de berørte parter i saken.

Når brevet som ble mottatt 12. juli 2007, også var adressert til Capiro Diagnostikk og kun ble sendt i kopi til NorDiag, og dette skjedde etter at saken åpenbart hadde vært under behandling i minst et halvt år, må det ha vært nærliggende for administrasjonssekretæren å regne med at dette dreide seg om en administrativ iverksettelse av et tidligere vedtak som var fattet og meddelt NorDiag på ordinært vis.

På bakgrunn av at det her er den forvaltningsmessige saksbehandling som åpenbart har sviktet, finner Børsklagenemnden det vanskelig å bebreide administrasjonssekretæren for hennes forståelse av at brevet kun var en oppfølging av informasjon som allerede var kjent for selskapet.

Det er klart uheldig at den type viktig og kurssensitiv informasjon som brevet inneholdt, ikke ble meddelt Børsen før 18 dager etter at brevet var mottatt. Dette avstedkommer en stor risiko for ulik informasjon i markedet. Når det imidlertid er innført et krav om subjektiv skyld for å iverksette sanksjoner for et slikt brudd på informasjonsplikten, finner Børsklagenemnden at omstendighetene rundt brevet må fritas for sanksjon i dette tilfellet.

Børsklagenemnden traff etter dette slikt enstemmig

Vedtak:

Børsstyrets vedtak av 19. juni 2008 oppheves.

5.2.2 Fast Search and Transfer ASA – informasjonsplikt – untatt melding (Børsstyrevedtak 23.04.2008)

1. Innledning

Saken gjelder spørsmål om Fast Search and Transfer ASA ("Fast") har opptrådt i strid med løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 tredje ledd ved ikke å gi børsen melding om utsatt offentliggjøring av innsideopplysninger. Spørsmålet oppsto i forbindelse med Microsoft Corporations ("Microsoft") oppkjøp av Fast som ble offentliggjort 8. januar 2008 kl. 10:10.

2. Kort om selskapet

Fast er et IT-selskap etablert i 1997 med 600 medarbeidere og virksomheter i 21 land. Fast har spesialisert seg på utvikling av programvare for bedriftssøk ("Enterprise Search"). Fasts søketeknologi er installert 3500 steder og mange av disse selskapene er Fortune 500 eller Global 2000 selskaper. Fast har vært børsnotert siden 21. juni 2001. Microsofts bud på selskapet priser aksjene til ca. 6,4 milliarder kroner. Pr. 8. februar 2008 hadde Microsoft ervervet 97,2 % av de aksjene i Fast.

3. Sakens bakgrunn

3.1 Melding om bud på Fast og børsens undersøkelser

Tirsdag 8. januar 2008 kl. 10:08 offentliggjorde Microsoft en børsmelding hvor det fremgår at de hadde til hensikt å legge inn et bud på Fast til NOK 19, jf. Bilag 1. Aksjen hadde da vært suspendert siden mandag morgen (dvs. 7. januar) etter at Fast hadde informert børsen om den pågående prosessen med Microsoft.

Oslo Børs har undersøkt informasjonshåndteringen under oppkjøpsforhandlingene på bakgrunn av kurs- og volumutviklingen i Fast fredag 4. januar.

På forespørsel fra børsen har Fast redegjort for prosessen som ledet opp til børsmeldingen, jf. e-post fra Fast 10. januar kl. 14:06 i Bilag 2 (innsideliste fra Fast og

advokatfirmaet Ræder), e-post av 10. januar kl. 14:55 i [Bilag 3](#) (innsideliste fra Thommessen), e-post 10. januar kl. 18:04 i [Bilag 4](#) (oppdatert innsideliste fra Fast), e-post av 11. januar kl. 8:13 i [Bilag 5](#) (svar på børsens brev av 9. januar), e-post av 11. januar kl. 12:47 i [Bilag 6](#) (innsideliste fra Merrill Lynch), e-post av 15. januar kl. 15:48 i [Bilag 7](#) (svar på henvendelse fra børsen av 14. januar, samt Non-Disclosure Agreement mellom Fast og Microsoft og avtale mellom Fast og Merrill Lynch), og e-post av 30. januar kl. 14:38 i [Bilag 8](#) (innsideliste fra Thommessen). De tilhørende forespørslene ligger i samme bilag som svarbrevene. Børsen har også mottatt alle styreinnkallinger, referater, underlag mv., som anses for å være av mindre relevans.

Et utkast til innstilling ble oversendt Fast 26. februar 2007, og selskapet ga sine anførsler til i brev 17. mars 2007, jf. [Bilag 9](#).

3.2 Kontakten mellom Fast og Microsoft

Fast og Microsoft møttes flere ganger gjennom 2007. Partene møttes i forbindelse med samarbeid om Share Point, jf. børsmelding av 18. juli 2007 og i forbindelse med vurdering av butikkløsningen ImPulse, jf. børsmelding av 27. desember 2007.

Videre møttes partene for å diskutere mulig samarbeid i tilknytning til Fasts bedrifts-søketeknologi. I tilbudsdokumentet for Microsofts tilbud om kjøp av aksjene i Fast av 16. januar 2008 pkt. 1.4, fremgår det at partene møttes 12. og 13. februar 2007 for å utrede mulighetene for samarbeid i tilknytning til søketeknologien. Av samme dokument fremgår det videre at partene i møter 31. mai og 1. juni fortsatte diskusjonene om samarbeid og at muligheten for oppkjøp da ble nevnt for første gang, samt at partene hadde et oppfølgingsmøte 23. juli. På dette tidspunktet var det uklart om og eventuelt hvilket samarbeid partene ville inngå.

Den 5. oktober 2007 møttes Fast, ved administrerende direktør John Markus Lervik og arbeidende styremedlem Robert Keith, og representanter for Microsoft i London. I dette møtet ble et mulig oppkjøp diskutert konkret og det ble enighet om å gjennomføre en begrenset due diligence. Det var fremdeles uklart om og i hvilken form for samarbeid partene eventuelt ville inngå.

Fast engasjerte 12. oktober juridisk rådgiver og arbeidet med due diligence ble påbegynt samme dag. Due diligencen bygget i hovedsak på offentlig tilgjengelig informasjon. I tillegg ble det gjort en teknisk due diligence hvor en ansatt hos Fast var involvert.

Fast begynte å føre innsidelister 5. oktober. Juridisk rådgiver til Fast (advokatfirmaet Ræder) ble ført på innsidelisten 12. oktober og juridisk rådgiver for Microsoft (advokatfirmaet Thommessen) ble oppført 16. oktober. Innsidelisten som ble ført av Microsoft er mangelfull uten angivelse av dato for når de forskjellige personene ble ført opp på listen.

Fast og Microsoft hadde i november 2006 inngått en Non-Disclosure Agreement (NDA), som i november 2007 ble avløst av en ny NDA. I begynnelsen av november ble det inngått et tillegg til NDA. Av tillegget til NDA fremgår det bl.a. at Microsoft vurderer å fremme et tilbud om oppkjøp av aksjene i Fast. Fast har presisert at Microsoft på dette tidspunktet fremdeles vurderte andre samarbeidsformer og andre alternativer.

Tillegget til NDA angir at det skal utføres teknisk/kommersiell, finansiell og juridisk due diligence, og gir Microsoft tilgang til dokumenter og opplysninger i tilknytning til due diligence. Tillegget inneholder videre en beskrivelse av listeføringsplikten for innsidere i Microsoft, og angir at Microsoft skal unngå å motta informasjonen som betegnes som insideinformasjon, siden Microsoft vil kunne ønske å kjøpe aksjer i forkant av eller ved fremleggelse av tilbudet. Tillegget er signert av representanter for partene. Tillegget inneholder ikke en nøyaktig angivelse av dato for inngåelse. Ut i fra e-post-korrespondansen mellom partene om avtalen, må det legges til grunn at tillegget til NDA

ble undertegnet av partene hhv. 6. og 7. november 2007, slik at tillegget anses inngått 7. november 2007. Tillegget til NDA er vedlagt i Bilag 10.

Den 2. januar 2008 ba Microsoft Fast ved administrerende direktør John Markus Lervik om et møte i London den 4. januar hvor temaet skulle være et eventuelt oppkjøp av Fast. Styreleder i Fast, Thomas Fussel, ble informert om møtet, men ikke om temaet.

Fredag 4. januar 2008 møttes Fast, ved styremedlem Keith og administrerende direktør Lervik, og representanter for Microsoft i London. Det ble i møtet ca. kl. 14:30 opplyst muntlig at Microsoft ville legge inn et bud på Fast.

Det gjensto på dette tidspunktet to sentrale betingelser for enighet; forhåndsaksept fra de store aksjonærgruppene samt styrets støtte til oppkjøpet. Microsoft avholdt i de påfølgende dagene forhandlingsmøter med hovedaksjonærene i Fast.

Styreleder i Fast, Thomas Fussel, ble samme ettermiddag informert om budet og ført på innsidelisten. Fussel var allerede orientert om due diligence prosessen som ble utført i oktober. Merrill Lynch ble samme dag engasjert som selskapets rådgiver. Ettersom Orkla var en stor aksjonær i Fast på dette tidspunktet og det pågikk en prosess for å skifte styret i Fast (se pkt. 3.3), ble også investeringsdirektøren i Orkla informert om budet den 4. januar ca. kl. 18:00.

Styret i Fast behandlet det mulige budet i styremøte søndag 6. januar, jf. styreprotokoll 6. januar 2008. I protokollen fremgår det at styret vedtok å anbefale Microsofts tilbud på betingelse av forhåndsaksept fra hovedaksjonærene, samt at styret ville informere markedet om budet mandag 7. januar.

Partene ble enige om pris og forhåndsaksept natt til mandag 7. januar 2008.

Mandag 7. januar 2007 ca. kl. 08:00 tok IR-kontakt i Fast, Geir Harald Aase, kontakt med Oslo Børs' markedsovervåking og informerte om at det ville komme et bud på selskapet på NOK 19 pr aksje før børsåpning. Fast og Oslo Børs ble enige om å suspendere aksjen før børsen åpnet. Det var kontakt mellom Fast og børsen flere ganger i løpet av dagen.

Påfølgende dag, tirsdag 8. januar 2007 ca. kl. 10:08, ble det offentliggjort en melding om at Microsoft hadde fremmet et tilbud om å overta alle aksjene i Fast til en pris på NOK 19 pr aksje. På bakgrunn av meldingen steg aksjekursen med 40,8 % og det ble omsatt aksjer for 1 435 millioner kroner, se pkt. 3.4 nedenfor.

3.3 Orkla ASAs krav om ekstra ordinær generalforsamling

Samtidig som Fast var i oppkjøpsforhandlinger med Microsoft, offentliggjorde Orkla ASA ("Orkla") en børsmelding 21. desember 2007 der det ble stilt krav om en ekstraordinær generalforsamling i Fast. Orkla eide på dette tidspunktet 13,67 % av Fast. Orkla ønsket på denne generalforsamlingen å fremme et nytt styre med delvis utskiftning av styremedlemmene.

På bakgrunn av meldingen steg aksjekursen i Fast med 21,7 % og det ble omsatt aksjer for ca. 109 millioner kroner. Måneden før denne handelen var gjennomsnittlig dagsvolum på 23,5 millioner kroner. I etterkant av meldingen og frem til oppkjøpstilbudet ble offentliggjort holdt kursen seg i intervallet NOK 12 til 14,5.

Ved børsmelding 8. januar 2007 kl. 08:27 ble det offentliggjort at Orkla utsatte kravet om ekstraordinær generalforsamling på ubestemt tid.

3.4 Handelen før og etter børsmeldingen fra Microsoft

I 2007 hadde Fast en daglig omsetning på 47,2 millioner kroner. Etter offentliggjøringen av meldingen om oppkjøpet tirsdag 8. januar, steg aksjekursen i Fast med 40,8 % og det ble omsatt aksjer for 1 435 millioner kroner, se utskrift fra børsens overvåkingssystem i Bilag 11.

I perioden fredag 21. desember til fredag 28. desember steg aksjekursen i Fast med 36 %. Dette kan tilskrives situasjonen rundt Orklas krav om ekstraordinær generalforsamling. Etter børsens vurdering fremstår dette som en naturlig reaksjon på den nyheten.

Fredag 4. januar steg aksjekursen i Fast med over 7 % de siste 20 minuttene av den kontinuerlige handelen, se utskrift fra børsens overvåkingssystem i Bilag 11 og Bilag 12. Aksjen falt noe tilbake i sluttauksjonen, men sluttet fremdeles 3 % høyere enn kl. 16:00 samme dag. Etter børsens vurdering fremstod dette som et unormalt handelsmønster. Det var spesielt ett meglerforetak som bidro til denne kursutviklingen. Børsen har ikke funnet andre forklaringer på at kursen steg på akkurat dette tidspunktet. Det kan nevnes at hovedindeksen falt svakt i samme periode.

4. Rettslig utgangspunkt

4.1 Definisjonen av innsideinformasjon

Innsideinformasjon er definert i verdipapirhandelloven ("vphl.") 3-2 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.

De to første hovedvilkårene i definisjonen av innsideinformasjon (dvs. kravet om at opplysningene skal være presise og påvirke kursen merkbart) er nærmere utdypet i vphl. § 3-2 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. § 3-2 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. nr. 12 (2004-2005) 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, og at det under "en trinnvis prosess (for eksempel en forhandling eller en kapitalutvidelse), vil kunne foreligge innsideinformasjon på et tidlig stadium". jf. høringsnotat av 1. mars 2004 side 15.

Det andre hovedvilkåret i definisjonen av innsideinformasjon, at opplysningene skal være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart, er i loven nærmere angitt som en "fornuftig investor test", jf. § 3-2 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. nr. 12 (2004-2005) pkt. 4.5. Det er etter loven intet vilkår at kursen til de finansielle instrumentene faktisk påvirkes. Vurderingen skal således foretas "ex ante", dvs. i forkant av den aktuelle handling (som f. eks. kan være et kjøp eller offentliggjøring av informasjon).

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

Opplysninger må ikke være fullstendige for å utgjøre innsideinformasjon. 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") lagt til grunn at

"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."

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."

Det er i rettspraksis lagt til grunn at innsideinformasjon kan oppstå på et tidlig stadium i en prosess, jf. Rt. 2006 s. 1049 (Sense-saken), der retten bl.a. la til grunn at

"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."

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.

4.2 Offentliggjøring av innsideinformasjon

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

"Selskapet skal uopffordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd."

På nærmere vilkår kan offentliggjøringen av innsideinformasjon utsettes, jf. verdipapirhandeloven § 5-3 første og andre ledd punkt (1):

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

*(2) Legitime interesser som nevnt i første ledd kan typisk relatere seg til:
1. Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring..."*

Innsideinformasjon som er utsatt offentliggjort skal behandles konfidensielt, jf. ovenfor og vphl. § 3-4. Ved lekkasjer skal opplysningene umiddelbart offentliggjøres, jf. verdipapirhandeloven § 5-3 fjerde ledd:

"Dersom utsteder har grunn til å tro at opplysninger som nevnt i første ledd er kjent for eller er i ferd med å bli kjent for uvedkommende, skal utsteder uopffordret og umiddelbart offentliggjøre opplysningene i henhold til § 5-12."

Ovennevnte bestemmelser i verdipapirhandeloven trådte i kraft 1. januar 2008. Frem til dette tidspunktet gjaldt tilsvarende informasjonspliktregler i børsforskriften av 1994 § 5-2 og § 5-3, jf. verdipapirhandeloven av 1997 § 2-2.

4.3 Melding til børsen ved utsatt offentliggjøring

I løpende forpliktelser pkt.3.1.2 tredje ledd første og annet punktum heter det:

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

Tilsvarende regel fremgikk av tidligere løpende forpliktelser av 6. mars 2007 pkt. 3.1.2 tredje ledd. Siden regelen har tilsvarende innhold i de nye reglene, er det her henvist til de nye børsreglene. Fra 1. januar 2008 er meldeplikten pålagt etter verdipapirforskriften § 5-1.

4.4 Sanksjon

Etter børsloven § 31, jf. børsforskriften § 31, kan Oslo Børs ilegge overtredelsesgebyr på maksimalt 10 ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på bestemmelser i børsloven eller børsforskriften eller ved vesentlige brudd på børsens regler og forretningsvilkår. Bestemmelsene er gjentatt i løpende forpliktelser pkt. 15.4 første ledd. Det samme gjaldt for brudd på tilsvarende bestemmelser i børsforskriften og løpende forpliktelser som gjaldt før 1. januar 2008.

Etter gjeldende rett er plikten til å varsle Oslo Børs om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon fastsatt både i verdipapirforskriften § 5-1 og i løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 tredje ledd. Etter nærmere regler i vphl. § 17-4 og verdipapirforskriften § 13-1 er børsen tildelert kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr for forsettlig eller uaktsom overtredelse av bestemmelsene i vphl. §§ 5-2 og 5-3 (om informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring). Det antas at grunnlaget for fastsettelse av meldeplikten i verdipapirforskriften § 5-1 var vphl. §§ 5-2 og 5-3. Loven inneholder imidlertid ikke en eksplisitt hjemmel for å sanksjonere brudd på meldeplikten i verdipapirforskriften § 5-1. Det kan derfor reises spørsmål om børsen har kompetanse til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på meldeplikten i verdipapirforskriften § 5-1 i medhold av vphl. § 17-4. I

løpende forpliktelser pkt. 15.4 sjette ledd er det lagt opp til at børsen kan ilegge overtredelsesgebyr for brudd på meldeplikten tilsvarende som etter vphl. § 17-4.

Uavhengig av dette kan børsen i medhold av børsloven § 31, jf. børsforskriften § 31, ilegge overtredelsesgebyr for alle vesentlige brudd på løpende forpliktelser. Oslo Børs legger til grunn at dette også gjelder ved vesentlige brudd på plikten til å varsle Oslo Børs om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon, og således uavhengig av sanksjonsregimet etter verdipapirhandelloven og løpende forpliktelser pkt. 15.4 sjette ledd, jf. ovenfor. Lov og forskrift går foran børsens regler, jf. løpende forpliktelser pkt. 1 annet ledd siste punktum. Etter vår vurdering anses ikke sanksjonshjemmelen i børsloven § 31, jf. børsforskriften § 31, innskrenket ved løpende forpliktelser pkt. 15.4 sjette ledd.

5. Selskapets anførsler

Selskapet anfører i sitt brev 17. mars 2008 i det vesentligste følgende:

Det forelå ikke innsideinformasjon knyttet til oppkjøpsprosessen med Microsoft på tidspunktet for inngåelse av NDA i november 2007, og selskapet har ikke overtrådt meldeplikten. Selskapet tar utgangspunkt i uttalelser i børssirkulære nr. 3/2005 om at innsideinformasjon ikke oppstår før det er mer sannsynlig at forhandlinger vil fullføres enn at de ikke gjør det. Selskapet skriver:

“Selskapet bestrider ikke at det på tidspunktet for inngåelsen av tillegget til NDAen var klart at Microsoft kunne vurdere et oppkjøp av Selskapet som ett av flere alternativer. Hele poenget var imidlertid at før Microsoft hadde sett nærmere på hva som lå i FAST, ville de ikke gi uttrykk for om det var aktuelt eller ikke. All den tid det var svært langt fra sannsynlig at et bud ville komme, kan ikke innsideinformasjon sies å foreligge. Microsoft var videre også avhengig av tilslutning fra de tilbudet ble fremsatt overfor, nemlig aksjonærene.”

Selskapet anfører at en rasjonell og fornuftig investor ikke ville ha endret sin oppfatning av kursen på aksjen basert på eventuell informasjon om forholdet rundt NDAen, da spørsmålet om oppkjøp var for uavklart og usikkert på dette tidspunktet.

Selskapet bemerker at diskusjonen i forbindelse med begrenset due diligence i oktober 2007 dreide seg om et samarbeid med Microsoft og at det var usikkert om dette var aktuelt, både fordi Microsoft ikke hadde vurdert Fasts teknologi samt at bruken av åpen kildekode i Fast utgjorde en betydelig risiko for gjennomføring av et samarbeide.

Når det gjelder NDAen av november, viser selskapet til at Microsoft la inn teksten hvor det vises til mulig overtakelsestilbud. Selskapet anfører at Microsoft i samtaler presiserte at selv om oppkjøp var en mulighet, ble det vurdert andre samarbeidsformer og andre alternativer, samt at Microsoft kommuniserte til Fast at det på dette tidspunktet var uavklart hvorvidt det ville være interessant for Microsoft å utvide samarbeidet med Fast. Selskapet anfører at det på dette tidspunktet var sannsynlig at Microsoft ikke ville gå videre med vurderingen av andre samarbeidsformer og enda mindre sannsynlig at de ville legge inn et bud.

Selskapet bemerker at det etter inngåelsen av tillegget til NDA og due diligence ikke var noen diskusjoner mellom Microsoft og Fast vedrørende et mulig tilbud før den 4. januar 2008, jf. nedenfor, men at partene i denne perioden hadde diskusjoner om andre forhold, herunder avtalen om Fast Impulse.

Selskapet påpeker at føring av innsidelister ble iverksatt av forsiktighetshensyn, og dette ikke var en erkjennelse av at det forelå innsideinformasjon.

Når det gjelder selskapets rådgiver Merrill Lynch, vises det til at de ble engasjert fra 4. januar 2008 og at tidligere kontakt med Merrill Lynch gjaldt andre forhold, samt at innsidelister ført av Merrill Lynch ikke var relatert til et eventuelt bud fra Microsoft. Selskapet formoder listeføringen å være "føre var" lister som meglerhus fører dersom de kan bli involvert i en transaksjon om gjelder et børsnotert selskap.

Morgenen mandag 7. januar var ikke avtalene med hovedaksjonærene kommet på plass og Fast kunne derfor ikke meddele markedet at de hadde mottatt bud fra Microsoft. Selskapet anfører at de korrekt underrettet børsen underhånden om forekomsten av innsideinformasjon pr telefon 7. januar 2008, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.2.1 tredje ledd.

Selskapet har kommentert børsens foreløpige vurderinger i forhold til Hydro/Statoil-saken, og uttaler at børsens vurdering i nærværende sak innebærer en ny og lavere terskel for innsideinformasjon enn tidligere.

Selskapet har også vist til uttalelsene i børssirkulære nr. 3/2005 om at innsideinformasjon ikke oppstår før det er mer sannsynlig at forhandlinger vil fullføres enn at de ikke gjør det, og bemerker at selskapet på prinsipielt grunnlag må kunne forholde seg til de retningslinjer som gis av børsen i sirkulærer og vedtak.

Dersom børsen likevel skulle konkludere med at det foreligger et brudd mener selskapet det ved vurdering av sanksjonsspørsmålet bør tas hensyn til at Microsofts tilbud på selskapet vil bli gjennomført innen utløpet av april 2008 og at et eventuelt overtredelsesgebyr dermed kun vil ramme Microsoft som ikke er ansvarlig for den oppståtte situasjonen.

6. Børsens vurderinger

6.1 Spørsmålet om det forelå innsideinformasjon

Spørsmålet er om informasjon om oppkjøpsplaner var å anse som informasjonspliktig innsideinformasjon, jf. verdipapirhandeloven § 5-2, jf. § 3-2. Dette spørsmålet vil bero på en konkret vurdering av kontakt, forhandlinger, samtaler mv. mellom partene i det enkelte tilfelle. Forutsatt at dette spørsmålet besvares bekreftende, er videre spørsmålet om vilkårene for utsatt offentliggjøring forelå frem til børsmelding om oppkjøpet ble offentliggjort 8. januar 2008, og om plikten til å melde børsen underhånden ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon er overholdt.

Børsen har i punkt 4 ovenfor redegjort for det rettslige utgangspunktet for vurderingen. Det avgjørende for om informasjonspliktig innsideinformasjon foreligger er om vilkårene for informasjonsplikt er oppfylte. Børsen har nylig gitt to vedtak som viser at informasjonsplikten i trinnvise prosesser som f. eks. sonderinger om fusjoner og oppkjøp vil kunne inntre på et tidspunkt der det ikke er avklart om forhandlingene blir en realitet eller ikke, jf. Statoil/Hydro-saken og GGS-saken. Børsens praksis i disse sakene bygger i hovedsak på rettspraksis vedrørende innsidehandelforbudet (Sense-saken), lovforarbeider (Kredittilsynet), samt uttalelser fra CESR. Det kan ut fra dette ikke oppstilles som et vilkår at det er sannsynlighetsovervekt for at en slik prosess skal ende i en realitet.

6.1.1 Kurspåvirkningspotensialet

Microsoft er et av verdens største selskaper. Målt i markedsverdi er Fast et lite selskap sett i forhold til Microsoft. Ut i fra beskrivelser gitt i tilbudsdocumentet av 16. januar 2008, antas at Microsoft har ansett søkemotorsektoren som strategisk viktig. Dette understøttes at av Microsoft i ettertid har lagt inn bud på Yahoo.

Oslo Børs mener at opplysninger om et mulig oppkjøp av Fast fra en aktør med et slikt strategisk utgangspunkt åpenbart ville hatt et klart kurspåvirkningspotensial. Fra Fasts side må det antas at en oppkjøpssituasjon ville gi selskapets aksjonærer en forventning om en kontrollpremie over børskurs. Normalt sett utgjør kontrollpremien i en slik situasjon ca. 20-30%. På denne bakgrunn mener børsen at konkrete opplysninger om oppkjøpsforhandlinger ville gitt et utslag i kursen. Kursutviklingen til selskapets aksje etter børsmeldingen viser også at markedet vurderte oppkjøpet som positivt, jf. pkt. 3.4. I ettertid har det fremkommet at kontrollpremien utgjorde ca 42 %.

6.1.2 Presise opplysninger

Spørsmålet videre er på hvilket stadium informasjonen ble tilstrekkelig presis til å utgjøre innsideinformasjon. Etter vphl. § 3-2 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".

Den første kontakten om et mer strategisk samarbeid mellom Microsoft og Fast ble innledet tidlig i 2007, jf. pkt. 3.2. Ytterligere samtaler om et eventuelt oppkjøp eller annet samarbeid ble innledet i begynnelsen av oktober 2007, hvor det også ble gjennomført en begrenset due diligence. Fra Fast side var styremedlem Robert Keith og administrerende direktør John Markus Lervik involvert i prosessen. Forhandlingene har således vært forankret både hos toppledelsen og styret, selv om ikke hele styret har vært informert. Styreleder i Fast ble ifølge Fast først orientert om oppkjøpsprosessen fredag 4. januar, og øvrige styremedlemmer ble informert søndag 6. januar.

Oppkjøpssamtalene ble ytterligere formalisert ved at det i november 2007 ble inngått en ny Non-Disclosure Agreement (NDA) og tillegg til NDA, der det blant annet fremgikk at Microsoft vurderte et bud på Fast og at det skulle utføres teknisk/kommersiell, finansiell og juridisk due diligence, jf. pkt. 3.2 ovenfor. Disse opplysningene viser at Fast var villig til å utveksle sensitiv selskapsinformasjon. Selskapet var på dette tidspunktet kjent med at Microsoft vurderte å fremsette et tilbud på selskapet. Oppkjøpssamtalene hadde på dette tidspunktet pågått i lengre tid og det var avholdt møter med representanter fra toppledelse og styre fra begge selskapene.

Etter børsens vurdering representerte de konkrete planene og forhandlingene på dette tidspunktet slike muligheter for oppkjøp, at de må anses for tilstrekkelige "presise" til å utgjøre innsideinformasjon. Det faktum at det fremdeles var usikkerhet om hvorvidt motparten ønsket å gjennomføre et bud og at det ble diskutert alternative samarbeidsmetoder, innebærer etter børsens vurdering ikke at forhandlingene på dette stadiet ikke utgjorde innsideinformasjon, jf. de generelle merknadene i pkt. 4.2. over. Dette momentet har imidlertid betydning for spørsmålet om adgangen til utsatt offentliggjøring, jf. nedenfor. Det presiseres at lovens vilkår på dette punktet anses innfridd selv før partene påbegynte det som betegnes som reelle forhandlinger hvor f. eks. pris blir diskutert.

Alvoret i saken understrekes ved at selskapet heller ikke den 4. januar kl. 14:30 da Microsoft opplyste at de ville legge inn et bud på Fast (selv om det var en betingelse om styrets anbefaling og samtykke fra hovedaksjonærene) behandlet informasjonen som innsideinformasjon iht. regelverket.

6.1.3 Andre vilkår

Det neste vilkåret vphl. § 3-2 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 oppkjøpssamtaler mellom Fast og Microsoft vil være av stor betydning for prisingen av Fasts aksjer. Det vises for ordens skyld til kursutviklingen den 8. januar 2008 hvorved aksjekursen i Fast steg med 40,8 %. 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 mener at en fornuftig investor sannsynligvis ville benyttet disse opplysningene ved en beslutning om å investere i Fasts aksjer og at vilkåret klart er oppfylt.

Det vises til omtale i pkt. 6.1.1 ovenfor av at en oppkjøpssituasjon normalt gir en kontrollpremie over børskurs, og at investor i slike situasjoner selv må vurdere risikoen for om transaksjonen blir gjennomført. Børsen er derfor uenig i Fasts anførelse om at det ikke er sannsynlig at en rasjonell investor ville vurdert prisingen av aksjen dersom investor ble informert om oppkjøpsforhandlingen 7. november.

Opplysninger opphører å være innsideinformasjon dersom de blir offentliggjort eller alminnelig kjent, jf. vphl. § 3-2. Det legges til grunn at opplysninger om oppkjøpssamtalene først ble offentliggjort og alminnelig kjent gjennom børsmeldingen den 8. januar 2008.

6.1.4 Oppsummering

I den konkrete vurderingen har børsen i denne saken særlig lagt vekt på følgende;

Oppkjøpssamtalene mellom partene hadde pågått i lang tid og representanter fra toppledelse og styre i begge selskapene var orientert og involvert i prosessen fra et tidlig stadium. Partene hadde god kjennskap til hverandre og hadde allerede etablert et samarbeid gjennom andre kontraktsinngåelser. Etter gjennomføringen av begrenset due diligence basert på offentlig tilgjengelig informasjon ble avtalt at det skulle gjennomføres en ytterligere og grundigere due diligence. Det ble inngått ny NonDisclosure avtale samt et tillegg til denne som inneholdt en uttalelse om at Microsoft vurderte å legge inn et bud på selskapet og som ga forhandlingsmotparten adgang til å gjøre ytterligere undersøkelser av selskapet. Selskapet var da gjort kjent med at Microsoft vurderte å fremsette et tilbud på selskapet. Børsen mener opplysningen på dette tidspunktet ville hatt et klart kurspåvirkningspotensial.

På denne bakgrunn mener børsen at opplysninger om oppkjøpsforhandlingene mellom Fast og Microsoft å anse som informasjonspliktig innsideinformasjon senest da selskapene inngikk tillegget til NDA, det vil si senest 7. november 2007. Børsen mener at Fast på dette tidspunktet burde informert markedet om innsideinformasjonen, alternativt utsatt offentliggjøringen av opplysningene og varslet børsen underhånden om utsettelsen. Sakens alvor understrekes av at selskapet heller ikke behandlet informasjonen som innsideinformasjon iht. regelverket den 4. januar 2008.

6.2 Melding til børsen ved utsatt offentliggjøring

Børsen antar at selskapet under normale omstendigheter ville hatt legitime interesser for å utsette offentliggjøring av oppkjøpsforhandlingene, jf. verdipapirhandelloven § 5-3, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.2. Børsen går ikke nærmere inn på dette spørsmålet.

Etter løpende forpliktelser pkt. 3.2.1 fjerde ledd og verdipapirforskriften § 5-1 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 markedsmisbruk, jf. børsloven § 27, og børsforskriften § 19. Oslo Børs følger rutinemessig en aksjes kursutvikling der det er gitt melding om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Bruk av virkemidler som børspause og suspensjon ved tegn til lekkasjer er et av de viktigste forebyggende tiltakene børsen har. For å iverksette slike tiltak er imidlertid børsen avhengig av at det gis underhånden melding i de tilfellene selskaper har utsatt offentliggjøringen av innsideinformasjon. Selskapers plikt til å underrette børsen i situasjoner som dette bygger således på hensynet til investorene og tilliten til verdipapirmarkedet.

Børsen mener at plikten til å gi melding til børsen om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon inntrådte senest 7. november 2007. Børsen fikk først slik underhånden melding ca kl. 08:00 mandag 7. januar. Bakgrunnen for at børsen ikke ble varslet om oppkjøpsforhandlingene før dette er formodentlig at Fast ikke vurderte opplysningene som innsideinformasjon før søndag 6. januar, med påfølgende informasjon til børsen før børsåpning mandag 7. januar. I perioden 7. november til 7. januar var børsen således fratatt muligheten til å særskilt overvåke denne aksjen, og til å eventuelt gripe inn med virkemidler eller undersøkelser i forkant av meldingen.

Dersom børsens markedsovervåking hadde fått underhånden melding om oppkjøpsforhandlingene senest 7. november 2007, ville børsen ha agert annerledes. Flere prosedyrer regulerer kontrollregimet som skulle vært iverksatt.

Proseduren for mottak av informasjon sikrer børsen informasjon om det aktuelle forhold som er eller kan være innsideinformasjon, samt hvilke personer i hvilke selskaper og rådgivere som kjenner til eller er involvert i prosessen. Informasjonen ville vært logget av markedsovervåkingen og tilgjengeliggjort for de personer på børsen som har som ansvar å følge handelen operativt. Det bemerkes at informasjonen behandles fortrolig etter særskilte retningslinjer av dedikert godkjent personell.

Situasjonen ville også ha utløst "Intensivert Overvåking" av aksjen som innebærer økt fokus og oppfølging fra de operative ressurser. "Intensivert Overvåking" utløser en rekke kontrolloppgaver. Informasjon om selskapet på internettsider, chattesider og i pressen for øvrig analyseres. Enhver informasjon som kan være relevant vurderes, særlig med henblikk på mulige lekkasjer fra selskapet eller forhandlingsmotpart, eller deres rådgivere. Kun reelle lekkasjer med en viss grad av presis informasjon vil kunne medføre ytterligere tiltak. Oslo Børs' markedsovervåking har lovhemlet tilgang til VPS og kan følge transaksjoner på investornivå i tilfeller som dette. Det vil være en naturlig del av "Intensivert Overvåking" å gjøre søk i VPS. Hvem som handler kan være avgjørende informasjon, f.eks. ved at de personer som kjenner innsideinformasjonen ikke skal handle i perioden. Dersom det skjer, vil det opprettes sak for rapportering til Kredittilsynet, og samtidig foreligger økt fare for lekkasje. Også andre handler kan bli vurdert for rapportering.

Oslo Børs ville i denne perioden kunne hatt et større fokus på aktører som kjøpte aksjer og hvor det var grunn til å tro at disse kjente til oppkjøpsforhandlingene. Når børsen var fratatt denne muligheten var det ingen grunn for børsen til å se nærmere på situasjonene når de oppstod.

I det konkrete tilfellet oppsto en situasjon 21. desember da Orkla varslet ekstraordinær generalforsamling og ønsket styreendringer i selskapet. Markedet reagerte umiddelbart med prisøkning på over 20 %, se utskrift fra børsens overvåkingssystem i Bilag 12. Dette ville imidlertid ikke foranlediget bruk av virkemidler som suspensjon eller børspause, da informasjonen var varslet og gjelder annet forhold. På dette tidspunkt ville det imidlertid vært naturlig å vurdere om man skulle be selskapet om innsidelister skriftlig for å sjekke om noen på innsidelisten hadde handlet. Det ville videre vært naturlig å sjekke ut om Orkla, som største aksjonær i FAST, var informert om prosessen mot Microsoft. Det ville også vært en naturlig konsekvens å diskutere situasjonen med selskapet.

Fredag 4. januar hadde selskapet en kraftig kursutvikling. Fra kl 16:00 til kl 16:20 steg aksjen 6,6 % og det ble omsatt over 900.000 aksjer, se utskrift fra børsens overvåkingssystem i Bilag 12. Det ble utløst alarmer på unormal kursutvikling i overvåkingssystemet. Situasjonen ble diskutert, men børsen valgte å ikke gripe inn i handelen. Dersom markedsovervåkingen hadde vært informert på dette tidspunktet, ville børs pause blitt vurdert og sannsynligvis iverksatt, mest sannsynlig uten kontakt med selskapet. Slik dette vurderes i ettertid, ville børsen sannsynligvis kunne grepet inn og forhindret omsetning av ca 300.000 aksjer.

Mangel på underhåndenmelding til Oslo Børs avskjærer en reell mulighet til å forstå markedets og aksjens utvikling, samt til å gjennomføre de kontrolltiltak som er nevnt ovenfor. Hensynet til andre markedsaktører som børsen er satt til å ivareta vil i slike situasjoner ikke ivaretas, og dette kan svekke tilliten til verdipapirmarkedet.

Børsen mener at selskapet ikke har oppfylt sin plikt til å varsle børsen underhånden om utsatt offentliggjøring av oppkjøpsforhandlingene, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.2.1.

7. Sanksjon

Oslo Børs kan illegge overtredelsesgebyr for vesentlige brudd på børsens regler og forretningsvilkår, jf. børsloven § 31, jf. børsforskriften § 31, se omtale i pkt. 4.4. Overtredelsesgebyret skal betales til børsen, jf. børsforskriften § 31 første ledd.

Børsen har i valg av og utmåling av sanksjon sett hen til avgjørelser i lignende saker.

Manglende oppfyllelse av plikten til å gi børsen underhåndsmelding om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon ble første gang behandlet av børsstyret i sak 91/2007 StatoilHydro ASA. Selskapet fikk offentlig kritikk, men det ble i de offentliggjorte premissene og pressemeldingen uttalt at fremtidige brudd på varslingsplikten vil kunne foranledige overtredelsesgebyr. Etter denne saken som bygget på børsreglene alene er meldeplikten også inntatt av Finansdepartementet i verdipapirforskriften.

Tilsvarende spørsmål ble også behandlet av børsstyret i sak 32/2008 Global Geo Services ASA. Selskapet ble ilagt et overtredelsesgebyr tilsvarende to ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på løpende informasjonsplikt og prospektplikt, og to ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på børsreglenes bestemmelser, herunder varslingsplikten ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon.

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

At overtredelsen ikke gjelder en bestemmelse om informasjon til markedet, kunne isolert sett tilsi en lempelig sanksjon. Men plikten til å melde underhånden har et formål som er viktig for at markedsovervåkingen effektivt skal kunne beskytte markedets integritet når det er risiko for lekkasjer. At kursen har beveget seg merkbart i forkant av offentliggjøringen kan delvis tilskrives lekkasje, men trenger ikke gjøre det. Å inngi underhånden melding er heller ikke særlig byrdefullt, men er nettopp ment å skulle håndtere balansen mellom selskapets behov for konfidensialitet og risikoen for lekkasjer.

Oslo Børs har ved utmålingen i skjerpene retning lagt særlig vekt på at overtredelsen av plikten til å melde underhånden gikk over et langt tidsrom, fra 7. november til 7. januar.

Etter Oslo Børs` vurdering er overtredelsen av børsreglene av vesentlig art, og kvalifiserer derfor til overtredelsesgebyr.

Oslo Børs mener det ikke er grunnlag for å legge vekt på at overtagelsen av selskapet vil gjennomføres innen utløpet av april 2008.

På denne bakgrunn har børsen kommet til at det bør ilegges et overtredelsesgebyr som settes til fire ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på børsreglenes bestemmelser, herunder varslingsplikten ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Selskapet betaler kr. 277 555 i årlig kursnoteringsavgift.

8. Vedtak

Børsstyret treffer følgende vedtak:

Børsstyret vedtok å ilegge Fast Search & Transfer ASA et overtredelsesgebyr tilsvarende 4 – fire – ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 tredje ledd, jf. børsloven § 31 og børsforskriften § 31.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kapittel 8. Klagefristen er 2 uker.

5.2.3 Copeinca ASA – informasjonsplikt, informasjonsdokument (Børsstyresak av 23.04.2008)

1. INTRODUCTION

The case concerns certain acquisitions made by Copeinca ASA ('Copeinca') in the first half of 2007.

In section 3 below, we discuss whether the company in connection with these acquisitions fulfilled the obligation to publish inside information as soon as possible, and the obligation to publish information documents and/or detailed announcements.

In section 4 below, we discuss whether the company in connection with two private placements completed in June 2007 complied with the obligation to publish a listing prospectus and list the new shares.

The transactions in question took place in 2007, and the acts, rules and regulations then in force will be applied in the following.

A draft decision was sent to the company on 31 March 2008, and the company gave comments in its letter of 14 April 2008 (attachment 1).

2. COPEINCA IN BRIEF

Copeinca ASA was founded in November 2006 and is the ultimate parent company of the Copeinca Group. Corporacion Pesquera Inca S.A. ('Copeinca Peru') is the operating entity in the Copeinca Group.

Copeinca is a significant producer of fishmeal and fish oil in Peru, which is the world's largest producer and exporter of fishmeal and fish oil. Copeinca owns a large fleet and several plants and exports most of its production, primarily to Asia and Europe.

Copeinca has been listed on Oslo Børs since January 2007 and has a market cap of ca. NOK 2.3 billion.

3. THE OBLIGATION TO PUBLISH INSIDE INFORMATION, DETAILED ANNOUNCEMENTS AND INFORMATION DOCUMENTS

3.1 The transactions

This section discusses whether the company in connection with certain acquisitions during 2007 fulfilled the obligation to publish inside information as soon as possible, and the obligation to publish information documents and/or detailed announcements.

The relevant acquisitions are briefly presented below and further described in section 3.3. The descriptions are based on stock exchange announcements made by the company together with communications between Oslo Børs and the company, in particular a memo from Thommessen Krefting Greve Lund AS ('Thommessen'), the company's legal advisors, dated 14 September 2007 (attachment 2).

On 17 May 2007, the company agreed to acquire all the shares of Empresa Pesquera San Fermin S.A. and its subsidiaries for a consideration of USD 37.5 million, see section 3.4 below.

On 25 May 2007, Copeinca signed a Letter of Intent to acquire all the shares of Pesquera Industrial El Angel S.A. (Piangesa) for USD 111.5 million, see section 3.5 below.

On 21 February 2007, Copeinca signed a Letter of Intent to acquire 100 % of the shares of Pacific Fishing Business S.A.C. for USD 39 million, see section 3.6 below.

On 18 February 2007, Copeinca Peru entered into a Letter of Intent to acquire the Peruvian fishmeal companies Fish Protein S.A. and Pesquera Ribar S.A for USD 110 million, see section 3.7 below.

3.2 The legal framework

3.2.1 Inside information

According to section 5-2 of the Stock Exchange Regulations, issuers shall on their own initiative and as soon as possible publish inside information directly concerning the issuer. Inside information is defined in section 2-2 first subsection of the Securities Trading Act:

'Inside information means any information of a precise nature relating to financial instruments, the issuers thereof or other circumstances which has not been made public and is not commonly known in the market and which is likely to have a significant effect on the price of those financial instruments or of related financial instruments.'

The definition sets out three conditions: The information must be 'of a precise nature', the information must be 'likely to have a significant effect on the price' and the information must not be 'commonly known in the market'.

The meaning of the two first conditions is further specified in section 2-2 second and third subsection of the Securities Trading Act:

'Information of a precise nature means information which indicates circumstances that exist or may reasonably be expected to come into existence or an event that has occurred or may reasonably be expected to occur and which is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of those circumstances or that event on the price of the financial instruments or related financial instruments.'

Information likely to have a significant effect on the price of financial instruments or of related financial instruments means information of the kind which a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment

decisions.'

Oslo Børs has previously taken the position that contract negotiations may constitute an inside information situation, see Stock Exchange Board case 91/2007, StatoilHydro ASA, as referred in 'Vedtak og uttalelser' (Decisions and statements) 2007 p. 52. The exact stage in the process at which the contract negotiations represent precise information must be decided on a case-by-case basis. Once a letter of intent is entered into, there is normally no longer doubt as to whether the information is of a precise nature. Thus, if the contract is of such size or importance that it is likely to be of relevance to the market's pricing of the company, the contract represents inside information at the latest at this stage.

As set out in section 5-2 of the Stock Exchange Regulations, inside information should be published 'as soon as possible'. This means that the information must be published promptly, i.e. as soon as a stock exchange announcement has been prepared. If an agreement representing inside information is entered into outside the stock exchange opening hours, information regarding the agreement should be published before the start of trading on the following day.

Under section 5-3 of the Stock Exchange Regulations, the company may delay disclosure of inside information

'such as not to prejudice its legitimate interests, provided that such omission does not mislead the public and provided that the issuer ensures the confidentiality of that information'.

All three conditions must be fulfilled. Such delay should be promptly notified to Oslo Børs, see section 3.1.2 third subsection of the continuing obligations of stock exchange listed companies (Continuing Obligations).

3.2.2 Detailed announcement and information document

Issuers conducting significant transactions are required to publish detailed announcements and information documents as further specified in sections 3.4 and 3.5 of the Continuing Obligations. These regulations, which were first adopted by Oslo Børs on 6 March 2007, were announced to all issuers in circular no 4/2007 and in further details in circular no 7/2007, and entered into force on 16 April 2007. The new rules apply for agreements entered into after this date.

These rules apply in addition to the obligation to publish inside information as further described in section 3.2.1 above.

The detailed announcement obligation is incurred when the company conducts a transaction that represents a change of more than five per cent in its total assets, revenue or profit or loss, see section 3.4.1 of the Continuing Obligations. The announcement must be published by the start of trading on the third trading day after the date on which the agreement was entered into.

The information document obligation is incurred where the transaction represents a change of more than 25 per cent in relation to the criteria set out in section 3.5.1 third subsection of the Continuing Obligations. The provision refers to the criteria defined for pro forma requirements in a prospectus. As a main rule, the criteria will be the same as those applicable for the detailed announcement, i.e. total assets, revenue and profit or loss. According to the CESR recommendations of February 2005 as referred to in section 3.5.1, when calculating the 25 per cent limit, the applicable criteria should 'refer to figures from the issuer's last or next published annual financial statements'.

The basis for calculation of the 25 per cent limit is further described in section 4.3.1 of Oslo Børs' circular 7/2007:

'The calculation of whether a transaction represents such a change shall be carried out on the basis of the indicators of size in the issuer's most recent published annual accounts, or alternatively the next annual accounts to be published. ¹ The calculations are to be based on the value of the acquisition or disposal.

If the issuer has published an interim report since the most recent annual accounts, or has carried out a transaction presented by means of pro forma information in an information document, EEA prospectus or interim report, the calculation may, subject to approval from Oslo Børs, use the indicators of size taken from such published figures. ...'

The information document must contain certain specified information from the prospectus regulations, including pro forma information confirmed by an auditor. The document must be published within the start of trading on the 20th trading day after the date on which the agreement was entered into.

The detailed announcement obligation and the information document obligation are both triggered at the time when the 'agreement is entered into', see sections 3.4.3 and 3.5.4 of the Continuing Obligations. This term is further elaborated in section 2.2 of circular 7/2007:

'In the case of agreements between two parties, the general principles of contract law will determine when an agreement is deemed to be entered into. This means that the timetable for the deadline will in general start to run from the time the contract is signed, even if all the conditions are not necessarily satisfied or waived. If the agreement includes particular conditions that cause real uncertainty as to whether the agreement will come into force (not just uncertainty as to the terms of the agreement), Oslo Børs may upon request from the issuer agree that the timetable shall start to run when the specific condition(s) is/are satisfied or waived, or when it becomes most likely that the condition(s) will be satisfied or waived.

Whether an agreement is described as a 'letter of intent' or similar does not determine this evaluation. The determining factor is whether entering into the agreement in question represents a binding contract between the parties as described above.'

3.2.3 Regulations in force from 1 January 2008

As from 1 January 2008, the provisions corresponding to sections 5-2 and 5-3 of the Stock Exchange Regulations of 1994 have been implemented in sections 5-2 and 5-3 of the Securities Trading Act of 2007. The obligation to notify Oslo Børs of delayed disclosure has been adopted in section 5-1 of the Securities Regulations, in addition to section 3.1.2 third subsection of the Continuing Obligations.

Sections 3.4 and 3.5 of the Continuing Obligations have not been substantially amended in the revised version effective from 1 January 2008.

3.3 Comments from Copeinca

In its letter of 14 April 2008, the company explains that when calculating whether the 5 per cent threshold for the detailed announcement and the 25 per cent threshold for the information document were reached, the company assumed that it could accumulate

¹ CESR 05-054b item 94.

purchases made during 2007 to the financial statements at 31 December 2006. The company argues as follows:

'The prospectus rules (including the CESR recommendation) on how to calculate the thresholds does not address the above question on calculation explicitly. In the CESR recommendation item 94 it is stated that the 'appropriate indicators of size should refer to figures from the issuer's last or next published annual financial statements'. However, the regulations in the Oslo Børs rules on continuous obligations support Copeinca's interpretation as set out above:

'If the transaction relates to assets or business activities that have not been subject to separate financial reporting, the calculation of whether the transaction exceeds 5 % shall be based on the consideration paid or received for the assets or business activity and the book value of the company's total assets before the acquisition or disposal' [section 3.4.1 of the rules, underlined by us]

The above indicates that the issuer should consider the new acquisition against the issuer's relevant indicators before the acquisitions, and does not say that it should be based on the latest audited annual accounts.

The above was changed (or at least clarified) in the OSE Circular No 7/2007 issued on 3 May 2007, where it is explicit that the calculation shall be based on the issuer's most recent published annual accounts. The above Circular has been issued in the Norwegian language only. We see that the above circular was issued 2-3 weeks before two of the four relevant acquisitions, but the issuer should also be allowed some lenience with regard to complying with such new rules and guidelines, in particular when they are not issued in English. When the rules are unclear and clarifications to the rules are not communicated to Copeinca in English, this should be taken into account when considering whether a breach has been made, and, in particular, when considering the size of the fine.'

With regard to the question of when the relevant agreements were entered into, triggering the obligation to publish detailed announcement and information document, the company argues that contracts in Peru can not be relied upon until completion:

'In Peru (and in particular in the consolidation process within the fishing sector in Peru) there will be uncertainty on completion of the acquisition until actual completion, which is the reason for the practice of signing the final agreement upon completion. In the ongoing consolidation process in Peru, there are many buyers seeking to acquire the same targets, all trying to bid higher prices to take the deals away from competitors up to completion even after a letter of intent or agreement has been entered into.'

The Company further emphasizes that Peruvian law must be applied:

'It should be noted, however, that the assessment on whether the contract is binding must be done under the laws governing the relevant agreement. All agreements regarding the acquisitions are governed by Peruvian law, and the assessment as set out in section 2.2 of circular 7/2007 must consequently be made under Peruvian law, Peruvian general contract principles and Peruvian traditions. Conclusions on this under Norwegian law and practice are thus not possible.'

3.4 Empresa Pesquera San Fermin S.A.

3.4.1 Inside information

The acquisition of Empresa Pesquera San Fermin S.A was agreed on 17 May 2007 and announced on 21 May 2007 (attachment 3). The contract appears to have represented inside information, which is also confirmed by the fact that the company published an announcement regarding the contract. The information was of a precise nature at the latest at the time the contract was entered into on 17 May 2007, see the general remarks made in section 3.2.1 above. Accordingly, the company did not comply with the obligation to publish the inside information as soon as possible.

The reason for delaying the announcement is explained by the company in its letter of 14 april 2008:

'The reason for delaying the announcement ... was that the acquisition price, if made public was going to affect other prospects the company was negotiating at that time, cf. the general comments made above.

This was discussed with the CFO of Copeinca ... with ... Oslo Børs over the phone ... [who] wanted a prompt disclosure ...[and] proposed a disclosure without mentioning the price; which explains why the company proceeded with the disclosure in that way.

Copeinca acknowledges that it should have made it clear that in its view a deferral was appropriate as this was in its legitimate interests. Copeinca acknowledges, however, that it should have notified Oslo Børs on 18 May 2007 of the deferral of the announcement.'

For the sake of good order, Oslo Børs wishes to point out that it is not correct that Oslo Børs necessarily wanted a prompt disclosure of the acquisition. Oslo Børs discussed the matter with Copeinca's CFO and suggested that a minimum disclosure, i.e. without the price, might be a feasible alternative to a delayed announcement.

Oslo Børs does not question whether the company indeed had legitimate interest in delaying public disclosure in accordance with section 5-3 of the Stock Exchange Regulations. Copeinca, however, did not comply with the obligation to provide prompt notification to Oslo Børs that it was in a situation with delayed publication of inside information.

3.4.2 Detailed announcement and information document

The acquisition of Empresa Pesquera San Fermin S.A. represented an implied increase in revenues, assets and profit for Copeinca per 31 December 2006 of 27.53 per cent, 11.86 per cent and 19.46 per cent, respectively, and accordingly triggered the obligation to publish a detailed announcement and an information document, see section 3.2.2 above.

As mentioned in section 3.3 above, the company made the interpretation that the 5 per cent and 25 per cent thresholds could be based on the financial statements at 31 December 2006 adjusted for acquisitions made so far in 2007. The company refers to section 3.4.1 third subsection second paragraph of the Continuing Obligations. This provision applies however to 'assets or business activities that have not been subject to separate financial reporting' and is thus not applicable in this case, which relates to acquisitions of companies. The correct interpretation of the provision is thus not discussed further.

Prior to the publication of Oslo Børs Circular 7/2007, the guidance on calculating the 25 per cent threshold were set out in section 94 of the CESR recommendation as referred to in section 3.5.1 of the Continuing Obligations. This provision expressly states that the relevant basis for calculation is 'the issuer's last or next published annual financial statements'. No specific guidance was provided for the 5 per cent threshold, and thus the CESR recommendation principles would also be of relevance in this context.

It is therefore clear that the 2006 annual financial statements as a starting point constituted the correct basis for the company's calculations ("last ... published annual financial statements"). The subsequent guidance provided by Circular 7/2007 – implying that the calculation alternatively could be based on figures from information documents, EEA prospectuses or interim reports published after the latest annual financial statements subject to the approval by Oslo Børs – represented a liberalisation to the benefit of the issuers. No such approval was however applied for by the company.

The interpretation made by the company that the calculation could be based on the annual financial statements adjusted for subsequent acquisitions does not appear to be supported by any legal sources.

Based on the above, Copeinca should have filed a detailed announcement and an information document by the start of trading on the third business day and the twentieth business day, respectively, after the date of the agreement. According to Copeinca's stock exchange notification of 21 May 2007, the agreement was entered into on 17 May 2007, and the deadline for the publication of the required filings is thus counted from this date.

Copeinca published neither a detailed announcement, nor an information document with regard to this transaction.

3.5 Pesquera Industrial El Angel S.A. (Piangesa)

3.5.1 Inside information

In connection with the acquisition of Pesquera Industrial El Angel S.A. (Piangesa) a Letter of Intent was signed on 25 May 2007. The Letter of Intent was announced through a stock exchange notification on 11 June 2007 (attachment 4). The completion of the acquisition was announced on 10 September 2007 (attachment 5).

The contract appears to have represented inside information, which is also confirmed by the fact that the company filed a stock exchange announcement regarding the contract. The information was of a precise nature at the latest at the time the Letter of Intent was signed on 25 May 2007.

Copeinca informed Oslo Børs by e-mail after Oslo Børs' trading hours on 29 May 2007 (attachment 6) that it wished to delay the publication of this acquisition. Oslo Børs does not question whether the company indeed had legitimate interest in delaying public disclosure in accordance with section 5-3 of the Stock Exchange Regulations. Copeinca, however, did not comply with the obligation to provide prompt notification to Oslo Børs that it was in a situation with delayed publication of inside information.

3.5.2 Detailed announcement and information document

The acquisition of Piangesa represented an implied increase in revenues, assets and profit for Copeinca per 31 December 2006 of 39.43 per cent, 31.05 per cent and 2.87 per cent, respectively, thus triggering the obligation to publish a detailed announcement and information document.

The Letter of Intent was entered into on 25 May 2007, subject to due diligence and negotiation of a final share purchase agreement. The share purchase agreement was entered into and the transaction was completed on 6 September 2007. The deadline for the required filings of three business days and twenty business days, respectively, are counted from the date on which the 'agreement is entered into', see section 3.2.2 above. As specified in circular 7/2007, the determining factor is not the label on the contract (e.g. 'Letter of Intent'), but whether the agreement in question represents a legally

binding (conditional or unconditional) commitment between the parties. Oslo Børs agrees with Copeinca's contention that the assessment must be based on principles of Peruvian contract law.

The Piangesa transaction raises the question whether a Letter of Intent is a sufficiently firm agreement to trigger the requirement to publish a detailed announcement and information document within three business days and twenty business days, respectively.

A Letter of Intent conditional only upon due diligence and negotiation of final share purchase agreement may be considered as legally binding for the parties. The evaluation depends on further examinations of relevant facts and applicable contract law. Oslo Børs notes that the date on which Copeinca generally – and in this case specifically – has entered into share purchase agreements has tended to more or less coincide with the closing of the agreed transaction. The company has explained this by pointing out the 'uncertainty on completion of the acquisition until actual completion', see section 3.3 above. However, the company has not argued that a Letter of Intent does not represent a 'binding agreement' for the purposes of Peruvian contract law. On the contrary, the company's announcement of 11 June 2007 repeatedly labels the transaction as an 'acquisition' of Piangesa. Based on the facts provided to us, a sufficiently firm agreement appears to have been established between the parties prior to the signing of the formal contract. Bearing in mind the limited conditions set out in the Letter of Intent in connection with the acquisition of Piangesa, Oslo Børs concludes that the three day / twenty day deadline for the publication of the detailed announcement and information document were triggered on 25 May 2007.

Copeinca, however, published neither a detailed announcement, nor an information document, with regard to this transaction.

3.6 Pacific Fishing Business S.A.C

3.6.1 Inside information

The Letter of Intent with regard to the acquisition of Pacific Fishing Business S.A.C. was signed on 21 February 2007 and announced on the following day (attachment 7). The completion of the due diligence investigations with no negative findings was announced on 30 April 2007 (attachment 8).

A final share purchase agreement was entered into on 24 July 2007, and the transaction was completed on the same date. The completion of the transaction was announced through a stock exchange notification on 26 July 2007 (attachment 9). Accordingly, the publication of the announcement seems not to have taken place 'as soon as possible'. On the other hand, as the Letter of Intent and completion of the due diligence investigations were previously announced, it may be argued that the entering into and completion of the share purchase agreement did not represent inside information for the company. Taking this uncertainty into account, Oslo Børs has not concluded whether this case constitutes a breach of compliance.

3.6.2 Detailed announcement and information document

The acquisition of Pacific Fishing Business represented an increase in revenues, assets and profit for Copeinca per 31 December 2006 of 14.18 per cent, 12.79 per cent and 1.40 per cent, respectively, triggering the obligation to publish a detailed announcement, but not an information document.

As set out above, the Letter of Intent was entered into on 21 February 2007, which is prior to the new rules entering into force (16 April 2007), see section 3.2.2 above. The completion of the due diligence investigations, however, was announced on 30 April 2007 and the final share purchase agreement was entered into on 24 July 2007.

The date on which the agreement is considered to be 'entered into' between the parties will therefore determine whether the new rules were applicable, and thus whether the company has breached the obligation to publish a detailed announcement. If the agreement was entered into on the date of the Letter of Intent, the rules will not be applicable, and no detailed announcement will be required. If, on the other hand, the agreement was entered into on the date when the due diligence investigations were completed or the share purchase agreement was signed, the information obligations will apply.

As discussed above under section 3.5.2, the fact that the agreement is labelled 'Letter of Intent' does not necessarily mean that an agreement has not been entered into for the purposes of sections 3.4 and 3.5 of the Continuing Obligations. However, the Letter of Intent was made subject to more extensive conditions than those described in connection with the Piangesa transaction.

It cannot be ruled out that a sufficiently firm agreement was established between the parties at the time of the Letter of Intent. If this was the case, Oslo Børs' rules related to detailed announcements and information documents would not have applied. Oslo Børs has not concluded on the reality in this transaction, but will not pursue the question further.

3.7 Fish Protein S.A. and Pesquera Ribar S.A.

3.7.1 Detailed announcement and information document

The Letter of Intent for the acquisitions of Fish Protein S.A. and Pesquera Ribar S.A. was entered into on 18 February 2008 and announced on 19 February 2007 (attachment 10). On 14 June 2007, Copeinca entered into final share purchase agreements to acquire the two companies. The share purchase agreements and the completion of the acquisitions were announced on the same date (attachment 11).

The acquisition of Fish Protein S.A. represented an implied increase in revenues, assets and profit for Copeinca per 31 December 2006 of 45.64 per cent, 15.52 per cent and 41.83 per cent, respectively, thus in principle triggering the obligation to publish a detailed announcement and an information document.

The acquisition of Pesquera Ribar S.A. represented an implied increase in revenues, assets and profit for Copeinca per 31 December 2006 of 24.24 per cent, 12.00 per cent and 1.07 per cent, respectively, thus triggering the obligation to publish a detailed announcement.

According to the memo of 14 September 2007, the Letter of Intent dated 18 February 2007 was made on the following conditions:

'... the parties agreeing on a share purchase agreement, the satisfactory due diligence of the target companies, and independent financial valuation of the targets and an opinion by PricewaterhouseCoopers of such valuation and the general meeting of Copeinca ASA approving the transaction'.

This acquisition raises the same questions as discussed in section 3.6.2 above (Pacific Fishing Business S.A.C.) with regard to the applicability of the information obligations set out in sections 3.4 and 3.5 of the Continuing Obligations. If the Letter of Intent represented an agreement between the parties in legal terms, these rules will not be applicable as the Letter of Intent was entered into before 16 April 2007. The observations made in connection with the acquisition of Pacific Fishing Business S.A.C. therefore seem to apply correspondingly with regard to these transactions.

4. PUBLICATION OF PROSPECTUS AND LISTING OF NEW SHARES

4.1 Facts

In June 2007, Copeinca completed two private placements. On 14 June 2007, 6.2 million new shares were issued as partial consideration relating to the Fish Protein S.A. and Pesquera Ribar S.A. acquisitions, see section 3.7 above (attachments 12 and 13). On 21 June 2007, 12 million new shares were issued in order to partially fund the acquisition of Pesquera Industrial El Angel SA (Piangesa), see section 3.5 above (attachments 14, 15 and 16).

A listing prospectus for the 18.2 million new shares issued in connection with the private placements was published on 4 January 2008. Up until the date of the publication of the prospectus, the new shares were registered under separate ISIN numbers, and were thus not tradable on Oslo Børs.

Through share exchange agreements with Copeinca's largest shareholder, the subscribers in the two private placements received listed shares once the new shares were registered in the company's VPS register on 15 June 2007 and 25 June 2007, respectively.

4.2 The legal framework

Section 5-3 first sentence of the Securities Trading Act reads:

'Upon admission to trading of transferable securities on a Norwegian regulated market place, including increases of capital in companies with quoted shares, a prospectus shall be prepared pursuant to the rules in this chapter.'

According to section 5-19 first subsection first sentence, such prospectuses must be published 'at the latest ... upon admission to trading'.

Section 11.4 first subsection, first sentence of the Continuing Obligations reads:

'If new shares are issued in a class of shares that is stock exchange listed, the new shares shall be admitted to stock exchange listing without requiring application to Oslo Børs.'

The provision does not expressly set out that the new shares should be listed within a specific deadline. Based on the principle of automatic listing, Oslo Børs has, however, taken the position that listed companies are required to list newly issued shares without undue delay, see 'Vedtak og uttalelser' (Decisions and statements) 2006 p. 11. In Oslo Børs' board meeting on 25 November 2003, Hands ASA was sanctioned for neglecting to publish a prospectus in connection with a private placement completed six months earlier, on 19 May 2003. The case is published in 'Vedtak og uttalelser' (Decisions and statements) 2003 p. 20.

If a company does not comply with guidelines set out by Oslo Børs it may be considered to have breached the obligation to observe 'good stock exchange practice' set out in section 22-1 of the Stock Exchange Regulations

With effect from 1 November 2007, the provisions set out in sections 5-3 and 5-19 of the Securities Trading Act of 1997 are adopted without amendments in sections 7-3 and 7-19 of the Securities Trading Act of 2007. Correspondingly, no substantial amendments are made in section 11.4 first subsection in the revised version of the Continuing Obligations which came into force from 1 January 2008. The obligation to observe good stock exchange practices is set out in section 14 of the Stock Exchange Regulations.

4.3 Comments from Copeinca

The company sets out in its letter of 14 April:

'The only reason the prospectus was not published earlier is that we had to conclude IFRS proformas, cf. the above discussion. This should not be considered as a separate breach of the Oslo Børs rules.'

In the company's opinion, the prospectus was published within a reasonable time:

'As noted above, Copeinca started the preparation of the listing prospectus promptly after the private placements and the first draft of the prospectus was submitted to Oslo Børs on 14 August 2007. The second draft, reflecting comments received from Oslo Børs, was submitted on 24 August 2007. When the prospectus was basically in final form, the issue with the pro formas came up and was discussed with Oslo Børs in late August and first half of September 2007.

The above shows that Copeinca in good faith made all efforts to complete the prospectus for publication as soon as possible.

This effort continued when it was concluded that the pro forma information was required. From this moment in time (early September), it took 4 months until the prospectus was published on 4 January 2008, including pro forma accounts for all the 4 acquisitions mentioned in the Advance Notice.

Copeinca believes that using 4 months in preparing the pro forma financial statements for 4 acquisitions of this nature is without 'undue delay', as indeed we believe it was not possible to prepare the extensive pro formas more expediently once this situation had occurred. In this respect the following should be taken into account:

- (i) All companies acquired by Copeinca were closely held, family owned businesses,*
- (ii) The targets were not reporting in IFRS but Peruvian GAAP, and their accounting records were very simple.*
- (iii) None of the senior management of the targets (with the execution of one person in Corporacion Pesquera Ribar S.A.) continued post completion.*
- (iv) Financial information for the last two years on the family owned targets were incomplete.*

The work needed to be able to do the IFRS conversion of such targets with simple accounting records and standards and no access to management of the targets, having the IFRS work reviewed by financial advisors in Peru and Norway is very extensive and time consuming.'

In the Company's opinion, the Hands case is not relevant as guidance in this case:

'Hands ASA had no real excuse for delaying the preparation of its prospectus, other than that the company was in a reorganisation process and that it had prioritised this work rather than the prospectus preparation and that it was difficult to prepare a prospectus when reorganisations were considered. Also, Hands ASA did not have the challenges faced by Copeinca in September 2007 in preparing IFRS pro forma accounts for a number of entities.'

Copeinca also refers to its application to publish the listing prospectus without pro forma accounts, which was denied by Oslo Børs (attachments 17 and 18).

4.4 The stock exchange's evaluation

The private placements described in section 4.1 above triggered prospectus requirements in accordance with section 5.3 of the Securities Trading Act. Thus, the new shares could not be made available for trading prior to publication of the prospectus, see section 5-19 of the Securities Trading Act. The new shares were registered under separate ISIN numbers, and were thus not tradable on Oslo Børs until the publication of the prospectus on 4 January 2008.

Companies with shares listed on Oslo Børs which issue new shares in the same class, should ensure that the new shares are made available for trading without undue delay, cf. section 4.2 above. The time lag between issuance and trading should not be longer than what could reasonably be considered necessary in order for a prospectus to be produced. In this context, the company must be assumed to have sufficient capacity – in-house or by hiring external consultants – in order to prepare pro forma accounts, restate financial accounts to IFRS etc. within a reasonable timeframe.

In this case, the private placements were completed on 15 and 21 June 2007, and the prospectus was published on 4 January 2008. Accordingly, the company spent more than 6 months preparing a prospectus. Oslo Børs appreciates that the prolonged period to a certain extent reflects the company's misunderstanding of the pro forma requirements in prospectuses. This, however, does not exempt the company from complying with the applicable rules and the company could have handled the situation in a more appropriate manner.

Oslo Børs has not concluded on what constitutes a reasonable period of time for the listing of new shares. In the case regarding Hands ASA referred to under section 4.2 above, however, Oslo Børs concluded that 6 months is an unreasonably long period of time. In Oslo Børs' view, this also applies in cases where the preparation of the prospectus requires the preparation of pro forma accounts and the restatement of financial information to IFRS. Copeinca has therefore not complied with the guidelines set out by Oslo Børs.

In Oslo Børs' opinion, the obligation for listed companies to ensure that new shares are listed within a reasonable period of time represents an important protection for shareholders and the market in general. This applies in particular in cases where the subscribers do not receive listed shares in advance as part of an arrangement with borrowed shares as described in section 4.1 above.

The obligation to list the shares within a reasonable period of time applies generally, i.e. also in cases where the subscribers receive borrowed shares until the publication of the prospectus, and has been clearly communicated by Oslo Børs as discussed above. Copeinca has thus breached the obligation to observe good stock exchange practices as set out in section 22-1 of the Stock Exchange Regulations.

5. Sanctions

To summarise, Copeinca has on two occasions (the acquisitions of Empresa Pesquera San Fermin S.A. and Pesquera Industrial El Angel S.A. (Piangesa)) breached both the obligation to promptly notify Oslo Børs of delayed disclosure of inside information and the obligations to publish detailed announcements and information documents. Further, Copeinca breached the obligation to observe good stock exchange practice when neglecting to publish a prospectus without undue delay.

According to section 31 of the Stock Exchange Act of 2007 and section 31 of the Stock Exchange Regulations of 2007, Oslo Børs may resolve to impose a violation charge in the maximum amount of 10 times the annual listing fee for breaches of the Stock Exchange Regulations and for material breaches of the stock exchange's rules and regulations (the Continuing Obligations). The provisions are repeated in section 15.4 of the Continuing Obligations applying from 1 January 2008. The same is considered to apply for breaches

of corresponding provisions in the Stock Exchange Regulations and the Continuing Obligations as applicable before 1 January 2008.

Under the present rules, the obligation to notify Oslo Børs of delayed disclosure of inside information is specified both in section 3.1.2 third subsection of the Continuing Obligations and in section 5-1 of the Securities Regulation. As further specified in section 17-4 of the Securities Trading Act of 2007 and section 13-1 of the Securities Regulation, Oslo Børs has been delegated authority to impose violation charges for intentional or negligent breaches of the section 5-2 and 5-3 of the Act (regarding the disclosure obligation and delayed disclosure). These provisions are assumed to form the legal basis for the adoption of section 5-1 of the Securities Regulation. However, the Securities Trading Act does not explicitly provide a basis for imposing sanctions for breaches of section 5-1 of the Securities Regulations. It can therefore be questioned whether Oslo Børs may impose violation charges for breaches of the notification obligation in section 5-1 of the Securities Regulation in accordance with section 17-4 of the Securities Trading Act. Section 15.4 sixth subsection of the Continuing Obligations specifies that Oslo Børs may impose violation charges for breaches of the notification obligation in accordance with section 17-4 of the Securities Trading Act.

However, all material breaches of the Continuing Obligations may be sanctioned by the stock exchange in accordance with section 31 of the Stock Exchange Act and section 31 of the Stock Exchange Regulations. Oslo Børs assumes that this also applies to the obligation to notify Oslo Børs of delayed disclosure without regard to the sanction regime established by the Securities Trading Act and section 15.4 sixth subsection of the Continuing Obligations, see above. Legislation and regulations take precedence to the Continuing Obligations, cf. section 1, second subsection of the Continuing Obligations. Oslo Børs considers that section 31 of the Stock Exchange Act and section 31 of the Stock Exchange Regulations are not restricted by section 15.4 sixth subsection of the Continuing Obligations.

In determining an appropriate sanction, Oslo Børs has taken into account that the obligations to publish a detailed announcement and an information document had newly entered into force at the time of the acquisitions. In connection with the prospectus, Oslo Børs has taken into account that the shares became freely tradable through a borrowing arrangement, and that the company had to undertake an extensive amount of work related to the pro forma accounts and restatement to IFRS.

Oslo Børs considers the violation of the Stock Exchange Regulations and the Continuing Obligations to constitute a serious breach to be sanctioned by a violation charge.

Oslo Børs has on one prior occasion imposed a violation charge for breach of the notification requirement (Stock Exchange Board case 32/2008 Global Geo Services ASA). No specific part of the violation charge was allocated to this breach. Oslo Børs has not previously sanctioned breaches of the obligation to publish a detailed announcement and an information document. The obligation to publish a prospectus without undue delay was sanctioned in the form of a violation charge of three times the annual listing fee in the case regarding Hands ASA. The facts in this case, however, differ significantly.

Based on an overall assessment, Oslo Børs finds that a violation charge to be set at two times the annual listing fee constitutes a suitable sanction in this matter, representing in aggregate NOK 331,958.

6. Resolution

The following resolution was passed:

'The Board of Directors of Oslo Børs resolved to impose a violation charge on Copeinca ASA of two times the annual listing fee for breach of section 22-1 of the

Stock Exchange Regulation as applicable until 1 November 2007 and sections 3.1.2 third subsection, 3.4 and 3.5 of the Continuing Obligations as applicable until 1 January 2008, cf. section 31 of the Stock Exchange Act and section 31 of the Stock Exchange Regulations.

The decision may be appealed to the Stock Exchange Appeal Committee. The time allowed for appeal is two weeks.'

5.2.4 Global Geo Services ASA – informasjonsplikt og prospektplikt (Børsstyresak av 27.03.2008)

1 Innledning

Saken gjelder flere forhold i forbindelse med emisjoner og refinansiering gjennomført i Global Geo Services ASA ("GGS") første halvår 2007.

Saken refererer seg til forhold i 2007 og det tas her utgangspunkt i lover, forskrifter og børsregler slik disse gjaldt i 2007.

Bakgrunnen for saken er i korthet at GGS i januar 2007 arbeidet med en samlet refinansieringsløsning for selskapet. Selskapet var i en vanskelig finansiell situasjon og likviditeten var stram. Selskapet hadde fått en måneds utsettelse med hovedkreditor Atlas Capital Management (Atlas) på låneforfall fra 31. desember 2006 til 1. februar 2007. Den refinansieringsløsning selskapet kom frem til med Atlas, bestod av en rettet emisjon og etablering av et nytt obligasjonslån. Den rettede emisjonen ble gjennomført i januar (pkt. 3.2) med en påfølgende reparasjonsemisjon. Obligasjonslånet ble derimot ikke trukket opp. På denne bakgrunn, og som følge av sviktende arbeidskapital og likviditet ut over våren 2007, arbeidet selskapet med ulike alternativer for å få til en mer omfattende styrking av selskapets arbeidskapital. Dette resulterte i en emisjon i juni 2007 (pkt. 3.3).

Det første spørsmålet er om selskapet har brutt sin løpende informasjonsplikt etter børsforskriften § 5-2, jf. § 5-3, herunder plikten til å underrette børsen om utsatt offentliggjøring etter Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper (løpende forpliktelser) pkt. 3.1.2 tredje ledd, jf. pkt. 3 nedenfor.

Det neste spørsmålet er om selskapet i forbindelse med de nevnte transaksjoner har brutt pliktene til å offentliggjøre opplysninger om ex-dato, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.2.3 annet ledd/3.2 annet ledd og til å sende børsen oppdatert firmaattest, jf. pkt. løpende forpliktelser 2.6, jf. pkt. 4 nedenfor.

Endelig er spørsmålet om selskapet i forbindelse med rettet emisjon i juni 2007 ikke overholdt sin plikt til å offentliggjøre prospekt for aksjene ble tatt opp til notering, jf. verdipapirhandeloven § 5-19 første ledd, jf. pkt. 5 nedenfor.

Et utkast til innstilling ble oversendt GGS 25. januar 2008, og selskapet ga sine anførsler i brev av 15. februar 2008 (vedlegg 1).

2 Kort om selskapet

GGS leverer seismiske data og tjenester til olje- og gassindustrien. GGS utvikler også smartbrønn utstyr og prosesseringstjenester via datterselskapene Nescos AS og Spectrum Ltd. Selskapet har også kjøpt inn tre lektere for oljeproduksjon. Selskapet er notert på Oslo Børs under ticker "GGS".

3 Løpende informasjonsplikt

3.1 Rettslig utgangspunkt

3.1.1 Definisjon av innsideinformasjon

Innsideinformasjon var på det aktuelle tidspunkt definert i verdipapirhandeloven ("verdipapirhandeloven") 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.

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

Hverken ordlyden, forarbeider eller praksis begrenser hva som saklig kan utgjøre en opplysning, gitt at de øvrige vilkårene er innfridd. Videre må opplysningene i følge verdipapirhandeloven § 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 i loven stiller til opplysningenes presisjon, er i følge forarbeidene ment å avgrense mot rykter og spekulasjoner, jf. Ot. prp. 12 (2004-2005) pkt. 4.5. Kredittilsynet la i lovforarbeidelsen 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. 12 (2004-2005) pkt. 4.5. Det er etter loven intet vilkår at kursen til de finansielle instrumentene faktisk påvirkes. Vurderingen skal således foretas "ex ante", dvs. i forkant av den aktuelle handling (som f. eks kan være et kjøp eller offentliggjøring av informasjon).

Til slutt må opplysninger ikke være offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet for å omfattes av definisjonen av innsideinformasjon.

Opplysninger må ikke være fullstendige for å utgjøre innsideinformasjon. 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") lagt til grunn at

"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".

Det er også i rettspraksis lagt til grunn at innsideinformasjon kan foreligge på et tidlig stadium i forhandlingssituasjoner, jf. Rt. 2006 s. 1049 (Sense-saken).

3.1.2 Offentliggjøring av innsideinformasjon

Børsnoterte selskaper skal som hovedregel offentliggjøre innsideinformasjon uoppfordret og umiddelbart, 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.

I særdeleshet der selskapets finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at selskapet er insolvent, kan offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjonærs interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre selskapets langsiktige finansielle situasjon."

Innsideinformasjon som er utsatt offentliggjort skal behandles konfidensielt, jf. ovenfor og verdipapirhandelloven § 2-4. Ved lekkasjer skal opplysningene umiddelbart offentliggjøres, jf. børsforskriften § 5-3 fjerde ledd:

"Dersom selskapet har grunn til å tro at opplysninger som nevnt i første ledd er kjent for eller er i ferd med å bli kjent for uvedkommende, skal selskapet uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre opplysningene i henhold til § 23-2."

Børsforskriften § 23-2 første ledd, første punktum fastsetter at:

"Offentliggjøring anses skjedd når opplysningene er mottatt av børsen og børsmelding har blitt distribuert i børsens informasjonssystem."

Offentliggjøring utenom børsens åpningstid er regulert i børsforskriften § 23-3, som lyder:

"Offentliggjøring av opplysninger etter denne forskrift utenom børsens åpningstid, skal skje på en betryggende måte som sikrer at informasjonen blir samtidig og

alminnelig tilgjengelig. Opplysningene skal dessuten være mottatt av børsen og klar for offentliggjøring i samsvar med § 23-2 første og annet ledd for børsen åpner neste dag."

Børsen har i løpende forpliktelser fastsatt regler som tilsvarer børsforskriften §§ 5-2 og 5-3. Vilkårene for utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon er nærmere omtalt i vedlegg til børssirkulære 3/2005 pkt. 3.6.

3.1.3 Melding til børsen ved utsatt offentliggjøring

I 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."

3.1.4 Gjeldende regler etter 1. januar 2008

I de nye lovregler som trådte i kraft 1. januar 2008 er det ikke gjort innholdsmessige endringer i ovennevnte. Tilsvarende informasjonspliktregler fremkommer av verdipapirhandelloven av 2007 §§ 5-2 og 5-3, jf. innsidedefinisjonen i § 3-2. Meldeplikten ved utsatt offentliggjøring er fra samme tidspunkt hjemlet i verdipapirforskriften § 5-1.

3.2 Den rettede emisjonen i januar 2007

3.2.1 Faktum

Selskapet arbeidet i slutten av januar 2007 med en refinansiering av selskapet. Som en betingelse for forlengelsen av selskapets hovedfinansiering ble det stilt som krav fra finansieringsforbindelsen Atlas Capital Management ("Atlas") at selskapet skulle gjøre en større emisjon. GGS informerte Oslo Børs underhånden 29. januar om at selskapet arbeidet med en refinansieringsløsning, herunder en mulig emisjon.

Den 30. januar offentliggjorde Reuters at det gikk rykter i meglerkretser om at GGS var i ferd med å fullføre en refinansiering som blant annet innebar en emisjon. I følge Reuter ville emisjonen finne sted etter børs. "Det kan jeg ikke kommentere", uttalte styrets leder til nyhetsbyrået, jf. omtale på Hegnar Online 30. januar 2007 kl. 12:40 ([vedlegg 2](#)).

Selskapet gjennomførte den rettede emisjonen etter børs slutt samme dag. I ettertid ble det gjort en reparasjonsemisjon for eksisterende aksjonærer for å bøte på utvanningseffekten av den rettede emisjonen.

Børsmelding om den gjennomførte rettede emisjonen og den planlagte reparasjonsemisjonen ble sendt til børsen etter stengetid og offentliggjort ved pressemelding 30. januar 2007, og distribuert i børsens meldingssystem på morgenen 31. januar ([vedlegg 3](#)).

Fra børsmeldingen hitsettes:

"GGS is pleased to announce that it has successfully completed a directed Issue of a total of NOK 100 million towards institutional and professional investors. After closing of the stock exchange yesterday, CAR ASA (Corporate Advice and Research) was retained to carry out a share issue in the range of NOK 60 to 100 million. (..).

The share issue secures a 4 year bond loan of NOK 100 million at 12.6 % interest p.a. from Atlas Capital Management and concludes the refinancing of GGS. (...)"

Følgende gjengis fra redegjørelse fra selskapet overfor Oslo Børs datert 21. februar 2007 (vedlegg 4):

"GGS informerte Oslo Børs underhånden den 29. januar om at man arbeidet med en refinansieringsløsning og var nær ved å komme i mål. Denne innebar at man kunne komme til å sette i gang en emisjon etter børs slutt neste dag. Emisjonen ville kun settes i gang dersom man mottok et forpliktende lånetilsagn betinget av en emisjon.

Reuters kontaktet på formiddagen selskapets styreformann og ba om en kommentar til angivelige rykter i meglerkretser om at GGS forberedte en emisjon etter børs. Styreformannen avslo å kommentere ryktene, noe som ble referert da Reuters la ut en kommentar om ryktene."

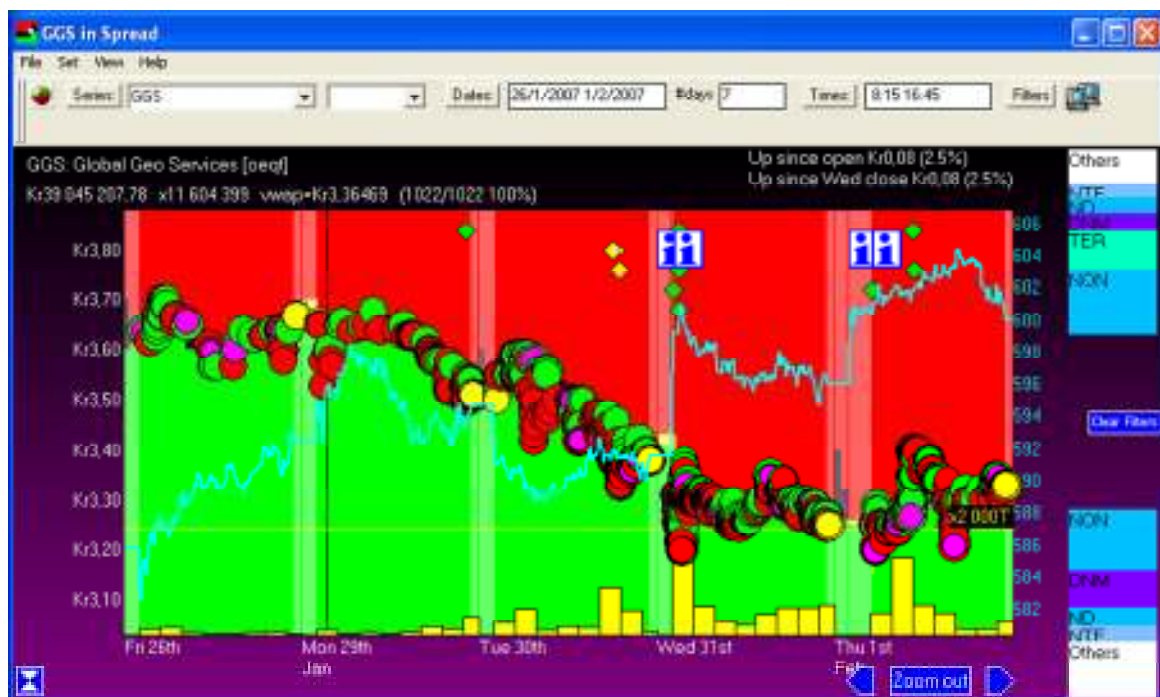
Om bakgrunnen for at GGS ikke valgte å sende børs melding etter henvendelsen fra Reuters 30. januar skriver selskapet i sin redegjørelse av 21. februar 2007:

"GGS sendte ikke ut en børs melding, da det ikke var klart om man skulle gjennomføre emisjon eller ei. Dette fordi man ikke hadde mottatt noen lånetilsagn og forhandlinger om låneavtalen fortsatt pågikk. GGS tok heller ikke ny kontakt med Oslo Børs, da man anså at situasjonen var uforandret i forhold til den underhanden informasjon som allerede var gitt. Selskapet anså at en offentliggjøring av de pågående forhandlingene ville skade selskapets forhandlingsposisjon. Motparten ville kunne fremme krevende vilkår i visshet om at selskapet hadde et press på å lykkes grunnet offentliggjøringen. Samtidig må det antas at en melding om de pågående forhandlingene og en mulig emisjon ville være forvirrende for markedsaktørene.

Låneavtale og formalia kom endelig på plass ved børs dagens slutt. Selskapet søkte umiddelbart å publisere en børs melding, men den ble ikke publisert da børsens meldingssystem var stengt. Selskapet kontaktet Oslo Børs som rådet til å sende en pressemelding bredt ut, noe som ble gjort. Børs meldingen ble sendt Oslo Børs 16.40 og publisert neste dag."

Aksjekursen for GGS aksjene falt med 3,6 prosent 30. januar 2007, den dagen rykter om emisjon gikk i markedet. I samme periode var OSEBX indeksen - hovedindeksen - tilnærmet uendret. Dette var tilfelle også for indeksen for oljeserviceselskaper, hvor GGS inngår.

Av diagrammet under fremgår kursutviklingen i perioden fra og med fredag 26. januar, til og med torsdag 1. februar (enkeltransaksjonene gjengis med sirklene).



3.2.2 Selskapets anførsler

Selskapet har i sitt brev av 15. februar 2008 anført følgende:

"GGS er ... ikke enige i at selskapets rett til å utsette offentliggjøring opphørte 30. januar kl 12.40, da selskapets styreleder ble konfrontert med at det gikk rykter i markedet om at en emisjon var forestående. Selskapet legger til grunn at man her som i andre sammenhenger må ha en viss tid til å områ seg på. I dette konkrete tilfellet var selskapets ledelse opptatt med å fullføre emisjonsforhandlingene, og selskapets vurderinger må ses i lys av dette. Det må også legges vekt på at GGS som liten og finansielt usikker aktør på Oslo Børs regelmessig var omtalt i rykter som ikke hadde nødvendig substans. Endelig må det legges vekt på at ryktene kom fra kilder utenfor selskapet.

Selskapet vil anføre at de fire timene som gikk fra Morten Andersen ble konfrontert med ryktene til børsmelding om emisjon ble sendt må ligge innenfor styrets handlingsrom, hensyntatt de konkrete omstendigheter som forelå. Selskapet kan altså ikke i dette tilfelle sies å ha brutt plikten til å "informere umiddelbart".

3.2.3 Børsens vurdering

Spørsmålet er, slik Oslo Børs ser det, om det faktisk at GGS arbeidet med å gjennomføre en refinansiering som innebar en mulig emisjon var å anse som informasjonspliktig innsideinformasjon, jf. børsforskriften § 5-2 og verdipapirhandelloven § 2-2.

Forutsatt at dette spørsmålet besvares bekreftende, er det videre spørsmål om vilkårene for utsatt offentliggjøring etter børsforskriften § 5-3 forelå frem til børsmelding om emisjonen ble offentliggjort.

Opplysninger om en mulig emisjon vil regelmessig være å anse som innsideinformasjon som direkte angår selskapet. Slike opplysninger vil typisk være "opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning", jf. pkt. 3.1.1 over. Etter børsens vurdering mg det antas at den aktuelle emisjonen var av slik relevans for prisingen av selskapets aksjer. Selskapet synes å ha vurdert forholdet på samme måte, jf. det faktum at selskapet underrettet børsen om utsatt offentliggjøring. Som det fremkommer i pkt. 3.2.1 over, falt da også aksjekursen for GGS med 3,6 prosent den 30. januar, dagen da ryktene om emisjon ble offentliggjort av Reuters.

Børsen tar ikke stilling til det eksakte tidspunkt opplysningene var "presise" nok til å utgjøre innsideinformasjon. Som nevnt i pkt. 3.2.1 over, opplyste selskapet overfor børsen den 29. januar 2007 at man arbeidet med en refinansieringsløsning som kunne medføre gjennomføring av en emisjon etter børs slutt påfølgende børsdag, og at man "var nær ved å komme i mål". Etter børsens oppfatning kan det ikke være tvilsomt at disse opplysningene er tilstrekkelig presise til å utgjøre innsideinformasjon. Det vises til de generelle merknader om dette vilkåret i pkt. 3.1.1 over.

Det faktum at selskapet meldte forholdet underhånden til Oslo Børs indikerer at også selskapet vurderte opplysningene som innsideinformasjon på dette tidspunkt.

Det neste spørsmål er om vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt, jf. børsforskriften § 5-3. Bestemmelsen oppstiller som angitt i pkt. 3.1.2 tre vilkår; utsettelsen må skje for ikke å skade selskapets legitime interesser, allmennheten må ikke villedes og opplysningene må behandles konfidensielt. Alle de tre vilkår må være oppfylt for at offentliggjøringen skal kunne utsettes.

Det har ikke fremkommet opplysninger som tyder på at allmennheten ville bli villedet av utsatt offentliggjøring av den planlagte emisjon.

I forhold til spørsmålet om selskapets legitime interesser ville bli skadelidende, anfører selskapet som angitt i pkt. 3.2.1 over at offentliggjøring av forhandlingene "ville skade selskapets forhandlingsposisjon", ved at motparten "ville kunne fremme krevende vilkår i visshet om at selskapet hadde et press på å lykkes grunnet offentliggjøringen". Det avgjørende etter børsforskriften § 5-3 annet ledd nr. 1 er hvorvidt "resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring". Børsen har ikke grunnlag for å overprove selskapets vurderinger på dette punkt. Det legges således til grunn at selskapet hadde legitime interesser i å utsette offentliggjøring.

Endelig må opplysningene behandles konfidensielt. Dersom selskapet har grunn til å tro at opplysningene er kjent for eller i ferd med å bli kjent for uvedkommende, skal selskapet uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre opplysningene, jf. børsforskriften § 5-3 fjerde ledd.

Den 30. januar offentliggjorde Reuters at det gikk rykter om en mulig emisjon. Nyhetsbyrået hadde i forkant konfrontert selskapets styreleder med ryktene. Selskapet valgte imidlertid fremdeles å utsette offentliggjøring, ettersom selskapet fremdeles "ikke hadde mottatt noe lånetilsagn" og "forhandlinger om låneavtalen fortsatt pågikk". Det var således "ikke var klart om man skulle gjennomføre emisjon eller ei".

Som konkludert over, hadde prosessen imidlertid kommet så langt at den planlagte emisjonen var å anse som informasjonspliktig innsideinformasjon. Når denne informasjonen ikke lenger var konfidensiell, var vilkårene for utsatt offentliggjøring ikke

lenger oppfylt, og selskapet hadde offentliggjøringsplikt etter børsforskriften § 5-3 fjerde ledd.

Selskapet hadde således senest fra det tidspunkt styrets leder ble gjort kjent med ryktene fra Reuters på formiddagen 30. januar 2007 ikke lenger grunnlag for å utsette offentliggjøring av opplysningene. Selskapet har anført at den tid som gikk fra styrets leder ble kjent med ryktene og inntil offentliggjøring fant sted var innenfor selskapets handlingsrom. Børsen tar ikke stilling til nøyaktig hvor lang tid selskapet hadde til rådighet før melding måtte være offentliggjort, men påpeker at informasjon i slike tilfeller skal offentliggjøres uoppfordret og umiddelbart, jf. børsforskriften § 5-2 første ledd og § 5-3 fjerde ledd, og at denne plikten uansett ikke er oppfylt.

3.3 Fusjonsforhandlinger i mai og rettet emisjon i juni 2007

3.3.1 Faktum

Den 29. mars 2007 ble det valgt nytt styre i selskapet. Selskapet opplyser i brev til Oslo Børs datert 11. juni 2007 (vedlegg 5):

"Relativt kort tid etter at det nye styret tiltrådte ble det klart at den økonomiske situasjonen i GGS var vesentlig vanskeligere enn det som tidligere hadde kommet frem."

Av selskapets redegjørelse i brev datert 17. august (vedlegg 6) fremgår:

"Progressivt gjennom 2. kvartal ble det klart at arbeidskapitalen i selskapet var under kraftig nedbygging".

Selskapet informerte markedet om Likviditetsproblemene i førstekvartalsrapporten datert 8. mai 2007:

"Turnover and results in Q 1 are below budgets, causing a tight liquidity. The BoD will take measures to enhance the working capital of the Group".

Mot slutten av mai 2007 innså selskapets styre at selskapet hadde behov for rask kapitaltilførsel.

Foruten de ovennevnte forhold, hadde selskapet den 15. mars 2007 mottatt forhåndsvarsel fra Kredittilsynet om vedtak om å pålegge selskapet å tilbakeføre reversering av tidligere nedskrivning av patentrettigheter på MNOK 57,5 i årsregnskapet for 2005, samt på ett punkt å foreta en fornyet nedskrivningsvurdering, jf. børsmelding samme dato (vedlegg 7). Vedtak i tråd med forhåndsvarselet ble fattet 24. mai 2007, se børsmelding 25. mai 2007 (vedlegg 8).

Styrets vurderinger av selskapets samlede finansielle situasjon er omtalt i brevet av 11. juni 2007:

"Styret så bl.a. betydelige fremtidige begrensninger i det fremforhandlede obligasjonslånet fra Atlas Capital Management og Bank 2. For å redde selskapet fra en umiddelbar kollaps med konkurs som eneste sannsynlige resultat, ble CAR ASA engasjert som rådgiver for GGS 28. mai 2007 gjennom et engasjementbrev som ansvarlig tilrettelegger for en planlagt emisjon i selskapet.

Videre forelå forslag til vedtak i Kredittilsynet om endrede avskrivninger for GGS for 2005, som ville påvirke selskapets egenkapitalsituasjon kraftig. Kredittilsynet har nå fattet vedtak som konkluderer med reversering av oppskrivninger i 2005. Selskapet hadde også behov for å skaffe kapital til løpende drift, og til ytterligere investeringer.

Med denne bakgrunn ble det samlede kapitalbehov estimert til MNOK 400.

For å møte meget stramme tidsrammer, anbefalte CAR ASA selskapet å gjennomføre en rettet emisjon mot større finansielle investorer, med en påfølgende reparasjons emisjon mot eksisterende aksjonærer.

Tatt i betraktning emisjonens størrelse og et akutt tidspress, åpnet CAR for at selskapet kunne henvende seg til flere meglerhus for gjennomføringen av emisjonen. Den 30. mai var det klart at ingen av de forespurte meglerhus ønsket å delta i emisjonen, og CAR ASA påtok seg oppdraget alene."

Emisjonen ble børsmeldt 1. juni ([vedlegg 9](#)).

I brevet av 17. august 2007 bestrider selskapet at emisjonsprosessen var informasjonspliktig på et noe tidligere tidspunkt. Selskapet skriver bl.a.:

"I forbindelse med styrets arbeid med refinansiering av selskapet ble CAR ASA i mai 2007 engasjert for å utrede mulighetene for en emisjon. På dette tidspunkt var selskapet i reelle forhandlinger med et annet selskap om fusjon eller oppkjøp. Denne foretaksintegrasjonen var styrets foretrukne løsning, og dersom den hadde latt seg gjennomføre ville ikke selskapet hatt behov for å gjennomføre noen emisjon. Forhandlingene viste seg imidlertid etter hvert å være vanskelige å slutføre innenfor den tidsramme styret i GGS hadde satt for å få på plass en forsvarlig refinansiering av selskapet. [...] Styrets leder ... bestemte seg 31. mai for å foreslå for styret at fusjonsforhandlingene skulle avsluttes og at selskapet i stedet skulle gjennomføre en rettet emisjon i tråd med et fremforhandlet forslag fra CAR ASA."

Om bakgrunnen for at det ikke ble gitt tidligere og mer omfattende informasjon om disse prosessene skriver selskapet i brev 11. juni 2007:

"Det har gjennom hele prosessen fra selskapet blitt ansett som åpenbart at innholdet i de løpende forhandlingene måtte holdes hemmelige til en løsning var funnet. En helt vesentlig grunn var at selskapet førte forhandlinger med ulike aktører som ikke visste om hverandre.

Av denne grunn har selskapet vært meget nøye med å holde antall informerte på et absolutt minimum.

Det er undertegnede vurdering at GGS sin økonomiske situasjon er helt tilsvarende beskrivelsen i Børsforskriftens § 5-3 a) 2. ledd. Det ville ikke vært mulig å oppnå en løsning dersom innholdet i de løpende forhandlinger var blitt offentliggjort."

Som det fremkommer over, anfører således selskapet at det ikke ville vært mulig oppnå en løsning dersom innholdet i de løpende forhandlinger var blitt offentliggjort.

Kursutviklingen 1. juni - dagen da børsmelding om emisjon ble lagt ut - ble preget av forvirring om ex dato (se punkt 4.1.2 under) og bidrar lite mht. om informasjonen var kurssensitiv eller ei. Kursutviklingen er da også i seg selv ikke et avgjørende forhold i vurderingen av hvorvidt emisjonsprosessen var informasjonspliktig eller ikke.

Kursutviklingen i perioden fra og med torsdag 31. mai til og med fredag 1. juni er gjengitt i diagrammet under:



3.3.2 Selskapets anførsler

Selskapet anfører i sitt brev 15. februar 2008 at fusjonsforhandlingene ikke var å anse som innsideinformasjon, og således ikke informasjonspliktige. Selskapet skriver:

"Det er ikke tvil om at det ble ført reelle forhandlinger, og at partene kom langt i disse forhandlingene. Forhandlingsmotparten var imidlertid gjennom hele prosessen tydelig på at den forhandlede foretaksintegrasjon, herunder også det planlagte likviditetslån, ikke var styrebehandlet, og at selve forhandlingene derfor var betinget av at styregodkjenning kunne oppnås i etterkant. Slik manglende styregodkjenning var en hovedårsak til at fusjonsforhandlingene ble avbrutt, og rettet emisjon initiert.

GGS kan således ikke se å ha brutt sin informasjonsplikt i dette tilfelle, fordi det ikke foreta innsideinformasjon i regelverkets forstand".

For den rettede emisjonen skriver selskapet:

'Når det gjelder den rettede emisjonen som ble vedtatt 31. mai 2007, aksepterer selskapet at selskapet skulle ha gitt underhandsinformasjon til Oslo Børs på det tidspunkt en tilrettelegger ble engasjert. Selskapet beklager dette regelbruddet. Regelbruddet kan, selv om dette naturligvis ikke er ansvarsbefriende, forklares ut fra selskapets pressede situasjon på det aktuelle tidspunkt, med helt nyengasjert daglig leder, nyvalgt styre og en alt for liten administrasjon."

3.3.3 Børsens vurdering

Spørsmålet er om fusjonsforhandlingene og/eller den planlagte emisjonen var å anse som informasjonspliktig innsideinformasjon, jf. børsforskriften § 5-2 og verdipapirhandeloven § 2-2.

Forutsatt at dette spørsmålet besvares bekreftende, er det videre spørsmål om vilkårene for utsatt offentliggjøring etter børsforskriften § 5-3 forelå frem til fusjonsforhandlingene ble avblåst/børsmelding om emisjonen ble offentliggjort 1. juni 2007.

En mulig fusjon vil normalt være å anse som opplysninger som er egnet til å påvirke kursen på selskapets aksjer "merkbar". Som fremholdt i pkt. 3.2.3 over, vil også opplysninger om en mulig emisjon regelmessig være å anse som kursrelevant informasjon. Selskapet synes da også selv å ha vurdert de ulike handlingsalternativene som innsideinformasjon, jf. brevet av 11. juni 2007 som sitert i pkt. 3.3.1 over. Kursutviklingen er omtalt i pkt. 3.3.1 over. Børsen antar på denne bakgrunn at både fusjonsforhandlingene og emisjonen var å anse som innsideinformasjon.

Spørsmålet er om på hvilket stadium de aktuelle forhold ble tilstrekkelig "presise" til å utgjøre innsideinformasjon.

I forhold til fusjonsforhandlingene er det i brevet av 17. august 2007 opplyst at selskapet var i "reelle forhandlinger", og at disse hadde kommet så langt at motparten vurderte å yte GGS et usikret lån på NOK 44 millioner for å løse selskapets kortsiktige likviditetsbehov til en due diligence kunne ferdigstilles og foretaksintegrasjonen gjennomføres. Fusjonsforhandlingene synes således senest på dette tidspunkt å ha nådd et stadium der de var tilstrekkelig presise til å utgjøre innsideinformasjon, jf. pkt. 3.1.1 over. Det faktum at fusjonsforhandlingene - som påpekt av selskapet - skjedde med forbehold om styregodkjennelse, innebærer klart nok ikke at forhandlingene ikke representerte innsideinformasjon, jf. de generelle merknader i pkt. 3.1.1 over. Dette momentet har derimot betydning for spørsmålet om adgangen til utsatt offentliggjøring, jf. nedenfor.

I forhold til den rettede emisjonen tar børsen ikke standpunkt til det eksakte tidspunkt informasjonen var tilstrekkelig "presis", men nøyer seg med å konstatere at innsideinformasjon forelå senest på det tidspunkt CAR ASA ble engasjert som ansvarlig tilrettelegger for emisjonen 28. mai 2007. Det faktum at det på dette tidspunkt forelå andre aktuelle handlingsalternativer fratar etter børsens vurdering ikke opplysningene om den mulige emisjonen deres karakter av innsideinformasjon. I børsens vurdering er det særlig vektlagt at emisjonen fant sted "for å redde selskapet fra en umiddelbar kollaps med konkurs som eneste sannsynlige resultat", jf. selskapets brev av 11. juni som sitert i pkt. 3.3.1 over. Gitt de særskilte omstendigheter i saken antas den planlagte emisjonen således å være innsideinformasjon forut for styrets emisjonsvedtak.

Spørsmålet blir da om vilkårene for utsatt offentliggjøring etter børsforskriften § 5-3 var oppfylt.

Som angitt i pkt. 3.3.1 over, hevder selskapet at det ikke ville ha vært mulig å komme til en løsning dersom de ulike forhandlinger var offentliggjort. Basert på de foreliggende faktiske omstendigheter, finner børsen det sannsynliggjort at selskapet hadde legitime interesser for å utsette offentliggjøring av både fusjonsforhandlingene og emisjonsprosessen. De øvrige betingelser for utsatt offentliggjøring synes også etter de opplysninger børsen har som oppfylt.

Selskapet underrettet imidlertid ikke Oslo Børs om utsatt offentliggjøring av hverken fusjonsforhandlingene eller emisjonsprosessen, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 tredje ledd. Denne plikten er således overtrådt ved begge anledninger.

4.1 Faktum

4.1.1 Manglende offentliggjøring av ex-dato ved emisjon i januar 2007

Børsmeldingen om gjennomført rettet emisjon og planlagt reparasjonsemisjon 31. januar 2007 ga følgende opplysning om hvilke aksjonærer som skulle få anledning til å delta i reparasjonsemisjonen:

"The existing shareholders will be given the opportunity to preserve their stake in the company against dilution by subscribing for shares at equal price as in this share issue."

Oslo Børs gjorde selskapet oppmerksom på at meldingen ikke ga tilstrekkelig presis informasjon om hvilken dato aksjene i GGS ville bli handlet eksklusiv retten til å delta i emisjonen (ex-dato). Dette ble nærmere presisert av selskapet i børsmelding 1. februar 2007.

I selskapets redegjørelse av 21. februar 2007 heter det:

"Emisjonen ble betydelig overtegnet og selskapet publiserte melding om dette klokken 09.04. I denne ble det informert om at eksisterende aksjonærer ville få anledning til å delta i en reparasjonsemisjon. Selskapet var av den oppfatning at ettersom det fremkom at reparasjonsemisjonen skulle gjennomføres for å motvirke utvanningseffekten av den plasserte emisjonen, så fulgte det implisitt at kun aksjonærer per 30. februar 2007 [feilskrift for 30. januar - børsens merknad] kunne delta i emisjonen. Selskapet erkjenner imidlertid at meldingen ikke klart og utvetydig ga opplysning om ex dato. (....)

Oslo Børs gjorde selskapet oppmerksom på at den offentliggjorte informasjonen ikke i tilstrekkelig grad anga opplysninger om ex dato, hvoretter selskapet etter dialog med sine rådgivere offentliggjorde presiserende informasjon i ny børsmelding klokken 10.03 [1. februar 2007 - børsens merknad] og handlepause ble opphevet."

4.1.2 Manglende offentliggjøring av ex-dato ved emisjon i juni 2007

Som det fremgår i pkt. 3.3.1 over, gjennomførte selskapet en ny emisjon i juni, og sendte en børsmelding 1. juni. 2007. Det fremkom heller ikke denne gangen fra hvilken dato aksjene i GGS ville handles eksklusiv retten til å delta i emisjonen.

Bakgrunnen for dette fremkommer av selskapets brev datert 11. juni:

"Denne meldingen inneholdt ingen tidsangivelse for eks-dato for tegningsretter, da fra tilretteleggers side overfor selskapet ble understreket at det var selvsagt at dette måtte være 1. juni siden transaksjonen fant sted 31. mai, og det var aksjonærene pr. denne dato man ønsket å tilgodese med rett til deltakelse i reparasjonsemisjonen.

Tilrettelegger vurderte imidlertid om morgenen 1. juni at styrets melding likevel kunne medføre usikkerhet, og anbefalte selskapet å sende en presisering til Oslo Børs. Denne ble sendt ca kl. 10.00.

OSE var usikker på hvordan dette skulle håndteres, og suspenderte aksjen til enighet om tidspunkt for eks-dato var fattet. Denne ble da satt til 4. juni, slik at alle som hadde aksjer pr. 1. juni kunne tegne i emisjonen.

I dette spørsmålet har selskapet fullt og helt støttet seg på de råd man fikk fra tilrettelegger. Selskapet har jo ingen egeninteresse i å gi fell opplysninger om dette, og ønsket naturligvis å tilføre markedet korrekte opplysninger. "

Presiserende børsmelding ble offentliggjort 1. juni kl. 12.31 (vedlegg 10).

4.1.3 Manglende innsendelse av firmaattest etter emisjon i juni 2007

Aksjene i den rettede emisjonen gjennomført i juni 2007 ble registrert i Foretaksregisteret 6. juli 2007. Selskapet sendte inn firmaattesten til Oslo Børs først 9. juli 2007, etter at Oslo Børs hadde kontaktet selskapet.

4.2 Rettslig utgangspunkt

Iht. løpende forpliktelser pkt. 3.2.3 annet ledd skal selskapet spesifisere ex-dato i børsmelding:

"Børsmeldinger om forslag eller beslutninger som nevnt, skal inneholde nødvendig informasjon som gjør det mulig å beregne virkningen av den aktuelle hendelsen der slik beregning er mulig (utbyttets størrelse, antall utbytteaksjer/ tegningsrettigheter pr utestående aksje, innbetalingsdag, ol), herunder på hvilket tidspunkt aksjen skal handles eksklusiv rettighetene."

Bestemmelsene ble med virkning fra 16. april 2007 flyttet uendret til løpende forpliktelser pkt. 3.2 annet ledd.

Videre skal selskapet iht. løpende forpliktelser pkt. 2.6 uoppfordret og umiddelbart skal sende børsen oppdatert firmaattest.

I løpende forpliktelser slik disse lyder fra 1. januar 2008 er plikten til å offentliggjøre ex dato videreført, mens plikten til å sende firmaattest til børsen er erstattet av en plikt til å offentliggjøre at kapitalforhøyelsen er registrert i Foretaksregisteret, samt størrelsen på ny aksjekapital, jf. løpende forpliktelser pkt. 11.4 annet ledd.

4.3 Selskapets anførsler

Av selskapets tilsvarende gjengis følgende:

"GGS sier seg enig i at børsmelding av 31. januar 2007 ikke i nødvendig grad ga informasjon, og at selskapet således overtrådte løpende forpliktelser. Men mener likevel at det må legges vekt på at selskapet opptrådte i tråd med råd fra tilrettelegger CAR ASA, som mente det var selvfølgelig at det var aksjonærene pr. 30. januar som hadde rett til å delta."

GGS sier seg også enig i at børsmelding av 1. juni 2007 ikke i nødvendig grad ga informasjon, og at selskapet således overtrådte løpende forpliktelser. Også i dette tilfelle opptrådte selskapet i tråd med råd fra tilrettelegger CAR ASA."

GGS erkjenner også å ha brutt plikten til umiddelbart å levere oppdatert firmaattest som dokumenterte kapitalforhøyelsen."

4.4 Børsens vurdering

Selskapet har selv erkjent at børsmeldingen 31. januar ikke inneholdt tilstrekkelig informasjon om ex-dato. Fra 31. januar kl 09.04 til 1. februar kl 10.03 ble således aksjene handlet på utilstrekkelig informasjon om hvorvidt aksjene inkluderte tegningsrettigheter i den påfølgende reparasjonsemisjonen, eller ei. Selskapet har også erkjent at børsmeldingen 1. juni 2007 ikke inneholdt noen klar og utvetydig spesifisering

av ex-dato. Informasjon om hvorvidt en aksje handles med eller uten rett til å delta i en kommende emisjon kan potensielt ha betydelig innvirkning på verdsettelsen av aksjene. Mangelfull informasjon skaper således usikkerhet for investormarkedet. Dessuten vanskeliggjør dette børsens indeksberegninger.

I begge tilfeller er plikten i løpende forpliktelser således brutt.

Det er heller ikke bestridt at selskapet har brutt sin forpliktelse til å uoppfordret og umiddelbart å sende børsen oppdatert firmaattest.

5 Opptak til notering av aksjer for offentliggjøring av prospekt

5.1 Faktum

Som angitt i pkt. 4.1.3 over, ble den rettede emisjonen i juni 2007 registrert i Foretaksregisteret 6. juli 2007. Samme dag ble aksjene innmeldt på GGS' ordinære VPS-kontonummer, uten noen form for båndleggelse. De nye aksjene ble dermed gjort fritt omsettelige og børsnotert på lik linje med selskapets tidligere utstedte aksjer.

Prospekt etter verdipapirhandelloven kapittel 5 ble først offentliggjort 10. juli 2007.

Det er opplyst fra selskapets tilretteleggere for emisjonen CAR ASA at årsaken til at aksjene ikke ble båndlagt i påvente av prospekt var kommunikasjonsproblemer internt i verdipapirforetaket som følge av ferieavvikling. Videre er det opplyst at det ikke forekom transaksjoner i de aktuelle aksjer før prospektet ble offentliggjort.

5.2 Rettslig utgangspunkt

Verdipapirhandelloven § 5-19 første ledd, første punktum lyder:

'prospekt skal offentliggjøres senest når tilbudsperioden starter eller notering foretas.'

Videre fremkommer av løpende forpliktelser pkt. 11.4 første ledd, første punktum:

"Ved kapitalforhøyelser i en notert aksjeklasse, anses de nye aksjene for opptatt til notering uten søknad."

Verdipapirhandelloven § 5-19 er fra 1. november 2007 videreført uendret i verdipapirhandelloven av 2007 § 7-19. Løpende forpliktelser pkt. 11.4 første ledd, første punktum er videreført uendret i nye børsregler fra 1. januar 2008, men prinsippet om automatisk notering ved utstedelse av nye aksjer i notert aksjeklasse fremkommer fra 1. november 2007 også av børsforskriften § 5 annet ledd.

5.3 Selskapets anførsler

Selskapet skriver i sitt brev av 15. februar 2008:

"GGS erkjenner å ha ansvaret for at de nyutstedte aksjer ikke ble båndlagt frem til offentliggjøring av prospekt. Som tidligere forklart skyldes hendelsen ferieavvikling hos tilrettelegger for emisjonen. Det bes også om at det hensyntas at ingen av aksjene ble omsatt for prospekt ble offentliggjort."

5.4 Børsens vurdering

Verdipapirhandelloven pålegger en plikt til å offentliggjøre prospekt før nye aksjer tas opp til notering på børs eller annet regulert marked, jf. § 5-9 første ledd. Plikten omfatter også nyutstedelser av aksjer i allerede notert aksjeklasse.

For noterte selskaper fremkommer det av løpende forpliktelser pkt. 11.4 at nytstedelser i notert aksjeklasse er å anse som opptatt til notering uten søknad. Når nytstedte aksjer overføres til tegnerne med samme ISIN som de øvrige aksjer i den noterte aksjeklassen, er det ikke mulig å skille de nye aksjer fra de tidligere utstedte aksjer.

Sett i kombinasjon, må noterte selskaper for å ivareta sin plikt etter verdipapirhandelloven § 5-9 første ledd sørge for at nytstedte aksjer overføres til et separat ISIN frem til tidspunktet for offentliggjøring av prospekt. Alternativt kan aksjene båndlegges eller settes på depot hos tredjemann inntil samme tidspunkt.

Denneplikten overholdt ikke GGS i forbindelse med emisjonen i juni 2007, med den følge at de nye aksjene var notert på Oslo Børs fra 6. juli 2007 til 10. juli 2007 uten at godkjent prospekt var offentliggjort.

6 Sammenfattende konklusjon

Børsen har vurdert det slik at selskapet har opptrådt i strid med børsforskriftens regler om informasjonsplikt og utsatt offentliggjøring.

Da informasjonen om emisjonen i januar 2007 lekket ut på formiddagen 30. januar 2007 var vilkårene for utsatt offentliggjøring ikke lenger til stede, og selskapet skulle ha offentliggjort informasjonen etter børsforskriften §§ 5-2 første ledd og 5-3 fjerde ledd.

Videre oppfylte selskapet ikke sin plikt til å varsle børsen underhånden om utsatt offentliggjøring av fusjonsforhandlinger og planlagt emisjon ultimo mai 2007, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 tredje ledd.

Selskapet har i forbindelse med emisjonene i både januar 2007 og juni 2007 brutt plikten til å gi informasjon om ex-dato, jf. løpende forpliktelser pkt. 3.2.3 annet ledd/3.2 annet ledd. Ved sistnevnte emisjon brøt selskapet plikten til å uoppfordret og umiddelbart sende oppdatert firmaattest til børsen, jf. løpende forpliktelser pkt. 2.6.

Endelig har selskapet ikke overholdt sin plikt til å offentliggjøre prospekt før aksjene utstedt i forbindelse med emisjonen i juni 2007 ble tatt opp til notering, jf. verdipapirhandelloven § 5-19.

Overtredelsene anses som såpass alvorlige at børsen mener selskapet bør ilegges et overtredelsesgebyr.

7 Sanksjonsspørsmålet

Etter gjeldende regler har Oslo Børs fått delegert myndighet til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på selskapets løpende informasjonsplikt etter verdipapirhandelloven §§ 5-2 og 5-3, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd, jf. verdipapirforskriften § 13-1. Børsen legger til grunn at dette også omfatter brudd på de tilsvarende bestemmelser i børsforskriften av 1994 §§ 5-2 og 5-3 slik disse gjaldt frem til 1. januar 2008. Overtredelsesgebyret tilfaller statskassen, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 fjerde ledd, annet punktum.

Videre har Oslo Børs fått delegert myndighet til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på selskapets plikter etter prospektreglene i verdipapirhandelloven kapittel 7, jf. verdipapirhandelloven § 17-1 fjerde ledd, jf. verdipapirforskriften § 7-7. Børsen legger til grunn at dette også omfatter brudd på de tilsvarende bestemmelser i verdipapirhandelloven av 1997 kapittel 5 slik disse gjaldt frem til 1. november 2007. Overtredelsesgebyret tilfaller statskassen, jf. verdipapirforskriften § 7-7 første ledd.

Oslo Børs kan ilegge overtredelsesgebyr for vesentlige brudd på børsens regler og forretningsvilkår, jf. børsloven § 31, jf. børsforskriften § 31. Børsen legger til grunn at

dette også omfatter brudd på bestemmelser i børsreglene slik disse gjaldt frem til 1. januar 2008. Overtredelsesgebyret skal betales til børsen, jf. børsforskriften § 31 første ledd.

Oslo Børs har ved utmålingen av overtredelsesgebyrene i skjerpende retning lagt vekt på at GGS 2007 overtrådte flere av sine børsrettslige plikter. Overtredelsene av børsreglene antas å være av vesentlig art, og således også kvalifisere for overtredelsesgebyr.

Kortvarige overtredelser av informasjonsplikten har i praksis vært sanksjonert med en til to ganger overtredelsesgebyr, jf. børsstyrets sak 25/2005 MediCult A/S, sak 39/2005 PhotoCure ASA og sak 32/2004 Stolt Offshore S.A.

Manglende oppfyllelse av plikten til å gi børsen underhåndsmelding om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon ble første gang behandlet av børsstyret i sak 91/2007 StatoilHydro ASA. Selskapet fikk offentlig kritikk, men det ble i de offentliggjorte premissene uttalt at fremtidige brudd på varslingsplikten vil kunne foranledige overtredelsesgebyr.

Det foreligger ingen fast utmålingspraksis for brudd på plikten til å offentliggjøre prospekt, manglende offentliggjøring av ex.dato eller manglende innsendelse av firmaattest.

I skjerpende retning vises det videre til tidligere sanksjonssaker overfor GGS; Selskapet ble 24. oktober 2001 ilagt et overtredelsesgebyr på NOK 500.000 for brudd på informasjonsplikten, og 19. desember 2006 et overtredelsesgebyr på NOK 330.000 for manglende etterlevelse av selskapets løpende forpliktelser.

Selskapet viser til at selskapet var i en "unntakstilstand" vinteren og våren 2007, på grunn av selskapets økonomiske stilling og aksjonæropprør i mars 2007, som medførte valg av nytt styre på ekstraordinær generalforsamling 29. mars 2007. Det nye styret har arbeidet med å rydde opp så vel selskapets økonomiske situasjon, så vel som internkontroll. I formildende retning blir det på denne bakgrunn sett hen til at selskapet har fått ny ledelse og nytt styre, som har etablert en rekke nye rutiner og prosesser for å overholde selskapets plikter som et notert selskap, blant annet med omfattende ekstern bistand. I møte med representanter fra selskapets styre og ledelse, har børsen for øvrig gjennomgått de tiltak selskapet har iverksatt og vil iverksette, for å være i stand til å følge reglene om informasjonsplikt og andre av bestemmelsene i løpende forpliktelser.

Videre er det vektlagt i formildende retning at det har gått så vidt lang tid mellom overtredelsene og illeggelse av sanksjon.

Børsen har på bakgrunn av ovennevnte kommet til at overtredelsesgebyret passende bør settes til to ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på løpende informasjonsplikt og prospektplikt, og to ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på børsreglenes bestemmelser, herunder varslingsplikten ved utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon.

8 Vedtak

Børsstyret vedtok å ilegge Global Geo Services ASA et overtredelsesgebyr tilsvarende to ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på børsforskriften av 1994 § 5-2 og § 5-3, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd, jf. verdipapirforskriften § 13-1 og for brudd på verdipapirhandelloven av 1997 § 5-19 første ledd, jf. verdipapirhandelloven § 17-1 fjerde ledd, jf. verdipapirforskriften § 7-7. Videre vedtok børsstyret å ilegge Global Geo Services ASA et overtredelsesgebyr tilsvarende to ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på løpende forpliktelser pkt. 3.2.3 slik dette lød frem til 16. april 2007 og for brudd på løpende forpliktelser pkt. 2.6, pkt. 3.1.2 og pkt. 3.2 slik disse lød frem til 1. januar 2008,

jf. børsloven § 31, jf. børsforskriften § 31.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden. Klagefristen er to uker.

5.2.5 Norske Skogindustrier ASA – Kritikk for informasjonshåndtering (brev av 29.08.2008)

Det vises til korrespondanse i anledning Oslo Børs' undersøkelser av Norske Skogindustrier ASAs informasjonshåndtering i tilknytning til "Pisa PM2-prosjektet", senest deres brev av 4. juni 2008.

Innledning

I 2006 iverksatte Norske Skogindustrier ASA ("NSG") prosjektet med å flytte en brukt papirmaskin fra den nedlagte papirfabrikken Norske Skog Union i Norge til Norske Skog Pisa i Brasil ("Pisa PM2-prosjektet"). Prosjektet hadde opprinnelig en kostnadsramme på NOK 1,3 milliarder (USD 210 millioner), og skulle etter planen avsluttes i første halvår av 2009. Den opprinnelige kostnadsrammen ble meddelt markedet i børsmelding 6. desember 2006 og ble senere fastholdt av selskapet inntil børsmeldingen 4. mars 2008. Selskapet fikk på nyåret 2008 mistanke om at budsjettet for prosjektet ville overskrides. Et spesialistteam ble nedsatt, og teamet utarbeidet en rapport som ble oversendt til selskapets ledelse fredag 29. februar 2008 ca. kl. 21:00. I rapporten konkluderte teamet med at prosjektkostnadene mest sannsynlig ville bli ca. USD 380 millioner, hvilket innebar en økning på ca. USD 170 millioner i forhold til opprinnelig kostnadsramme. Årsaker til økningen var i hovedsak knyttet til generell kostnadsøkning i Brasil, valutaforhold og ikke-budsjettet merarbeid. Selskapets administrasjon arbeidet med å kvalitetssikre rapportens innhold i påfølgende helg og frem til ordinært styremøte i selskapet tirsdag 4. mars fra kl. 10:00. Styrebehandlingen av saken knyttet til Pisa PM2-prosjektet pågikk fra ca. kl. 11:00 til ca. kl. 12:30. I møtet redegjorde ledelsen for sitt syn på rapporten og dens konklusjoner. Styret besluttet å fryse prosjektet, samt at saken skulle kommuniseres til markedet etter at utkast til børs- og pressemeldinger var godkjent av styreleder og administrerende direktør. Børsmelding om forholdet ble sendt 4. mars kl. 20:57.

Informasjonsplikt

Oslo Børs har merket seg at selskapet synes å være enig i at innsideinformasjon knyttet til ovennevnte kostnadsendringer oppstod senest før børsåpning mandag 3. mars 2008. I utgangspunktet skal selskapet uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår selskapet, jf. vphl. § 5-2 første ledd. Saken reiser spørsmål knyttet til utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon, jf. nedenfor.

Oslo Børs reiser spørsmål om innsideinformasjon i tilknytning til Pisa PM2-prosjektet oppstod på et langt tidligere tidspunkt enn hva som har vært diskutert i seneste korrespondanse. Det er lett å tro at kostnadsoverskridelser må ha vært kjent for medarbeidere nært tilknyttet prosjektet lenge før 3. mars. I tilfelle skulle selskapet hatt rutiner for at slik informasjon viderebringes ledelsen. Børsen har ikke gjort undersøkelser som gir svar på dette, og går ikke nærmere inn på dette.

Utsatt offentliggjøring

For at utsatt offentliggjøring kan iverksettes må tre hovedvilkår være oppfylt, jf. vphl. § 5-3; utsettelsen må skje for ikke å skade selskapets legitime interesser, allmennheten må ikke villedes og opplysningene må behandles konfidensielt. Alle tre vilkår må være oppfylt for at offentliggjøringen skal kunne utsettes.

Oslo Børs mener som nevnt at selskapet i utgangspunktet pliktet å offentliggjøre opplysninger om kostnadsendringene senest før børsåpning mandag 3. mars. Slik informasjonen ble imidlertid ikke gitt før etter børs slutt 4. mars. Det har ikke

fremkommet opplysninger som tyder på at selskapet i perioden frem til offentliggjøringen ikke behandlet opplysningene konfidensielt.

I forhold til vilkåret om selskapets legitime interesse ville bli skadelidende, kan det reises spørsmål om markedet ville ansett informasjon om kostnadsoverskridelsene for Pisa PM2-prosjektet som interessante, selv om ikke den endelige konsekvensen av kostnadsendringene forelå. Oslo Børs mener mye taler for at selskapet burde ha gått ut med informasjon på et tidligere tidspunkt.

I forhold til vilkåret om at allmennheten ikke må villedes av utsatt offentliggjøring, oppstår spørsmål om tidligere offentliggjøring av budsjettet for prosjektet innebar "guiding av estimat", slik at selskapet pliktet å "guide" på nytt straks det oppstod større endringer. I utgangspunktet skal det gås ut med ny informasjon straks det oppstår større endringer i forhold til tidligere guiding. Det må også gjelde endringer i budsjetterte kostnader for et prosjekt. Oslo Børs mener mye taler for at selskapet burde ha gått ut med guiding om endrede kostnader på et langt tidligere tidspunkt.

Informasjonspliktig informasjon skal meddeles markedet umiddelbart etter at selskapet har mottatt eller er/blir klar over denne. Det forutsettes at selskapet har rutiner og prosedyrer som gjør at det kan håndtere slik informasjon overfor markedet når den oppstår. Dersom selskapet har kontroll over opplysningene eller opplysningene er knyttet til forventede hendelser, forutsettes det at selskapet er forberedt på å gi nødvendig informasjonen til markedet umiddelbart. I slike situasjoner vil det generelt sett ikke være adgang til utsette offentliggjøringen i påvente av at et styremøte avsluttes.

Oslo Børs er kritisk til selskapets håndtering av reglene om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. For det første synes selskapet ikke å ha vurdert om vilkårene for å utsette offentliggjøringen var tilstede. For det andre er Oslo Børs i tvil om vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt. På denne bakgrunn taler mye for at selskapet burde meddelt informasjonen til markedet på et tidligere tidspunkt. Selskapet har anført at vilkårene for å utsette offentliggjøring var oppfylt. Børsen har ikke gjennomført alle nødvendige undersøkelser som gir svar på dette, og går ikke nærmere inn på dette her.

Melding til børsen om utsatt offentliggjøring

Etter løpende forpliktelser pkt. 3.2.1 fjerde ledd og verdipapirforskriften § 5-1 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 markedsmisbruk, jf. børsloven § 27, og børsforskriften § 19. Oslo Børs følger rutinemessig en aksjes kursutvikling der det er gitt melding om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Bruk av virkemidler som børspause og suspensjon ved tegn til lekkasjer er et av de viktigste forebyggende tiltakene børsen har. For å iverksette slike tiltak er imidlertid børsen avhengig av at det gis underhånden melding i de tilfellene selskaper har utsatt offentliggjøringen av innsideinformasjon. Selskapers plikt til å underrette børsen i situasjoner som dette bygger således på hensynet til investorene og tilliten til verdipapirmarkedet.

Oslo Børs er kritisk til at selskapet ikke oppfylte plikten til å varsle børsen underhånden om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon, jf. verdipapirforskriften § 5-1 og løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 tredje ledd. Mangel på melding medførte at børsen var fratatt muligheten til å særskilt overvåke aksjen i perioden frem til offentliggjøringen av informasjonen. Det er i dette tilfellet ikke noe som tyder på at det var lekkasjer i forkant av offentliggjøringen.

Oslo Børs har imidlertid under tvil kommet til at undersøkelsene av Norske Skogindustrier ASAs informasjonshåndteringen i tilknytning til Pisa PM2-prosjektet avsluttes uten at det ilegges sanksjon i form av overtredelsesgebyr.

Oslo Børs vil ikke sende pressemelding om kritikken, men vil kunne gjøre dette brevet kjent i andre sammenhenger. Oslo Børs anser saken som avsluttet.

Oslo Børs oppfordrer selskapet til å gjennomgå sine rutiner for informasjonshåndtering. Ta gjerne kontakt dersom det er spørsmål eller kommentarer i den forbindelse.

5.2.6 Deep Ocean ASA – Kritikk for informasjonshåndtering (brev av 29.08.2008)

1 Innledning

Det vises til korrespondanse i anledning Oslo Børs' undersøkelser av DeepOcean ASAs ("DeepOcean") informasjonshåndtering under oppkjøpsforhandlinger med Trico Marine Services Inc. ("Trico"), sist Deres brev av 13. august 2008.

2 Kort om faktum

Den 14. desember 2007 offentliggjorde DOF ASA ("DOF") at selskapet hadde ervervet 28.500.000 aksjer i DeepOcean, og derved hadde en samlet aksjeholdning i selskapet på 39,75 %. DOF kommuniserte gjennom media at man hadde til hensikt å fusjonere DeepOcean med DOFs datterselskap DOF Subsea ASA.

Samme dag engasjerte styret i DeepOcean meglerhuset Carnegie ASA ("Carnegie") for å kartlegge andre muligheter for å maksimere aksjonærverdier og sikre likebehandling av aksjonærene. I perioden 18. desember 2007 til 22. januar 2008 tok Carnegie kontakt med en rekke potensielle kjøpere av DeepOcean, både industrielle og finansielle. Totalt 14 aktører ble kontaktet.

Proessen mot Trico ble initiert ved et møte mellom Carnegie og en rådgiver for Trico 27. februar 2008. Ledelsen i selskapene møttes 13. mars og 3. april 2008. Den 8. april inngikk partene en konfidensialitetsavtale med sikte på gjennomføring av due diligence, og 10. april mottok DeepOcean et utkast til "term sheet". Due diligence ble gjennomført i perioden 22. april til 14. mai 2008. Proessen mot Trico ble drøftet i et møte mellom selskapets styremedlemmer med unntak av to 24. april 2008. Parallelt arbeidet selskapet og dets rådgivere også med andre transaksjonsalternativer.

Trico var villig til å gi et bud på alle aksjene i DeepOcean til kurs NOK 32 på betingelse av at man fikk erverve 34.181.694 aksjer fra selskapets aksjonærer og tegne 20 millioner aksjer i en rettet emisjon – begge deler til kurs NOK 32 - samt at et flertall av styremedlemmene i DeepOcean anbefalte budet.

Den 14. mai 2008 kl. 14:45 tok selskapet kontakt med markedsovervåkingen ved Oslo Børs fordi en eventuell offentliggjøring av opplysningene om overtagelsestilbudet måtte antas å kunne påvirke kursen på selskapets aksjer i betydelig grad.

I styremøte 15. mai 2008 vedtok styret en rettet emisjon mot Trico, samt å anbefale oppkjøpstilbudet. Påfølgende dag offentliggjorde selskapet en melding om at Trico hadde kjøpt 35,7 millioner aksjer i selskapet, at Trico gjennom en rettet emisjon hadde tegnet seg for 20 millioner nye aksjer i selskapet og at Trico dermed samlet sett kontrollerte 51,5 % av aksjene i DeepOcean. Det ble opplyst at Trico hadde til hensikt å fremsette bud på aksjene i selskapet til kurs NOK 32.

Budet fra Trico ble fremsatt 30. mai 2008. Ved utløpet av akseptperioden hadde Trico mottatt aksepter tilsvarende 9,4 prosent av selskapets aksjer, i tillegg til en eierandel på 90,3 prosent. Den 20. august 2008 vedtok Trico å tvangsinnløse de resterende aksjeeierne i selskapet. Etter søknad fra selskapet vedtok Oslo Børs 28. august 2008 å stryke selskapets aksjer fra notering.

3 Likebehandlingsprinsippet

I etterkant av børsmeldingen 16. mai 2008 igangsatte Oslo Børs undersøkelser relatert til overholdelsen av det verdipapirrettslige likebehandlingsprinsipp, jf. verdipapirhandeloven § 5-14.

Forbudene mot usaklig forskjellsbehandling av selskapets aksjonærer og mot tiltak som er egnet til å gi noen en urimelig fordel på selskapets eller øvrige aksjonærers bekostning er sentrale rammebetingelser for børsnoteerte selskaper. Oslo Børs ser alvorlig på overtredelser av disse reglene, jf. børsstyrets vedtak 25. juni 2003 (Choice Hotels Scandinavia ASA) og Børsklagenemndens sak 2/2006 (Opticom ASA). Børsen har i disse sakene understreket sin policy om ikke å overprøve selskapets skjønn av forskjellsbehandlingens rimelighet eller saklighet med mindre denne fremstår som klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn.

Etter en samlet vurdering av de opplysninger som er fremkommet, har Oslo Børs ikke funnet grunnlag for å initiere noen overtredelsessak for brudd på likebehandlingsregelen fra DeepOceans side.

4 Informasjonsplikt

Etter børsens vurdering utgjorde selskapets forhandlinger med Trico med sikte på et mulig oppkjøpstilbud klart nok informasjonspliktig innsideinformasjon, jf. verdipapirhandeloven § 5-2, jf. § 3-2. Det kan være noe usikkert nøyaktig på hvilket stadium i forhandlingsprosessen informasjonen var tilstrekkelig "presis". Etter børsens vurdering synes dette senest å være på det tidspunkt opplysningene ble drøftet med flertallet av styrets medlemmer den 24. april 2008. Det antas imidlertid at selskapet hadde adgang til å utsette offentliggjøring av forhandlingsprosessen, jf. pkt. 5.

5 Utsatt offentliggjøring

For at utsatt offentliggjøring kan iverksettes må tre hovedvilkår være oppfylt, jf. vphl. § 5-3; utsettelsen må skje for ikke å skade selskapets legitime interesser, allmennheten må ikke villedes og opplysningene må behandles konfidensielt. Alle tre vilkår må være oppfylt for at offentliggjøringen skal kunne utsettes.

Oslo Børs mener som nevnt at selskapet i utgangspunktet pliktet å offentliggjøre opplysninger om oppkjøpsforhandlingene senest etter foreleggelsen for styremedlemmene 24. april 2008. Oppkjøpet ble imidlertid ikke offentliggjort før 16. mai 2008. Børsen antar imidlertid som utgangspunkt at selskapet hadde legitime interesser i utsatt offentliggjøring, jf. vphl. § 5-3 annet ledd nr. 1. Vi går ikke nærmere inn på dette spørsmålet.

Etter verdipapirforskriften § 5-1 og løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 tredje 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 markedsmisbruk, jf. børsloven § 27, og børsforskriften § 19. Oslo Børs følger rutinemessig en aksjes kursutvikling der det er gitt melding om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon. Bruk av virkemidler som børspause og suspensjon ved tegn til lekkasjer er et av de viktigste forebyggende tiltakene børsen har. For å iverksette slike tiltak er imidlertid børsen avhengig av at det gis underhånden melding i de tilfellene selskaper har utsatt offentliggjøringen av innsideinformasjon. Selskapers plikt til å underrette børsen i situasjoner som dette bygger således på hensynet til investorene og tilliten til verdipapirmarkedet.

Bakgrunnen for at børsen ikke ble varslet om oppkjøpsforhandlingene før 14. mai 2008 var etter det opplyste at DeepOcean ikke vurderte opplysningene som innsideinformasjon før styremøtet 15. mai. I perioden 24. april til 14. mai var børsen således fratatt

muligheten til å særskilt overvåke denne aksjen, og til å eventuelt gripe inn med virkemidler eller undersøkelser i forkant av meldingen.

Det er i dette tilfellet ikke noe som tyder på at det forelå noen lekkasjer i forkant av offentliggjøringen.

Når plikten til å gi underhåndenmelding ikke oppfylles, fratras Oslo Børs muligheten til å forstå markedets og aksjens utvikling, samt til å gjennomføre de kontrolltiltak som er nevnt ovenfor. Hensynet til andre markedsaktører som børsen er satt til å ivareta vil i slike situasjoner ikke ivaretas, og dette kan svekke tilliten til verdipapirmarkedet.

Oslo Børs er kritisk til at selskapet ikke oppfylte plikten til å varsle børsen underhånden om utsatt offentliggjøring av oppkjøpsforhandlingene, jf. verdipapirforskriften § 5-1 og løpende forpliktelser pkt. 3.2.1 tredje ledd. Etter en samlet vurdering av saken har Oslo Børs imidlertid under tvil kommet til at undersøkelsene av informasjonshåndteringen i forbindelse med oppkjøpet fra Trico avsluttes uten at det ilegges sanksjon i form av overtredelsesgebyr.

Oslo Børs vil ikke sende pressemelding om kritikken, men vil kunne gjøre dette brevet kjent i andre sammenhenger. Oslo Børs anser saken som avsluttet.

5.3 UTTALELSER OM INFORMASJONSPLIKT

5.3.1 Løpende Forpliktelser punkt 3.2 – informasjonsplikt ved utstedelse av lån (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.

5.3.2 Offentliggjøring av resultater fra lete- og avgrensingsbrønner på norsk sokkel (brev til Olje- og energidepartementet av 08.10.2008)

Det vises til tidligere kontakt vedrørende forholdet mellom børsnoterte selskapers informasjonsplikt etter verdipapirhandelloven og Handelsdepartementets pålegg i brev av 1973.

Departementets brev krever at leteresultater skal offentliggjøres av Oljedirektoratet. Lisenshaver kan ikke offentliggjøre resultater før direktoratets offentliggjøring. Samtidig krever verdipapirhandelloven § 5-2 at utsteder av børsnoterte verdipapirer skal offentliggjøre innsideinformasjon uoppfordret og umiddelbart. På nærmere vilkår kan

utsteder utsette offentliggjøring for ikke å skade sine legitime interesser, jf verdipapirhandelloven § 5-3. Dersom utsteder har grunn til å tro at innsideinformasjon er kjent eller er i ferd med å bli kjent for uvedkommende, skal utsteder offentliggjøre opplysningene, jf § 5-3 fjerde ledd.

Leteresultater utgjør ofte innsideinformasjon. Informasjonen eller deler av den vil ofte være kjent for et stort antall personer. Dette gir betydelig risiko for lekkasje av innsideinformasjon og derved risiko for ulovlig innsidehandel. Ulovlig innsidehandel rammer ikke bare involverte investorer, men også den tillit til et velordnet aksjemarked som det enkelte selskap og aksjemarkedet som helhet er avhengig av.

Børsen har i børssirkulære 2/2007 antatt at petroleumsmyndighetenes pålegg utgjør en legitim grunn til utsettelse etter verdipapirhandelloven § 5-3 forutsatt at øvrige vilkår for dette er til stede. Egne erfaringer med bestemmelsen om utsatt offentliggjøring generelt og innspill fra noterte oljeselskap har imidlertid gitt grunn til en nærmere vurdering av dette. Den kvalitetssikring Oljedirektoratets godkjennelse innebærer, bidrar til kvalitet på den informasjon som gis, men vilkåret om at selskapets interesser blir skadet ved umiddelbar informasjon kan vanskelig sies å være til stede. At opplysninger undertiden må korrigeres eller presiseres med senere meldinger er ikke uvanlig for børsnoteerte selskaper. Opplysningene om korrigeringen utgjør da ny innsideinformasjon.

Vi viser til vedlagte brev av 12. september 2008 fra Revus ASA til Oslo Børs med en juridisk betenkning utarbeidet av Kluge Advokatfirma DA om oljeselskapenes rapportering av resultatene av letebrønner og brønntesting på den norske kontinentalsokkel ("Public disclosure of results of exploration drilling/testing"). Børsen er i all hovedsak enig i konklusjonene i betenkningen om at kravet om Oljedirektoratets godkjennelse normalt ikke hjemler utsatt offentliggjøring etter verdipapirhandelloven § 5-3.

I forbindelse med en ny versjon av vårt sirkulære om petrolumsrapportering, som planlegges i løpet av høsten 2008, tar børsen sikte på å klargjøre denne forståelsen.

5.3.3 Regarding disclosure offer when markets are closed (e-post av 19.02.2008)

Reference is made to Stepstone's announcement 18.02.2008 at 18:24 (Norwegian time) regarding acquisition of Webjobb AS. Reference is also made to Oslo Børs continuing obligations section 5.1, 5.2 and 5.3, cf Securities Trading Act § 5-12. In addition practical aspects are outlined in circular 18/2007 (see section no. 4 in particular).

We are not sure whether you use Oslo Børs as your only distributor of messages, in addition to storage, or if you use other distributors. But if Oslo Børs is your primary source (Level 1 solution, Oslo Børs Distribution Network), please be aware that messages posted between 18:00 in the evening and 08:00 in the morning will be visible at www.newsweb.no, but the broad distribution is only happening between 08:00 and 18:00 (in some cases from 07:30 to 18:30 but this cannot be guaranteed). If you post messages between 18:00 and 08:00 you must make sure that the distribution-requirements is fulfilled by other means than through Oslo Børs (or consider a level 2 agreement where Cision will provide 24 hours distribution). If other distribution in this period is not done, there could be questioned whether you actually "leak" information before the information is broadly distributed.

5.4 INFORMASJONSDOKUMENT

5.4.1 Ad informasjonsdokument og plikt ved fusjon/fusjon – datterselskap (e-post av 15.05.2008)

Du har stilt spørsmål ved om de planlagte transaksjoner i FOS og NAM omfattes av virkeområdet for informasjonsdokument og utvidet melding, sett hen til at den transaksjon som evt. utløser relevante endringer i konsernregnskapene er fusjon mellom selskapenes datterselskaper. Det fremkommer av løpende forpliktelser pkt. 3.4.1 og 3.5.1 at pliktene utløses der "selskapet inngår avtale om en transaksjon" som innebærer endringer over de relevante terskelverdier. Etter børsens vurdering må de transaksjoner som planlegges sees under ett i denne vurderingen, både utfisjoneringsplanen fra de noterte selskaper og fusjoneringsplanen av datterselskapene. Etter en slik samlet vurdering kan det ikke være tvilsomt at transaksjonene omfattes av virkeområdet for utvidet melding og informasjonsdokument.

Videre er det stilt spørsmål ved tidspunkt for utløsning av fristene for offentliggjøring av nevnte dokumenter. Løpende forpliktelser pkt. 3.4.3 annet ledd, jf. pkt. 3.5.4 annet ledd lyder:

"Ved fusjon og fusjon regnes avtale som inngått på det tidspunkt fusjons-/fusjonsplan er undertegnet av styrene i de selskaper som deltar i fusjonen/fusjonen."

Forutsatt at den transaksjon som evt. utløser plikt til å utarbeide utvidet melding/informasjonsdokument er fusjonen mellom selskapenes datterselskaper, antar børsen at de respektive styrenes undertegning av fusjonsplan er avgjørende for utløsning av offentliggjøringsfristene.

5.4.2 Copeinca ASA (børsstyresak 23.04.2008), se pkt 5.2.3

5.5 LIKEBEHANDLING/GOD BØRSSKIKK

5.5.1 Se Copeinca ASA (børsstyresak av 23.04.2009) inntatt under 5.2.3

5.5.2 Se Deep Ocean ASA (brev av 29.08.2008) inntatt under 5.2.6

5.6 ANDRE LØPENDE FORPLIKTELSER

5.6.1 BON og GRO - Søknad om dispensasjon fra verdipapirhandelloven § 5-13 vedr krav til språk ved informasjonspliktige opplysninger (brev av 06.06.2008). (Vedtaket er påklaget til Kredittilsynet, men ikke avgjort)

Det vises til felles søknad fra Bonheur ASA og Ganger Rolf ASA av 28. mai 2008. Videre vises det til vårt brev av 14. februar 2008 hvor søknad datert 30. januar 2008 ble avslått. I søknaden gis det supplerende informasjon og det bes om at børsen vurderer på nytt om det kan innvilges dispensasjon fra kravet i verdipapirhandelloven § 5-13 om å rapportere informasjonspliktige opplysninger på norsk. I denne sammenheng søkes det for begge selskaper om å benytte engelsk som språk ved rapportering av informasjon som nevnt.

Utstedere med Norge som hjemstat skal i utgangspunktet offentliggjøre opplysninger på norsk, jf. verdipapirhandelloven § 5-13 første ledd. Oslo Børs har hjemmel til å gi dispensasjon fra dette utgangspunktet, jf. forskrift 6. desember 2007 nr. 1359 om innsendelse av flaggemeldinger, offentliggjøring av flaggemeldinger og meldepliktige handler, samt delegering av myndighet til å unnta fra språkkrav etter verdipapirhandelloven (heretter benevnt forskriften). I forskriften § 3 heter det følgende:

"§ 3 Delegering av dispensasjonsmyndighet fra språkkrav"

Regulert marked der verdipapirene er opptatt til handel kan gjøre unntak fra kravet i verdipapirhandelloven § 5-13 første og annet ledd om å gi opplysninger på norsk. Ved vurderingen av om det skal gjøres unntak skal det legges vekt på utstederens aksjonærsammensetning, hvor byrdefullt det fremstår for utstederen å gi opplysninger på norsk i tillegg til andre språk, utstederens arbeidsspråk, og om utstederen før forskriftens ikrafttredelse har hatt dispensasjon."

Forskriften er utarbeidet av Kredittilsynet, og i høringsnotatet av 5. november 2007 til forskriften uttalte Kredittilsynet følgende om delegeringen (høringsnotatet punkt 3):

"Drøftingene i verdipapirhandellovens forarbeider tilsier at kravet om at opplysninger skal gis på norsk skal være det klare utgangspunktet for utstedere med Norge som hjemstat. Forarbeidene omtaler derimot ikke aktuelle momenter som bør tas i betraktning ved utøvelsen av dispensasjonsskjønnet. Kredittilsynet mener at dispensasjon bare bør gis etter en individuell vurdering, og oppstiller noen vilkår for det regulerte markedets utøvelse av dispensasjonsskjønnet. Momenter ved vurderingen bør være aksjonærsammensetning, hvor byrdefullt det fremstår for utstederen å gi opplysninger på norsk i tillegg til andre språk, utstederens arbeidsspråk, og hvilken tradisjon utstederselskapet har hatt (dvs om de før forskriftens ikrafttredelse har hatt dispensasjon)."

Børsen har vurdert forholdene som er beskrevet i selskapenes søknad av 28. mai 2008, samt tidligere oversendte opplysninger, i forhold til kriteriene i nevnte forskrift.

I vedtaksbrev datert 14. februar 2008 anførte børsen følgende:

"Oslo Børs har i vurderingen lagt vekt på at begge selskapene er norske og i det vesentligste har norsk tilknytning både i eierskap og administrasjon. Det vises til at selskapenes aksjonærsammensetning, både i antall aksjonærer og prosentvis norsk/utenlandsk eierskap, angir ca. 90 prosent norsk eierskap, samt til at selskapene i hovedsak har norsk administrasjon. Oslo Børs har videre lagt vekt på at selskapene i dag rapporterer på norsk, og at selskapene ikke har benyttet seg av ordningen som gjaldt frem til 31.12.2007 hvoretter selskapene kunne velge rapporteringsspråk. Det fremstår etter børsens vurdering ikke urimelig byrdefullt for selskapene å rapportere på norsk."

I søknad av 28. mai 2008 anfører selskapene ytterligere argumenter vedrørende innskjerpede rapporteringskrav i del- og helårsrapportering, selskapenes virksomhet og organisasjonsstruktur, aksjonærstruktur, arbeidsspråk og rutiner ifm utarbeidelse av delårsrapporter. Videre argumenteres det for at børsens praksis ift å vektlegge at selskapene ikke har benyttet seg av dispensasjonsadgangen som gjaldt frem til 31.12.2007 slår urimelig ut for Bonheur ASA og Ganger Rolf ASA. Børsen har nøye vurdert de opplysninger som er gitt og de argumenter som er anført.

Etter børsens vurdering er de nye anførte forholdene, sammen med tidligere opplysninger, ikke tilstrekkelige for å kunne innvilge dispensasjon fra språkkravet, verken for Bonheur ASA eller Ganger Rolf ASA.

Det bemerkes for øvrig at dersom selskapenes forhold på områder av betydning for dette spørsmålet endres, har selskapene anledning til å søke om tilsvarende dispensasjoner på et senere tidspunkt.

På denne bakgrunn har Oslo Børs truffet følgende vedtak:

Med hjemmel i forskrift 6. desember 2007 nr. 1359 § 3 første punktum avslår Oslo Børs søknadene fra Bonheur ASA og Ganger Rolf ASA om dispensasjon fra verdipapirhandelloven § 5-13.

Vedtakene er enkeltvedtak og kan påklages til Kredittilsynet innen 3 uker fra underretning om vedtaket er kommet frem til vedkommende part, jf. forvaltningsloven §§ 28 og 29, jf. § 1. Eventuell klage stiles til Kredittilsynet og sendes til Oslo Børs.

5.7 OBLIGASJONER

5.7.1 Endringer i obligasjonsreglene og ABM-reglene, herunder registrering av låneprogrammer og dual listing samt notering av lån med Euroclear oppgjør (børssirkulære 9/2008)

5.8 EIERSTYRING OG SELSKAPSLEDELSE

6. TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD

6.1 KONTROLLERTE TILBUD

Selskap	Marked	Pliktig/ frivillig tilbud	Godkj. dato
Norstat ASA	Børs	Pliktig	15.01.2008
Fast Search & Transfer ASA	Børs	Frivillig	16.01.2008
Odjfell Invest Ltd	Børs	Pliktig	19.02.2008
Trolltech ASA	Børs	Frivillig	20.02.2008
AGR Group ASA	Børs	Pliktig	05.03.2008
Profdoc ASA	Børs	Frivillig	21.04.2008
Ocean Rig	Børs	Pliktig	13.05.2008
Trefoil Ltd	Børs	Pliktig	22.05.2008
Scorpion Offshore Ltd.	Børs	Pliktig	23.05.2008
Hexagon Composites ASA	Børs	Pliktig	28.05.2008
BW Gas ASA	Børs	Frivillig	30.05.2008
DeepOcean ASA	Børs	Pliktig	30.05.2008
Confirmit ASA	Børs	Pliktig	09.06.2008
Inmeta ASA	Børs	Frivillig	02.07.2008
Profdoc ASA	Børs	Pliktig	07.07.2008
Awilco Offshore ASA	Børs	Frivillig	17.07.2008
Aker Yards ASA	Børs	Pliktig	18.07.2008
SuperOffice ASA	Børs	Frivillig	28.08.2008
VMETRO ASA	Børs	Frivillig	12.09.2008
Ocean HeavyLift ASA	Børs	Pliktig	02.10.2008
Lerøy Seafood Group ASA	Børs	Pliktig	17.10.2008
DOF Subsea ASA	Børs	Frivillig	29.10.2008
Revus Energy ASA	Børs	Frivillig	04.11.2008
Intelecom Group ASA	Børs	Frivillig	06.11.2008
Komplett ASA	Børs	Pliktig	24.11.2008
IGE Nordic AB	Axess	Frivillig	28.11.2008
Tandberg Storage ASA	Børs	Pliktig	17.12.2008
Gyldendal ASA	Børs	Pliktig	18.12.2008
Grégoire ASA	Axess	Pliktig	23.12.2008
Software Innovation ASA	Børs	Pliktig	23.12.2008
Wavefield Inseis ASA	Børs	Pliktig	29.12.2008

6.2 NYE REGLER

6.2.1 Nye tilbudspliktregler i verdipapirhandelloven fra 01.01.2009

6.2.2 Overgangsspørsmål – ny lov (e-post av 28.01.2008)

Vi fikk følgende spørsmål:

Som nevnt er vi forespurt av en av våre klienter som vurderer å overta et børsnotert selskap. I den forbindelse oppstår enkelte spørsmål relatert til transaksjoner som startes i 2007 og avsluttes i 2008 som ikke kan ses løst av nye regler og overgangsreglene til disse. Jeg ber derfor om deres vurdering av tolkning og praktisering i følgende situasjoner:

- Vår klient vurderer å gjøre et erverv som utløser tilbudsplikt ila 2007. Spørsmålet er om en etterfølgende beslutning om tvangsinnløsning som treffes i 2008 vil følge ny § 6-22 (derunder presumpsjonsregelen for pris). Forarbeidene kan ikke ses å omtale situasjonen. Min oppfatning er at det mest naturlige er at den regel som gjelder på tidspunkt for vedtakelse av tvangsinnløsning iht asal og vphl må gjelde, og at tidspunktet for gjennomføring av pliktig tilbud (derunder om det fullt ut var gjennomført i 2007) ikke medfører at någjeldende regler gjelder.
- Vi vurderer å råde vår klient til å fremsette et frivillig tilbud, fremfor å gjennomføre kjøp som utløser tilbudsplikt. På den måten vil klienten ha større kontroll over utfall og vil kunne stille betingelser, slik som oppnåelse av 90% av stemmene. Dersom frivillig tilbud avsluttes i 2007, utløses pliktig tilbud etter gjeldende lov og det må da gjennomføres både pliktig tilbud og tvangsinnløsning. Det kan imidlertid tenkes at timingen av tilbudet tilsier at det frivillige tilbudet fremsettes i 2007 og avsluttes i 2008. Spørsmålet er da om ny vphl § 6-22, derunder regelen om at tilbyderer kan gå direkte til tvangsinnløsning uten først (eller parallelt) å fremsette pliktig tilbud så fremt de særlige regler i § 6-22 (3) følges. Etter min oppfatning er det mest naturlig å la de nye reglene gjelde og man skulle tro at de tilsa tilstrekkelig beskyttelse av minoritetsaksjonærene, selv om det frivillige tilbudet var fremsatt etter gjeldende vphl. Ny lov § 6-22 (1) viser tilbake til frivillige tilbud etter § 6-19. Forarbeidene kan ikke ses å omtale dette særskilt og det kan være en naturlig konsekvens av at §6-19 inneholder den nye reguleringen av frivillige tilbud. Overgangsreglene sier intet om dette. Som over finner jeg det mest naturlig at man forholder seg til de regler om tvangsinnløsning som gjelder på tidspunktet da tvangsinnløsningen besluttes.

Jeg setter pris på den veiledning dere kan gi vedrørende børsens tolkning av disse reglene."

Og ga følgende svar:

Viser til din e-post og påfølgende telefonsamtale. Vi kan se for oss tre mulige løsninger på din problemstilling:

- 1) Verdipapirhandelloven av 2007 § 6-22 må forstås som en spesialregel for tvangsinnløsning, som kommer til anvendelse uavhengig av om det forutgående frivillige eller pliktige tilbud var fremsatt etter reglene i ny eller gjeldende verdipapirhandellov. Bestemmelsens overskrift kan isolert sett tas til inntekt for en slik forståelse.
- 2) Bestemmelsen er å anse som et unntak fra tilbudsplikten. I tilfelle vil det avgjørende være om tilbudsplikten inntreder før eller etter ikrafttredelsen av ny lov. Bestemmelsen vil etter en slik forståelse komme til anvendelse dersom det frivillige tilbudet avsluttes etter årsskiftet.
- 3) Bestemmelsen omfatter kun frivillige og pliktige tilbud fremsatt etter nye regler.

Spørsmålet er ikke løst i overgangsreglene, og kan som du påpeker ikke sees å være omtalt i forarbeidene. Ordlyden i § 6-22 tredje ledd kan synes å tale for en forståelse som nevnt i nr. 3 ("pliktig eller frivillig tilbud etter § 6-19"). Videre er frivillige tilbud underlagt et noe strengere regime etter ny lov. Det stilles mer omfattende innholdskrav i vphl. § 6-13, og akseptfristen må iht § 6-19 femte ledd være minst to uker, mens børsen under gjeldende lov har lagt til grunn en minstefrist på én uke, jf. Vedtak og uttalelser

2006 s. 84. Det kan således anføres visse hensyn for å begrense anvendelsen av bestemmelsen til tilbud fremsatt etter nye regler.

Samlet sett fremstår det for børsen som usikkert hva som er riktig forståelse på dette punkt, og vår anbefaling vil således være at den mest konservative tolkning (nr. 3) - som også best ivaretar minoritetsaksjonærenes interesser - legges til grunn. Det påpekes i denne sammenheng at valget av løsning synes å ha begrensede konsekvenser for tilbyder.

6.3 TILBUDSPLIKT

6.3.1 Rem Offshore ASA – konsolidering (Børsklagenemndens avgjørelse i sak 4/2008)

Avgjørelse 22. desember 2008 vedrørende vedtak fra styret i Oslo Børs ASA (børsstyret) av 8. desember 2008 om at Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham ikke skal identifiseres i henhold til verdipapirhandelloven § 6-5 med Stig Remøy eller Frank Robert Remøy og selskaper kontrollert av dem for så vidt gjelder aksjer i Rem Offshore ASA. Vedtaket 8. desember var en omgjøring av børsstyrets vedtak 7. november 2008 om at slik konsolidering skal skje. For aksjer eiet av Stig Remøy innebar vedtaket 7. november 2008 videre en omgjøring av Oslo Børs ASAs (Oslo Børs) vedtak 3. oktober 2008 om at det ikke skal skje en identifisering av Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham og Stig Remøy og selskaper kontrollert av ham.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder spørsmålet om det skal skje en konsolidering av aksjer i Rem Offshore ASA eid av Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham og henholdsvis Stig Remøy og Frank Robert Remøy og selskaper kontrollert av disse. Oslo Børs traff 3. oktober 2008 vedtak med slik slutning:

Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham skal ikke identifiseres med Stig Remøy og selskaper kontrollert av ham i forbindelse med aksjer i Rem Offshore ASA overdratt mellom partene 19. juni 2008.

Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham pålegges å selge seg ned til en eierandel på 39,92 prosent i Rem Offshore ASA. Salget skal foretas så snart som mulig, og senest innen to uker fra dette brevets dato.

Den delen av Oslo Børs' vedtak 3. oktober 2008 som gjaldt konsolidering ble 17. oktober 2008 påklaget av Solstad Rederi AS (Solstad) ved advokat Øystein Meland i advokatfirmaet Wikborg Rein & Co. I klagen anmodes det om at Børsklagenemnden omgjør den delen av Oslo Børs' vedtak som gjelder konsolidering, slik at Åge Remøy og Stig Remøy og selskaper kontrollert av disse skal konsolideres for så vidt gjelder aksjer i Rem Offshore ASA. I tråd med dette anmodes om at det gis pålegg om å fremsette tilbud om kjøp av samtlige aksjer, alternativt nedsalg til en eierandel på 39,99 prosent. Det er redegjort for anførselene i klagen fra Solstad nedenfor under punkt 6.1.

Børsstyret omgjorde vedtaket av 3. oktober ved vedtak av 7. november 2008 med slik slutning:

Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham skal identifiseres i henhold til verdipapirhandelloven § 6-5 med Stig Remøy og Frank Robert Remøy og selskaper kontrollert av dem for så vidt gjelder aksjer i Rem Offshore ASA. For så vidt gjelder [aksjer] eiet av Stig Remøy innebærer vedtaket en omgjøring av vedtaket 3. oktober 2008.

Åge Remøy og selskaper eiet av ham pålegges å selge seg ned til 39,92 % medregnet de aksjer som eies av de identifiserte partene i første ledd. Salget skal foretas så snart som mulig og senest innen 24. november 2008.

Dette vedtaket ble 21. november 2008 påklaget av henholdsvis Åge Remøy ved advokat Jan Brudvik i Thommessen Krefting Greve Lund AS og Olympic Orion AS (hvor Stig Remøy er hovedaksjonær) ved advokatene Thomas Aanmoen og Thomas Horn i advokatfirmaet Schjødt DA. Anførlene i disse klagen er omtalt nedenfor under hhv punkt 6.2 og 6.3. I begge klager bestrides at det foreligger et forpliktende samarbeid mellom Åge Remøy og Stig Remøy, og det anmodes om at vedtaket 7. november omgjøres. I klagen fra Åge Remøy vises det også til at Frank Robert Remøy har solgt sin aksjepost i Rem Offshore ASA, og at det dermed ikke lenger er aktuelt å identifisere ham med Åge Remøy i denne sammenheng.

Børsstyret omgjorde sitt vedtak av 7. november ved et nytt vedtak 8. desember 2008 med følgende slutning:

Åge Remøy og selskap kontrollert av ham skal ikke identifiseres i henhold til verdipapirhandelloven § 6-5 med Stig Remøy eller Frank Robert Remøy og selskaper kontrollert av dem for så vidt gjelder aksjer i Rem Offshore ASA. Vedtaket innebærer en omgjøring av børsens vedtak 7. november 2008.

Selv om ingen formelt sett har påklaget dette siste vedtaket, legger børsstyret til grunn at det er riktig å oversende saken til behandling i Børsklagenemnden. Børsstyret viser til at både Åge Remøy, Olympic Orion og Solstad har fremsatt klager i sakens anledning, og anmodet om at saken forelegges Børsklagenemnden.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 22. desember 2008. Ved behandlingen deltok Bjørg Ven, John Giverholt, Trygve Bergsåker, Kirsten Sandberg og Hugo P. Matre.

2. Kort om selskapet

Rem Offshore ASA driver rederivirksomhet innen forsyningsskip, i tillegg til å eie aksjer i selskaper som driver tilsvarende eller beslektet virksomhet. Av årsrapport for 2007 fremgår at selskapet per 31.12. 2007 hadde åtte skip i drift, hvorav fire på fast kontrakt, og 11 skip under bygging som vil bli levert innen utgangen av 2010. Selskapet solgte i starten av 2008 to PSV-skip (Plattform Supply Vessel) som er under bygging. Selskapet driver virksomheten fra Fosnavåg i Herøy kommune. Daglig leder i selskapet er Åge Remøy.

3. Sakens bakgrunn

Rem Offshore ASA ble tatt opp til notering på Oslo Børs 30. mars 2007. Den 4. april 2007 meldte Solstad Rederi AS, et heleiet selskap av Solstad Offshore ASA, at selskapet med konsoliderte parter hadde ervervet 41,6 prosent av aksjene i Rem Offshore ASA. Solstad fremsatte pliktig tilbud 25. april 2007, men tilbudet fikk begrenset tilslutning.

Den 2. november 2007 flagget Remøy-gruppen (Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham) en eierandel på 39,65 prosent av aksjene i Rem Offshore samt at det var inngått en aksjonæravtale med Kings Cross AS, John Kleven AS, Venus Invest AS og Kaldbakur ehf. Denne aksjonærgruppen eide til sammen 51,51 prosent i Rem Offshore. Det ble opplyst at Åge Remøys selskap Barentz AS og Kalbakur ville fremsette pliktig tilbud på utestående aksjer i selskapet. Slikt tilbud ble fremsatt 16. november 2007. Etter tilbudet eide Remøy-gruppen 39,88 prosent mens aksjonærgruppen samlet eide 51,98 prosent.

Remøy-gruppen ervervet 22. og 27. mai 2008 aksjer i Rem Offshore ASA som ga eierandeler på 40,28 prosent, deretter 41,27 prosent. Den 29. mai 2008 ble det sendt børs melding om at Kings Cross ikke lenger var part i aksjonæravtalen. Den 30. mai 2008 ble det sendt melding om at John Kleven og Venus Invest hadde solgt sine aksjer i Rem

Offshore til Remøy-gruppen, som etter ervervet hadde en samlet eierandel på 44,3 prosent.

Oslo Børs kom til at ervervene 22. og 27. mai isolert sett utløste tilbudsplikt, og påla i vedtak 10. juni 2008 Remøy-gruppen å fremsette tilbud eller foreta nedsalg i henhold til verdipapirhandelloven § 6-8 første ledd i Rem Offshore ASA.

Den 11. juni sendte Remøy-gruppen melding om nedsalg, og 19. juni ble det sendt melding om at nedsalg var foretatt. Den aktuelle aksjepost ble solgt til Olympic Orion AS, hvis hovedaksjonær var Åge Remøys bror, Stig Remøy. Aksjeposten ble solgt til NOK 56 per aksje. Etter salget til Olympic Orion eide Remøy-gruppen 39,99 prosent av aksjene i Rem Offshore ASA.

Solstad henvendte seg ved advokat Øystein Meland til Oslo Børs ved telefon, deretter ved brev 14. august 2008. Det har siden dette vært korrespondanse mellom Oslo Børs og partene. Den 14. august 2008 begjærte Solstad også granskning i Rem Offshore etter allmennaksjeloven § 5-26 jf. § 5-25. Søre Sunnmøre tingrett traff 8. september 2008 kjennelse om at det ikke forelå rimelig grunn for kravet om granskning.

Oslo Børs kom i sitt vedtak 3. oktober 2008 som nevnt til at det ikke skulle skje en konsolidering av eierandeler i Rem Offshore for Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham og Stig Remøy og selskaper kontrollert av ham, idet det ikke forelå forpliktende samarbeid mellom disse. Det ble videre vedtatt at Åge Remøy måtte selge seg ned i Rem Offshore.

Som følge av denne siste del av vedtaket solgte Åge Remøy 29.000 aksjer den 16. oktober 2008 til Havtrål AS, et selskap som eies og kontrolleres av Frank Robert Remøy, bror av Åge Remøy og Stig Remøy.

Som nevnt klaget Solstad 17. oktober 2008 på Oslo Børs' vedtak om at det ikke skal skje konsolidering. På bakgrunn av klagen tok Oslo Børs på ny stilling til om tilbudsplikten bortfalt med nedsalget 19. juni til Olympic Orion, eller om det skulle skje en konsolidering mellom Åge Remøy og Stig Remøy og selskaper kontrollert av disse slik at tilbudsplikten fremdeles besto. Oslo Børs traff som nevnt 7. november vedtak om delvis omgjøring av vedtaket 3. oktober, slik at man fant det riktig å konsolidere eierandeler i Rem Offshore for Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham og både Stig Remøy og Frank Robert Remøy og selskaper kontrollert av disse. Oslo Børs opprettholdt pålegg om nedsalg, men slik at pålegget omfattet de konsoliderte eierandelene.

Olympic Orion rettet den 23. oktober 2008 et tilbud til Solstad om salg av sin aksjepost i Rem Offshore for NOK 64 per aksje. Oslo Børs var ikke kjent med dette tilbudet da børsstyret traff sitt vedtak 7. november 2008. Etter vedtaket 7. november 2008 solgte Frank Robert Remøy aksjeposten i Rem Offshore ASA, som han ervervet fra Åge Remøy i oktober 2008, over børs. På bakgrunn av disse opplysninger fant børsstyret at en vesentlig premiss for vedtaket 7. november 2008 var bortfalt, og omgjorde som nevnt 8. desember vedtaket om konsolidering.

4. Rettslig grunnlag

Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (vphl) § 6-5 regulerer konsolidering av eierandeler. Bestemmelsens første ledd første punktum lyder:

"I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5.

Vphl § 2-5 angir flere kategorier av "nærstående". Det aktuelle alternativet i denne sak vil være § 2-5 nr. 5, som lyder:

[som noens nærstående menes]

.....
5. *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, herunder samarbeid der et tilbud vanskeligjøres eller hindres."*

Første del av bestemmelsen i nr. 5, som omhandler noen som vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettigheter, er uendret i forhold til tilsvarende bestemmelse i verdipapirhandelloven 1997. Presiseringen av at som nærstående regnes noen som vedkommende har et samarbeid med der et tilbud vanskeligjøres eller hindres, er ny.

Som "forpliktende samarbeid" regnes også stilltiende avtaler av en viss varighet om samordnet opptreden med sikte på en tilstrekkelig kontroll over selskapet. Det er vedtaksmyndighetene som har bevisbyrden for at det foreligger slikt samarbeid.

5. Oslo Børs' vedtak

Vedtaket 3. oktober 2008

Oslo Børs kom til at de erverv som ble gjort i mai 2008 utløste tilbudsplikt etter vphl § 18-2 tredje ledd annet punktum nr. 1 jf. vphl § 6-6 annet ledd. Oslo Børs viser til at Remøy-gruppen 1. januar 2008, da kapittel 6 i verdipapirhandelloven trådte i kraft, eide 39,92 prosent i Rem Offshore. Etter vphl § 6-9 annet ledd annet punktum begrenses nedsalg som følge av tilbudsplikt etter § 6-6 til de aksjer som var ervervet ved det etterfølgende ervervet. Etter salget 19. juni 2008 av eierandeler i Rem Offshore til Stig Remøy hadde Remøy-gruppen 39,99 prosent av aksjene i Rem Offshore. Oslo Børs kom derfor til at nedsalget som ble foretatt i juni ikke var tilstrekkelig. Denne del av vedtaket er ikke påklaget, og pålegget om nedsalg til 39,92 prosent er senere utført.

Oslo Børs kom til at det ikke forelå tilstrekkelig grunnlag for å konsolidere Åge Remøy og Stig Remøy og selskaper kontrollert av disse. Børsen viser til at vilkåret for konsolidering etter vphl § 2-5 første ledd nr. 5 er at det må foreligge et "forpliktende samarbeid". Dette kravet innebærer at det i det minste må foreligge en stilltiende forståelse med sikte på kontroll i selskapet. Selv om Åge Remøy og Stig Remøy har opplyst at det ikke foreligger noen slik forståelse mellom partene, viser Oslo Børs til at det må vurderes om det foreligger objektive omstendigheter som gjør at en slik forståelse likevel må anses å foreligge. Børsen viser til relevante momenter for å fastslå om det foreligger forpliktende samarbeid som er utviklet i praksis, blant annet at den ene part har finansiert den andres erverv, felles opptreden i selskapet eller bindinger gjennom samarbeid på andre områder. Oslo Børs uttaler:

"Det faktum at Åge og Stig Remøy er brødre kan ikke i seg selv anses som et moment som taler for at slikt samarbeid likevel må antas å foreligge, men utgjør et bakteppe som gjør det naturlig å gjøre ekstra grundige vurderinger av de øvrige momenter i saken. Dersom det foreligger nære familiære relasjoner, skal det gjerne færre ytre omstendigheter til for å skape en forståelse."

Oslo Børs viser til at det forhold at brødrene driver uavhengig og konkurrerende forretningsvirksomhet tilsier at det er liten grunn til å vurdere dem på en annen måte enn om de ikke var brødre. Åge Remøy har gitt klart uttrykk for at han ikke ønsker at Solstad skal få kontroll i Rem Offshore, en motstand som dels er begrunnet i at Solstad vil flytte selskapet fra Herøy. Oslo Børs viser til at brødrene har felles synspunkter på lokalisering og legger til grunn at dette både har vært en vesentlig motivasjon for transaksjonen og at brødrene må forventes å stemme sammen i spørsmål som angår lokalisering.

Oslo Børs viser til at det faktum at brødrene i generalforsamling 14. juni 2008 konsekvent stemte identisk og mot Solstad kan være et moment i retning av at det er en forståelse mellom brødrene som går lenger enn lokaliseringsspørsmålet. På den annen

side legger Oslo Børs til grunn at denne stemmegivningen også vil kunne være et utslag av kampen for lokalisering.

Oslo Børs viser til at Olympic Orions erverv av aksjer i Rem offshore er finansiert ved egne midler og til at selskapet har full kursrisiko for aksjene. Aksjene ble ervervet til NOK 56 per aksje. Solstad har hevdet at markedskurs var NOK 64 per aksje. Dersom aksjene ble solgt under markedskurs til Olympic Orion vil dette etter børsens oppfatning kunne være et implisitt vederlag for lojal bruk av stemmeretten. I følge børsen er imidlertid kursbildet i Rem Offshore-aksjen usikkert som følge av aksjens lave likviditet. Oslo Børs utelukker ikke at Remøy-gruppen kunne fått en høyere pris for aksjeposten dersom gruppen hadde solgt til Solstad, men finner ikke grunnlag for å fastslå at det forelå en konkret kjøpsinteresse fra Solstad for aksjeposten på det aktuelle tidspunktet. Det synes derfor etter børsens oppfatning ikke å være grunn til å bestride at kursen Olympic Orion betalte var markedspris.

Oslo Børs påpeker for øvrig at saken har paralleller til saken om konsolidering av Orkla og Folketrygdfondet i 2002, hvor børsen kom til at Orkla og Folketrygdfondets felles interesse i å hindre Alcoa i å ta kontroll over Elkem ikke ga grunnlag for konsolidering, selv om den felles interesse ga seg utslag i likeartet oppførelsen overfor en annen aksjonær.

Vedtaket 7. november

På bakgrunn av nye opplysninger i saken omgjør Børsstyret den del av vedtaket fra 3. oktober som gjelder konsolidering, og kommer til at det skulle skje konsolidering etter vphl § 6-5 mellom Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham, Stig Remøy og Frank Robert Remøy og selskaper kontrollert av disse. Børsen legger vekt på nye opplysninger om at Åge Remøys ned salg i henhold til vedtaket 3. oktober 2008 har skjedd til en tredje bror Frank Robert Remøy, som tidligere hadde solgt sin aksjepost i Rem Offshore til Åge Remøy i mai 2008. Videre legger børsstyret til grunn at forutsetningen om at Solstad ikke var interessert i å kjøpe aksjeposten som Åge Remøy ble pålagt å selge, er feil. Det er gitt opplysninger fra Thomas Korsdalen i Pareto om at Solstad var interessert i å kjøpe aksjer i Rem Offshore til NOK 64, og at Åge Remøy må ha vært klar over dette.

Børsen mener det vil kunne stilles mindre krav til samarbeidets omfang eller bevis når det skal vurderes om et ned salg er frigjørende, enn i en ordinær konsolideringssituasjon. Selv om loven etter sin ordlyd ikke sonderer mellom disse to tilfellene, vil det at handelen(e) er initiert av en tvangssituasjon etter børsstyrets syn være et vesentlig moment i vurderingen av om det skal skje en konsolidering. Børsen viser til at Åge Remøy åpenbart ønsket å beholde kontrollen i selskapet, og at det må legges til grunn at brødrene har en forståelse om at aksjer ikke skal selges til Solstad. Selv om Frank Robert Remøy har gitt uttrykk for ønske om å selge aksjen til en kurs på NOK 64, vil hans eierandel ikke være tilstrekkelig til å overføre kontroll til Solstad.

Børsen viser igjen til at det å være søsken ikke i seg selv er tilstrekkelig grunnlag for konsolidering, men at det faktum at de pålagte ned salgene foretas til to brødre i en situasjon hvor kontrollen i selskapet står på spill, kan tyde på at familierelasjonene er en tilknytning som fyller dette formålet. Børsstyret skriver følgende:

“Åge Remøy har over tid balansert på tilbudspliktens grense, og ved hver anledning løst påleggene om salg på en måte som beholder kontrollen, men som i enda større grad ligger i tilbudspliktens område. Ut over den forståelse som er beskrevet er det imidlertid ikke grunn til å tro at brødrene samarbeider. Det vises til at Frank Robert Remøy ikke var del av den formaliserte aksjonærgruppen som hadde kontroll, men at Åge Remøy fikk kjøpe hans aksjer da det i mai i år var behov for dem for å beholde kontrollen. Omfanget av denne forståelsen har altså et atskillig mindre omfang enn den formelle aksjonærgruppen som Åge Remøys kontroll for øvrig bygger på.”

Børsen legger til grunn at forståelsen om lokaliseringsspørsmålet også gjelder mellom Åge og Frank Robert Remøy. Børsen mener å finne tilstrekkelige holdepunkter for at forståelsen også omfatter spørsmålet om kontroll i selskapet, og således strekker seg lenger enn spørsmålet om lokalisering av virksomheten. På bakgrunn av den tilknytning familierelasjonen utgjør og det konkrete hendelsesforløpet mener børsen under tvil at det foreligger tilstrekkelig grunnlag for å foreta konsolidering. Børsstyret uttaler likevel:

"Saken er helt klart et grensetilfelle. Men dersom tilbudsplikten fra gang til gang kan unngås ved å selge til personer utenfor den automatiske definisjonen av nærstående, fremstår reglene som lite virksomme. Konsolideringsreglen om forpliktende samarbeid skal nettopp fange opp antatte konstallasjoner som ikke fanges opp av de faste konsolideringsalternativene."

Vedtaket 8. desember 2008

Børsstyret omgjør den delen av vedtaket 7. november som gjaldt konsolidering av Åge Remøy og selskap han kontrollerer og hhv Stig Remøy og Frank Robert Remøy og selskap disse kontrollerer for så vidt gjelder aksjer i Rem Offshore. Børsstyret viser til at det foreligger nye opplysninger/endret faktum i saken. Det ene er at Olympic Orion 23. oktober fremsatte et tilbud overfor Solstad om salg av sin aksjepost. Videre vises det til at Frank Robert Remøy har solgt aksjeposten som han ervervet fra Åge Remøy over børs etter vedtaket 7. november 2008.

Som følge av Frank Åge Remøys salg av eierandeler i Rem Offshore over børs finner børsstyret at det ikke er grunnlag for å opprettholde vedtaket om konsolidering mellom Frank Robert Remøy og Åge Remøy. Børsen omgjør denne del av vedtaket med hjemmel i forvaltningsloven § 35.

Etter å ha fått den nye opplysningen om at Olympic Orion, uten Åge Remøys kunnskap, fremsatte tilbud til Solstad om kjøp av aksjeposten selskapet ervervet fra Remøy-gruppen, kommer børsstyret til at antakelsen i vedtaket 7. november om at "det må...legges til grunn at brødrene har en forståelse om at aksjer ikke skal selges til Solstad dersom dette gir Solstad kontrollen", ikke lenger kan opprettholdes. Børsen finner ikke grunnlag for å anta at salgstilbudet var fiktivt og fremsatt med sikte på å tjene som argument mot konsolidering i forbindelse med klagerunden i Børsklagenemnden. På denne bakgrunn kommer børsstyret til at en vesentlig premiss i vedtaket 7. november var feil og at det følgelig ikke synes å ha vært grunnlag for å konsolidere Åge Remøy og Stig Remøy.

6. Klagerens anførsler

6.1 Klage fra Solstad Rederi over Oslo Børs' vedtak 3. oktober 2008

Solstad, ved advokat Øystein Meland, har i sin klage 17. oktober 2008 og supplerende bemerkninger ved e-poster av 26. og 28. november i hovedsak anført at det foreligger saksbehandlingsfeil i vedtaket 3. oktober, at vedtaket bygger på uriktige faktiske omstendigheter og at vedtaket bygger på feil rettsanvendelse.

Klager hevder at Oslo Børs ikke har foretatt undersøkelser som er nødvendige for å bringe klarhet i alle relevante forhold, og viser til at Oslo Børs har plikt til dette etter kapittel 4 i børsforskriften. Klager anfører således at Oslo Børs har begått saksbehandlingsfeil, og at vedtaket dermed bygger på sviktende faktisk grunnlag. Oslo Børs har feilaktig lagt til grunn at det kun var spørsmålet om lokalisering av Rem Offshore som var utslagsgivende for Åge Remøy og Stig Remøys koordinerte opptreden, og har lagt for lite vekt på Åge Remøys ønske om å beholde kontroll i Rem Offshore.

Klager anfører at børsen ikke har lagt tilstrekkelig vekt på den strategiske betydning av de aksjeposter Åge Remøy handlet i mai 2008. Klager mener også at Oslo Børs i vedtaket 3. oktober feilaktig legger til grunn at Solstad ikke hadde konkret kjøpsinteresse til aksjeposten og at reell markedspris for aksjeposten var en kurs på NOK 56. En

undersøkelse hos Solstads megler Pareto ville ha avdekket at Solstad hadde interesse i å kjøpe hele aksjeposten til en kurs på NOK 64. Klager viser videre til at Oslo Børs feilaktig har lagt til grunn at lokaliseringsspørsmålet var eneste motiverende faktor for salg til Olympic Orion. I følge klager er det reelle motiv for samarbeidet mellom brødrene å forhindre at Solstad får kontroll i Rem Offshore. Klager anfører at dette underbygges av brødrenes samordnede stemmegivning i generalforsamling 14. juli 2008, som gikk lengre enn spørsmålet om lokalisering og som åpenbart var motivert i å utøve negativ kontroll i selskapet. Klager anfører også at Oslo Børs feilaktig har unnlatt å legge vekt på at Åge Remøy har brutt aksjelovgivningen i andre selskap med det formål å kjøpe aksjer i Rem Offshore, og videre manglende oppfyllelse av meldeplikt overfor Oslo Børs som følge av bortfall av aksjonæravtale. Klager viser til at Oslo Børs burde ha undersøkt aksjonæravtaler som Åge Remøy var part i for å undersøke om disse inneholdt klausuler eller uttalte målsetninger om kontroll eller å hindre oppkjøp i Rem Offshore.

I klagen anføres det også at Oslo Børs har lagt en for høy bevisterskel til grunn ved vurderingen av om det foreligger forpliktende samarbeid i henhold til vphl § 2-5 nr. 5 som gir grunnlag for konsolidering av Åge Remøy og Stig Remøy og selskap disse kontrollerer for så vidt gjelder aksjer i Rem Offshore. Bevistemaet er om det "må antas" at det foreligger forpliktende samarbeid mellom disse, ikke om det rent faktisk foreligger slikt avtale. Både lovens formål om beskyttelse av minoritetsinteresser og den praksis som foreligger tilsier at det ikke skal kreves sterke bevis for slikt samarbeid, men at børsen må vurdere om det er sannsynlighet for at det foreligger slikt samarbeid.

Klager anfører at bevisbyrden om at det "må antas" å foreligge et forpliktende samarbeid mellom Åge Remøy og Stig Remøy er oppfylt. Klager anmoder på denne bakgrunn om at Børsklagenemnden omgjør Oslo Børs' vedtak og treffer nytt vedtak om at det skal skje en konsolidering mellom Åge Remøy og Stig Remøy og selskaper kontrollert av disse for så vidt gjelder aksjer i Rem Offshore.

6.2 Klage fra Åge Remøy over børsstyrets vedtak 7. november 2008

Åge Remøy, ved advokat Jan Brudvik, har i sin klage 21. november 2008 med supplerende bemerkninger i brev av 27. november og e-post av 28. november 2008 anført at børsstyret i vedtaket 7. november legger til grunn et for lavt beviskrav. Klager viser til at det følger av forarbeidene til vphl § 2-5 at vedtaksmyndighetene har bevisbyrden for at det foreligger et forpliktende samarbeid, og at det må "foreligge objektive omstendigheter som tilsier at det foreligger et samarbeid som er tilstrekkelig forpliktende til at konsolidering skal foretas", jf. NOU 1996:2 s. 114-115. I følge klager innebærer dette et krav om sannsynlighetsovervekt. Klager anfører at for at beviskravet skal være oppfylt må Åge Remøy og Stig Remøys påstand om at det ikke foreligger et forpliktende samarbeid som gir grunnlag for konsolidering tilbakevises, videre må det påvises objektive omstendigheter som gir sannsynlighetsovervekt for at det foreligger et forpliktende samarbeid.

Klager viser på denne bakgrunn til at børsstyret legger til grunn et for lavt beviskrav når det legges avgjørende vekt på at det ikke kan anses som "helt tilfeldig" at salg har skjedd "ikke til én men til to brødre, og i en situasjon hvor det er kontrollen i selskapet som står på spill". I følge klager har børsen lagt for stor vekt på at Åge Remøy og Stig Remøy er brødre, et forhold som etter klagers oppfatning er uvedkommende så lenge det ikke er andre objektive omstendigheter som tilsier at det foreligger et forpliktende samarbeid.

Klager tilbakeviser videre de omstendigheter børsen legger vekt på i sin vurdering av at det foreligger forpliktende samarbeid. Når det gjelder den kursen Olympic Orion betalte for aksjeposten i Rem Offshore, har børsen ikke sett hen til at klager befant seg i en tvangssituasjon da han på kort tid måtte selge en aksje som var lite likvid tatt i betraktning at klager ikke ønsket å selge til Solstad, og videre til at salget til Stig Remøy og Frank Robert Remøy skyldtes at brødrene både hadde investeringsvilje og -mulighet. I klagen tilbakevises også at Solstad har hatt en løpende kjøpsinteresse i aksjer i Rem

Offshore til NOK 64. Den kjøpsinteresse som var registrert fra Solstad per 19. juni 2008 var vesentlig lavere enn postens størrelse. Hva gjelder den samordnede stemmegivningen på generalforsamlingen, viser klager til at alle aksjonærer med unntak av Solstad stemte på samme måte som Åge Remøy og Stig Remøy. Klager anfører også at Stig Remøy har hatt et selvstendig ønske om at Rem Offshore skal være lokalisert i Fosnavåg, noe han blant annet har gitt uttrykk for i medieoppslag, og at han som konkurrent til Solstad og Rem Offshore også kan ha hatt et strategisk ønske om at virksomheten i disse selskapene består som uavhengige virksomheter. Klager viser for øvrig til at børsstyrets vedtak innebærer et vesentlig avvik fra de uttalte prinsipper i Elkem-saken (spørsmål om konsolidering av Orkla og Folketrygdfondets eierandeler i Elkem).

På denne bakgrunn anføres det at det ikke er rettslig grunnlag for å foreta en konsolidering av eierandeler i Rem Offshore for Åge Remøy og Stig Remøy og selskaper kontrollert av disse.

6.3 Klage fra Olympic Orion over børsstyrets vedtak 7. november 2008

Olympic Orion har ved advokat Thomas Aanmoen og Thomas Horn i klage 21. november med supplerende bemerkninger i e-post av 27. november 2008 anført at børsstyrets vedtak 7. november bygger på feil faktisk grunnlag. Videre anføres det at børsstyret ikke har oppfylt sin bevisbyrde i henhold til § 2-5 første ledd nr. 5 og påvist med tilstrekkelig sannsynlighet at det foreligger et forpliktende samarbeid mellom klager og Åge Remøy.

Klager anfører at felles syn mellom aksjonærer isolert sett ikke gir grunnlag for å fastslå at det foreligger forpliktende samarbeid som danner grunnlag for konsolidering, slik Oslo Børs også kom til i Elkem-saken. Videre anføres det at børsen i vedtaket 7. november ikke foretar en selvstendig vurdering av om det foreligger et "forpliktende samarbeid", men blander dette spørsmålet sammen med vurderingen av om et slikt samarbeid gjelder kontroll i selskapet og ikke bare lokalisering.

Klager viser til at Olympic Orion i oktober 2008 tilbød Solstad å kjøpe sine aksjer i Rem Offshore, et forhold som i seg selv er tilstrekkelig grunnlag til å fastslå at det ikke foreligger et forpliktende samarbeid mellom Åge Remøy og Stig Remøy om kontrollen i Rem Offshore.

Klager viser også til andre forhold som underbygger at Olympic Orion opptrer som uavhengig eier av aksjene i Rem Offshore, blant annet at det lå reelle forhandlinger om pris til grunn for kjøpet 19. juni 2008, at kjøpet av aksjeposten var motivert av et ønske om å oppnå en strategisk forhandlingsposisjon med sikte på senere salg, at kjøpet var fullt ut finansiert av klager og at det ikke er annet forretningsmessig samarbeid mellom klager og Åge Remøy samt at disse står hverandre mindre nært enn hva som er vanlig i et brødreforhold.

På denne bakgrunn anfører klager at det ikke er grunnlag for å foreta en konsolidering av eierandeler i Rem Offshore for Åge Remøy og Stig Remøy og selskaper kontrollert av disse.

7. Børsklagenemndens bemerkninger

Det foreligger ingen formell klage over børsstyrets siste vedtak av 8. desember 2008, men da et tilsvarende vedtak om ikke-konsolidering ble fattet den 3. oktober 2008, ble dette påklaget av Solstad ved brev av 17. oktober 2008. I og med at begge parter har innlevert klager på Oslo Børs' tidligere vedtak i saken, har børsstyret funnet det riktig å oversende saken til Børsklagenemnden for endelig avgjørelse. Børsens siste vedtak vil igjen aktualisere klagen fra Solstad av 17. oktober 2008.

Børsklagenemnden finner å kunne behandle saken. Det vises i den forbindelse til at hjemmel for slik behandling uten klage foreligger i børsloven § 41 (3) som gir forvaltningsloven anvendelse for klagenemndens virksomhet. I medhold av fvl § 35 annet ledd kan også en klageinstans omgjøre et vedtak av underordnet forvaltningsorgan uten

klage. Børsklagenemnden har derfor overprøvingsadgang i saken. I og med at Frank Robert Remøy har solgt sin aksjepost i Rem, vil overprøvingen bare gjelde spørsmålet om konsolidering av Åge og Stig Remøy og deres selskaper.

Børsklagenemnden er kommet til at det ikke er riktig å foreta en konsolidering av Åge og Stig Remøy og deres selskaper og slutter seg til det vedtaket børsstyret traff sist, den 8. desember 2008.

Det faktum at Åge og Stig Remøy er brødre kan ikke i seg selv tillegges betydning. Brødre går ikke inn under gruppen av nærstående familiemedlemmer som er oppregnet i vphl § 2-5 nr 1 og 2.

Prisen Olympic Orion betalte for aksjeposten var et resultat av reelle forhandlinger. Åge Remøy krevde NOK 64, men Olympic mente at dette var for høyt under henvisning til at prisingen på andre offshore-selskaper på dette tidspunkt lå på rundt 72 % av substansverdien. Dette tilsa en pris på NOK 52-53 pr. aksje, og Olympic Orion bød derfor NOK 53. Forhandlingene endte med en pris på NOK 56.

Det forhold at brødrene stemte på samme måte under den ekstraordinære generalforsamlingen i Rem 14. juli 2008 kan heller ikke tillegges betydning. Dette gjorde også alle andre tilstedeværende aksjonærer i Rem, bortsett fra Solstad. Det vises for øvrig i denne forbindelse til saken fra 2002, gjengitt i Vedtak og uttalelser 2002 s. 132, der spørsmålet om konsolidering av Orkla og Folketrygdfondet var oppe.

Børsklagenemnden kan ikke se at det er andre forhold som tilsier at det foreligger noen overenskomst om forpliktende samarbeid med hensyn til å gjøre bruk av aksjonærrettighetene mellom Åge Remøy og Olympic Orion/Stig Remøy. Snarere tvert imot viser Olympic Orions tilbud til Solstad om salg av aksje-posten uten at Åge Remøy var orientert om salg fremstøtet, at Stig Remøy opererer uavhengig av sin bror. Tilbudet ble fremsatt den 23. oktober 2008. Åge Remøys advokat har i sin omfattende klage til børsen den 21. november 2008 og senere innlegg ikke fremhevet dette som noe argument, hvilket ville vært nærliggende dersom Åge Remøy var kjent med forholdet. Dette illustrerer den uavhengige opptreden.

Børsklagenemnden kan ikke se at det i denne saken foreligger noen holdepunkter for å anta at det mellom brødrene foreligger en forståelse om forpliktende samarbeid. Noe grunnlag for konsolidering etter vphl § 6-5 eksisterer således ikke.

Børsklagenemndens traff etter dette slikt enstemmig

vedtak:

Børsklagenemnden finner ikke grunn til å omgjøre børsstyrets vedtak av 8. desember 2008 for så vidt angår det forhold at Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham ikke skal konsolideres med Stig Remøy og selskaper kontrollert av ham i forbindelse med aksjer i Rem Offshore ASA.

6.3.2 Åge Remøy - spørsmål om tilbudsplikt i Rem Offshore ASA (vedtak av 03.10.2008)

1 Innledning

Det vises til korrespondanse vedrørende ovennevnte.

Saken reiser to spørsmål: (1) Har Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham (Remøy-gruppen) utløst tilbudsplikt i Rem Offshore ASA (Rem), jf. pkt. 3 nedenfor, og (2) bortfalt i tilfelle tilbudsplikten ved nedsalget til Stig Remøy og selskaper kontrollert av ham (Stig

Remøy), jf. pkt. 4 nedenfor. Spørsmål (2) består av to elementer: Er det grunnlag for å konsolidere Stig Remøy med Remøy-gruppen og - hvis ikke - var nedsalget tilstrekkelig stort.

Basert på den korrespondanse børsen har hatt med de involverte parter og Solstad Rederi AS (Solstad), har børsen besluttet å fatte vedtak i saken, jf. verdipapirhandeloven §§ 6-5 annet ledd og 6-8 tredje ledd.

2 Sakens bakgrunn

Rem ble tatt opp til notering på Oslo Børs 30. mars 2007.

Selskapet ble stiftet i 1996, og tilbyr tjenester innen plattform supply (PSV), omplassering (AHTS) av flytende og faste oljeplattformer og installasjoner, og tjenester relatert til remote subsea operations (ROV). Rem eier og driver en flåte av syv moderne skip, og vil få ytterligere 12 skip levert innen utgangen av 2010. Selskapet driver virksomheten fra Fosnavåg i Herøy Kommune.

Den 4. april 2007 meldte Solstad at selskapet med konsoliderte parter hadde ervervet 41,6 prosent av aksjene i selskapet. Solstad fremsatte pliktig tilbud 25. april 2007 til kurs NOK 50 pr. aksje. Tilbudet fikk begrenset tilslutning, og ingen flaggemelding ble sendt i etterkant av tilbudet.

Den 2. november 2007 flagget Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham (Remøy-gruppen) en eierandel på 39,65 prosent av aksjene i Rem, samt at det var inngått en aksjonæravtale med Kings Cross AS, John Kleven AS, Venus Invest AS og Kaldbakur ehf (Kaldbakur). Samme dag flagget Kaldbakur en eierandel på 6,24 prosent. Samlet sett eide denne gruppen (Aksjonæravtalegruppen) 51,51 prosent. Det ble også opplyst at Åge Remøys selskap Barentz AS (Barentz) og Kaldbakur ville fremsette pliktig tilbud på utestående aksjer i selskapet. Slikt bud ble fremsatt 16. november 2007, til kurs NOK 53,50 per aksje. Etter tilbudet eide Remøy-gruppen 39,88 prosent, mens Aksjonæravtalegruppen eide 51,98 prosent.

Den 22. mai 2008 meldte Åge Remøy at han hadde utøvd 300.000 opsjoner i selskapet, noe som brakte aksjebeholdningen for Remøy-gruppen opp i 40,28 prosent, jf. børsmelding samme dag. Kapitalforhøyelsen ble registrert i Foretaksregisteret 10. juni 2008, jf. børsmelding 11. juni 2008.

Den 27. mai 2008 ervervet Remøy-gruppen ytterligere 390.600 aksjer, noe som resulterte i en samlet aksjebeholdning på 41,27 prosent, jf. børsmelding samme dag.

Den 29. mai 2008 ble det sendt børsmelding om at Kings Cross AS ikke lenger var part i aksjonæravtalen, og at Aksjonæravtalegruppen etter endringen hadde en samlet eierandel på 50,74 prosent. Den 30. mai 2008 ble det sendt melding om at John Kleven AS og Venus Invest AS hadde solgt aksjene sine til Remøy-gruppen, som etter ervervet hadde en samlet aksjebeholdning på 44,3 prosent.

Etter børsens oppfatning utløste ervervene 22. mai og 27. mai 2008 hver for seg tilbudsplikt for Remøy-gruppen. På denne bakgrunn påla børsen i vedtak 10. juni 2008 Remøy-gruppen å gi melding om fremsettelse av tilbud eller nedsalg etter verdipapirhandeloven § 6-8 første ledd, uten å ta stilling til det nøyaktige tidspunkt tilbudsplikten oppsto.

Påfølgende dag sendte Remøy-gruppen melding om nedsalg. Den 19. juni ble det sendt melding om at nedsalg var foretatt, og at Remøy-gruppen etter salget hadde en eierandel på 39,99 prosent. Det ble opplyst at nedsalget var foretatt til kurs NOK 56.

I presseoppslag 20. juni fremkom det at den aktuelle aksjepost var solgt til Åge Remøys bror Stig Remøy. Oslo Børs sendte på denne bakgrunn samme dag skriftlig forespørsel til Åge Remøy og Stig Remøy om detaljer rundt nedsalget med sikte på å klarlegge om det forelå grunnlag for konsolidering av partene. Forespørselen ble fra Åge Remøys side besvart i e-post fra advokat Jan Brudvik i Thommessen 20. juni 2008, og fra Stig Remøys side i brev 23. juni 2008.

Parallelt med dette ble Oslo Børs kontaktet pr. telefon av Solstad ved dets advokat Øystein Meland i Wikborg Rein. Solstad ble oppfordret til å gi eventuelle innspill i saken skriftlig. Solstad tilskrev Oslo Børs i brev 14. august 2008. I den etterfølgende periode har det vært løpende kommunikasjon mellom partene og Oslo Børs.

3 Tilbudsplikt for Remøy-gruppen

3.1 Rettslig utgangspunkt

Etter verdipapirhandelloven av 2007 utløses tilbudsplikt for den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked, jf. verdipapirhandelloven § 6-1 første ledd, første punktum.

Gjentatt tilbudsplikt inntreffer ved erverv av aksjer som representerer 40 prosent og 50 prosent av stemmene i selskapet, jf. verdipapirhandelloven § 6-6 første ledd.

Verdipapirhandelloven av 2007 trådte i kraft 1. januar 2008. Etter verdipapirhandelloven av 1997 ble tilbudsplikt utløst ved erverv av aksjer som representerte mer enn 40 prosent av stemmene i selskapet.

Aksjeeiere som pr. ikrafttredelsestidspunktet for ny verdipapirhandellov eide mellom 1/3 og 40 prosent, får etter overgangsreglene tilbudsplikt ved ethvert etterfølgende erverv, jf. verdipapirhandelloven § 18-2 tredje ledd, annet punktum nr. 1, jf. 6-6 annet ledd.

Det fremkommer av verdipapirhandelloven § 6-5 første ledd, første punktum at like med aksjeeiers egne aksjer regnes aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i loven § 2-5.

3.2 Faktum i saken

Remøy-gruppen eide ved årsskiftet 39,92 prosent av aksjene i Rem, jf. børsmelding 20. desember 2007 sammenholdt med børsmelding 17. mars 2008.

Som nevnt i pkt. 2 over, fremsatte imidlertid Åge Remøys selskap Barentz sammen med Kaldbakur 16. november 2007 pliktig tilbud på de utestående aksjene i selskapet. Det pliktige tilbudet ble varslet i børsmelding 2. november 2007, hvor det fremkommer at foranledningen for tilbudet var Kaldbakurs aksjeerverv og etablering av aksjonæravtalen, hvoretter Aksjonæravtalegruppen kontrollerte 51,51 prosent av aksjene i selskapet.

Fra dokumentets pkt. 3 hitsettes:

"As per the date hereof, the Offerors and related parties (as defined in the Norwegian Securities Trading Act section 4-5) own 20,184,171 Shares constituting 51.53 % of the share capital and 51.53 % of the votes in Rem Offshore's general meeting

The Offer covers the 18,988,480 Shares not already owned by the Offerors and related parties

[...]

The Offer is made jointly by (i) Barentz AS ... and (ii) Kaldbakur ehf"

3.3 Børsens vurdering

Med en eierandel på 39,92 prosent ved verdipapirhandellovens ikrafttredelse, synes Remøy-gruppen å ha utløst tilbudsplikt ved de erverv som ble gjennomført i mai 2008 etter overgangsreglene om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, jf. verdipapirhandelloven § 18-2 tredje ledd, annet punktum nr. 1, jf. § 6-6 annet ledd.

Åge Remøy har imidlertid henvist til at hans selskap Barentz sammen med Kaldbakur ehf 16. november 2007 fremsatte pliktig tilbud på aksjene i selskapet. På denne bakgrunn anføres det at også Remøy-gruppen er fritatt for plikten til å fremsette nytt tilbud. I brevet av 16. juni 2008 heter det:

"I henhold til vphl § 6-5 (1), tredje punktum skal man ved vurderingen av om det inntrer gjentatt tilbudsplikt regne tidligere tilbud fremsatt av nærstående like med erververs tidligere fremsatte tilbud. I vårt tilfelle fremsatte som nevnt Barentz AS og Kaldbakur et pliktig tilbud i november 2007. Dette tilbudet må dermed også være frigjørende for Remøy-gruppens (uten øvrige nærstående) passering av 40 %-grensen på individuelt grunnlag. Det tidligere tilbudet var fremsatt etter verdipapirhandelloven av 1997s regler, men ettersom grensen da var 40% må dette også anses som et frigjørende tilbud for passering av dagens 40% grense for gjentatt tilbudsplikt. Det er ikke grunnlag for å tolke ordlyden i vphl § 6-5 (1) om "tidligere fremsatte tilbud" innskrenkende på dette punkt."

Børsen går ikke nærmere inn på spørsmålet om fortolkningen av verdipapirhandelloven § 6-5 første ledd, tredje punktum, men nøyer seg med å henvise til at bestemmelsen etter ordlyden under enhver omstendighet er begrenset til "gjentatt tilbudsplikt".

I e-post av 23. september 2008 skriver Remøy videre:

"Etter vårt syn kan det ikke være tvilsomt at Remøy gjennom Barentz AS har fremsatt pliktig tilbud. Som dere er kjent med fremsatte Barentz AS og Kaldbakur ehf et pliktig tilbud ved tilbudsdokument godkjent av Oslo Børs 16. november 2007. At Barentz AS og Kaldbakur ehf fremsatte et pliktig tilbud gjennom samme tilbudsdokument kan ikke medføre at Barentz AS ikke anses for å ha fremsatt et pliktig tilbud. Dersom resonnementet deres hadde vært riktig, måtte det bety at hverken Barentz AS eller Kaldbakur ehf har fremsatt et pliktig tilbud. Dette kan ikke være riktig og det må derfor være slik at Barentz AS enten selv har fremsatt et pliktig tilbud, eller så kan Barentz AS påberope seg Kaldbakur ehfs tilbud, jf vphl § 6-5, første ledd, tredje punktum."

Børsen forstår dette slik at Remøy bestrider Remøy-gruppens plikt til å fremsette tilbud ved etterfølgende erverv fordi ett av Remøys heleide selskaper deltok i den gruppen som fremsatte pliktig tilbud 16. november 2007, jf. verdipapirhandelloven § 6-6 annet ledd.

Børsen konstaterer for det første at plikten til å fremsette etterfølgende tilbud etter verdipapirhandelloven § 18-2 tredje ledd, annet punktum nr. 1 omfatter både det tilfelle der en enkelt aksjeeier eide mellom 1/3 og 40 prosent ved lovens ikrafttredelse, og der en konsolidert gruppe hadde slik eierandel. Bestemmelsen omfatter etter ordlyden "den som eier aksjer" som nevnt, jf. den tilsvarende formulering i verdipapirhandelloven § 6-1 første ledd og prinsippet i § 6-5 første ledd.

Der en konsolidert gruppe består av tre eller flere parter, gjelder dette klart nok for hver undergruppe av konsoliderte. Dersom man kun skulle se på om den enkelte aksjeeier og den samlede gruppen av konsoliderte hadde eierandeler som nevnt, ville bestemmelsen enkelt kunne omgås ved overføringer for eksempel til aksjeeierens hel- eller deleide selskaper.

Remøy-gruppen kan således tenkes å få tilbudsplikt etter reglene om etterfølgende tilbud.

Spørsmålet videre er om det pliktige tilbudet fremsatt 16. november 2007 fritar for tilbudsplikten. Det pliktige tilbudet ble fremsatt av Åge Remøys heleide selskap Barentz, som iht. tilbudsdokumentet representerte 1,17 prosent av aksjene i selskapet, og det islandske selskapet Kaldbakur, som representerte 6,24 prosent. Som angitt i pkt. 3.2 over, var bakgrunnen for tilbudet Kaldbakurs aksjeerverv og etablering av aksjonæravtalen 2. november 2007, som brakte Aksjonæravtalegruppen over tilbudspliktgrensen på 40 prosent.

Det pliktige tilbudet ble således fremsatt på vegne av Aksjonæravtalegruppen. De som formelt fremsatte budet – Barentz og Kaldbakur – var ikke i tilbudsplikt, og som det fremkommer av sitatet fra dokumentet, ble tilbudet da også fremsatt kun for de aksjer som ikke var eiet av Aksjonæravtalegruppen.

Spørsmålet blir dermed om et tilbud fremsatt for å oppfylle tilbudsplikten for en konsolidert gruppe fritar de enkelte deltagerne i gruppen for tilbudsplikt utløst ved etterfølgende erverv, jf. verdipapirhandelloven § 18-2 tredje ledd, annet punktum nr. 1. For ordens skyld minnes det om at saken gjelder spørsmålet om tilbudsplikt for Remøy-gruppen, og ikke for Barentz.

Hovedprinsippet i tilbudspliktreglene er at spørsmålet om det foreligger tilbudsplikt må avgjøres for den enkelte aksjeeier og for hver undergruppe av konsoliderte aksjeeiere.

Reglene om utløsning av tilbudsplikt ble – med unntak av nye terskler – ikke endret med verdipapirhandelloven av 2007. Rettskildene for tidligere lover har derfor relevans ved fortolkningen også av gjeldende lovs bestemmelser.

I NOU 1996:2 s. 118 heter det:

“Det understrekes for øvrig at erverv som medfører at én i den konsoliderte gruppen alene kommer over 40 pst., vil utløse tilbudsplikt etter lovens hovedregel. Dette gjelder uavhengig av om den konsoliderte gruppens totale aksjeinnehav endres.”

For interne erverv som innebærer passering av tilbudspliktterskelen på 1/3 følger dette uttrykkelig av verdipapirhandelloven § 6-1 sjette ledd, jf. også (etter tidligere lov) Børsklagenemndens sak 4/2006 (Wilson ASA). Børsen har lagt til grunn at det ikke kan gjelde noe annet prinsipp ved eksterne erverv, jf. Vedtak og uttalelser 2000 s. 76 (s. 77-78) om spørsmål om tilbudsplikt for erverv fra enkeltmedlem i konsolidert gruppe, der gruppen har en eierandel på mer enn 40 prosent:

“Problemstillingen er om det utløser tilbudsplikt hvis A senere erverver aksjer fra andre enn medlemmer av gruppen, som medfører at A blir eier av 40 % alene.

Etter hovedregelen i vphl. § 4-1 utløses tilbudsplikt dersom A alene passerer 40 %-grensen. Dette gjelder uavhengig av om gruppen fremdeles eier over 40%, eller om det dreier seg om et eksternt eller internt erverv.

Opphør av en konsolidert gruppe er ikke en begivenhet som i seg selv utløser tilbudsplikt. Følgelig ville en motsatt løsning – hvor A kunne passere 40%-grensen uten tilbudsplikt – medføre at A etter en oppløsning av gruppen, alene kunne bli sittende med mer enn 40 % uten å ha gjennomført et pliktig tilbud. Videre synes det tilfeldig å skulle forskjellsbehandle interne og ekstern erverv i et slikt tilfelle.”

I uttalelsen vedrørende Borgestad ASA (Vedtak og uttalelser 2000 s. 83) er det lagt til grunn at det faktisk at den konsoliderte gruppen var fritatt for tilbudsplikt (fordi gruppen

eide over 45 prosent av aksjene i selskapet ved tidligere verdipapirhandellovs ikrafttredelse) ikke fritok enkelttagere i gruppen fra tilbudsplikt dersom disse ved erverv passerte 40 prosent-grensen.

Også i juridisk teori er regelen forstått slik, jf. Bechmann, Bergo m.fl., Verdipapirhandelloven kommentarutgave s. 277:

"Bestemmelsen [verdipapirhandelloven av 1997 § 4-2 annet ledd, tilsvarende verdipapirhandelloven § 6-1 sjette ledd] er noe kryptisk utformet, men gir ikke uttrykk for noe annet enn det som uansett ville fulgt av hovedregelen om tilbudsplikt i § 4-1 sammenholdt med § 4-5: Tilbudsplikt vil inntre ved en intern overføring dersom erververen alene, eller sammen med noen andre nærstående enn avhenderen, passerer tilbudspliktgrensen på 40 % som følge av overføringen.

Og videre på s. 279:

"Det at noen i den konsoliderte gruppen tidligere har fremsatt et pliktig tilbud, vil ikke medføre unntak fra tilbudsplikten. Dette følger forutsetningsvis av ordlyden i § 4-2 annet ledd (samt hovedregelen i § 4-1 sammenholdt med § 4-5), og er også lagt til grunn av Oslo Børs i Vedtak og Uttalelser 2000 s. 76-78."

Ordlyden i verdipapirhandelloven § 18-2 tredje ledd, annet punktum nr. 1, jf. verdipapirhandelloven § 6-6 annet ledd gir ikke holdepunkter for å legge til grunn andre prinsipper ved avgjørelsen av om et pliktig tilbud fremsatt av en konsolidert gruppe fritar deltagerne enkeltvis fra plikten til å fremsette pliktig tilbud ved etterfølgende erverv. Det er ikke holdepunkter for å anvende prinsippet oppstilt i verdipapirhandelloven § 6-5 første ledd, tredje punktum for etterfølgende erverv. Heller ikke forarbeidene gir grunnlag for en slik slutning. I NOU 2005:17 s. 76 heter det:

"Første ledd tredje punktum presiserer at tilbud som tidligere er fremsatt av nærstående som nevnt i § 1-4, regnes som like med erververs eget tidligere fremsatte tilbud ved vurderingen av om det inntre gjentatt tilbudsplikt, jf. forslaget til § 4-6 første ledd. Dersom verken erververen eller nærstående tidligere har fremsatt tilbud, kan tilbudsplikt likevel inntre etter § 4-6 annet ledd om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv."

Det fremstår som uklart hva som er ment i siste setning i uttalelsen fra utvalget. Formuleringen kunne fortolkes slik at et tilbud fremsatt av nærstående fritar også erververen for tilbudsplikt ved etterfølgende erverv etter passering av den samme terskelen. Ut fra sammenhengen synes setningen imidlertid ment som en begrensning av prinsippet oppstilt i første setning. Det som uttrykkelig sies er kun at tilbudsplikt ved etterfølgende erverv vil kunne oppstå dersom man ikke har fremsatt tilbud ved passering av den aktuelle terskel.

Formuleringen synes således ikke å gi støtte for at prinsippet i verdipapirhandelloven § 6-5 første ledd, tredje punktum skal gjelde generelt for tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, og en slik forståelse har som nevnt heller ingen støtte i lovens ordlyd. Bestemmelsen i utvalgets forslag § 4-6 annet ledd som formuleringen knytter seg til gjaldt dessuten etterfølgende erverv ved passering av 50 prosentgrensen, og har dermed ingen direkte betydning for fortolkningen av overgangsregelen i verdipapirhandelloven § 18-2 tredje ledd, annet punktum nr. 1.

I departementets merknader fremkommer også tydelig at prinsippet i verdipapirhandelloven § 6-5 første ledd, tredje punktum er begrenset til gjentatt tilbudsplikt, jf. Ot. prp. nr. 34 (2006-2007) s. 427:

"Tredje punktum presiserer at tilbud som tidligere er fremsatt av nærstående som nevnt i § 2-5, regnes like med en erververs tidligere fremsatte tilbud ved vurderingen av om det inntreffer gjentatt tilbudsplikt, jf. § 6-6 første ledd."

Ved utformingen av overgangsregelen i verdipapirhandeloven § 18-2 tredje ledd, annet punktum nr. 1 synes da også departementet å ha forutsatt at vurderingen av om det foreligger tilbudsplikt ved etterfølgende erverv må gjøres for den aktuelle aksjeeier/de aktuelle aksjeeiere separat. Det synes lagt til grunn at aksjeeiere som eier mellom 1/3 og 40 prosent ved lovens ikrafttredelse "per definisjon" ikke tidligere har fremsatt pliktig tilbud, jf. Ot. prp. nr. 34 (2006-2007) s. 448:

"I tredje ledd, annet punktum reguleres enkelte situasjoner hvor det gjøres unntak fra utgangspunktet (som angitt i første punktum) om at bare aksjeerverv som medfører at grensene passerer etter lovens ikrafttredelse utløser reglene om etterfølgende erverv, slik at aksjeeiere som har passert de aktuelle grensene før lovens ikrafttredelse (og som ikke har gitt et pliktig tilbud) også omfattes av reglene om etterfølgende erverv. Dette gjelder for det første aksjeeiere som ved lovens ikrafttredelse eier aksjer som representerer mellom 1/3 og 40 prosent av stemmene i selskapet. Slike aksjeeiere vil ikke måtte fremme et pliktig tilbud ved lovens ikrafttredelse (siden grensen ikke "passeres" etter § 6-1), med mindre de ved aksjeerverv øker sin stemmeandel. I så fall bør reglene om etterfølgende erverv gjelde ..."

Dersom det skulle gjelde unntak fra dette i tilfeller der aksjeeieren inngår i en større konsolidert gruppe som eier over 40 prosent, og dermed har gitt tilbud etter tidligere regler – en situasjon som ikke er upraktisk – burde dette vært presisert særskilt. I mangel av slik presisering er det naturlig å lese bestemmelsens ordlyd og forarbeider på bakgrunn av de etablerte regler for utløsning av tilbudsplikt, jf. over.

Det synes således verken i ordlyd eller forarbeider å være grunnlag for å fritta for tilbudsplikt ved etterfølgende erverv i henhold til overgangsregelen i verdipapirhandeloven § 18-2 tredje ledd, annet punktum nr. 1 for aksjonær eller konsolidert gruppe som eide mellom 1/3 og 40 prosent ved lovens ikrafttredelse som følge av at nærstående tidligere har fremsatt pliktig tilbud under verdipapirhandeloven av 1997.

Hensynet til å unngå omgåelser av tilbudspliktreglene tilsier også en slik løsning. I motsatt fall ville enhver deltager i gruppen uansett størrelse og grad av nærhet til gruppens øvrige deltagere være fritatt fra tilbudsplikt.

Som angitt i pkt. 2, oppsto tilbudsplikten i forbindelse med Remøy-gruppens aksjeerverv 22. og 27. mai 2008. Åge Remøy opplyser at aksjene som ble tegnet i forbindelse med utøvelse av opsjoner 22. mai 2007 ble registrert i Foretaksregisteret 10. juni 2007, mens aksjene som ble ervervet 27. mai 2008 ble registrert på kjøpers verdipapirkonto samme dag, jf. e-post 18. juni 2008. Det utløsende erverv for tilbudsplikten fant således sted senest 27. mai 2008, og tilbudsplikt oppsto således senest denne dato.

4 Konsolidering på grunnlag av forpliktende samarbeid

[...]

4.5 Nedsalgets størrelse

Spørsmålet oppstår dermed om det nedsalget Remøy-gruppen gjennomførte 19. juni 2008 var tilstrekkelig til at tilbudsplikten bortfalt.

Som angitt i pkt. 3 over, eide Remøy-gruppen pr. 1. januar mellom 1/3 og 40 prosent av aksjene i Rem (39,92 prosent), og utløste således tilbudsplikt ved ethvert etterfølgende erverv, jf. verdipapirhandelloven § 18-2 tredje ledd, annet punktum nr. 1.

Det fremkommer av verdipapirhandelloven § 6-9 annet ledd, annet punktum at man ved tilbudsplikt etter § 6-6 kan begrense nedsalget "til de aksjer som er ervervet ved det etterfølgende ervervet".

Dette innebærer at Remøy-gruppen kan begrense nedsalget til det som var nødvendig for å bringe gruppen ned i den opprinnelige eierandelen på 39,92 prosent.

Etter salget til Stig Remøy eide Remøy-gruppen 39,99 prosent av aksjene, jf. pkt. 2 over.

På denne bakgrunn er det nedsalg som er foretatt ikke tilstrekkelig.

Det fremkommer av verdipapirhandelloven § 6-9 at nedsalg skal foretas innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte. Tilbudsplikten inntrådte senest 27. mai 2008, jf. pkt. 3.3 over, og nedsalgsfristen er således oversittet.

Melding om salg kan endres til melding om fremsettelse av tilbud forutsatt at tilbudet fremsettes innen fireukersfristen for pliktig tilbud, jf. verdipapirhandelloven § 6-8, jf. § 6-10 første ledd. Fireukersfristen er nå oversittet, og Remøy-gruppen er således som utgangspunkt forpliktet til å selge seg ned. Det fremkommer imidlertid av Remøy-gruppens melding 11. juni 2008 at man vil "selge seg ned til under 40 %", og det kunne således stilles spørsmål ved om Remøy-gruppen for det ytterligere nedsalg til 39,92 prosent har en alternativ mulighet til å fremsette bud. Børsen legger til grunn at fremsettelse av slikt bud ikke er aktuelt, men påpeker at nedsalgsmeldingen under enhver omstendighet trolig må forstås slik at Remøy-gruppen vil foreta det nedsalg som er nødvendig for å bringe tilbudspliktsituasjonen til opphør, og følgelig at Remøy-gruppen er forpliktet til å selge seg ned (uten alternativ mulighet til å fremsette bud) også for denne del.

Etter verdipapirhandelloven § 6-8 tredje ledd skal børsen treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser dersom det ikke gis melding om tilbud eller nedsalg. Børsen antar denne myndigheten også gjelder der meldingen etter § 6-8 første ledd ikke er fyllestgjørende, slik tilfellet er i herværende sak. Børsen fastsetter på dette grunnlag en frist for nedsalget.

5 Vedtak

På denne bakgrunn fattes slikt vedtak:

Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham skal ikke identifiseres med Stig Remøy og selskaper kontrollert av ham i forbindelse med aksjer i Rem Offshore ASA overdratt mellom partene 19. juni 2008.

Åge Remøy og selskaper kontrollert av ham pålegges å selge seg ned til en eierandel på 39,92 prosent i Rem Offshore ASA. Salget skal foretas så snart som mulig, og senest innen to uker fra dette brevets dato.

Vedtaket kan påklages til børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kap 8. Klagefristen er to uker.

Dersom vedtaket påklages kan klager søke om at vedtakets iverksettelse utsettes i påvente av klagebehandlingen.

Børsen vil offentliggjøre vedtaket med begrunnelsen.

6.3.3 Tilbudspåkt og rettigheter til aksjer (e-post av 30.01.2008)

Vi fikk følgende spørsmål:

I forbindelse med en forespørsel fra klient er vi bedt om å vurdere enkelte forhold rundt Verdipapirforskriften § 6-11 vedrørende likestilling av erverv av rettigheter til aksjer med et aksjeerverv. Bestemmelsen svarer til den gamle verdipapirhandellovens 4-1 fjerde ledd. Vi er oppmerksom på at det pågår et arbeid med forskrift om rettigheter til aksjer, men har behov for børsens veiledning av status per i dag.

I henhold til ordlyden kan "erverv av rett til å bli eier av aksjer" etter vedtak fra børsen bli pålagt tilbudspåkt dersom ervervet "må anses som reelt erverv av aksjene". I noen deler av juridisk teori er det lagt til grunn at f.eks. erverv av in-the-money kan tenkes å bli likestilt med erverv av aksjene under visse forutsetninger, og viser bl.a. til kommentarutgaven til Vphl (1997) på d. 269 hvor det fremgår at "Dersom opsjonspremien er så høy, og innløsningskursen er så lav, at det er åpenbart at erververen kommer til å benytte opsjonen, vil opsjonsavtalen etter en konkret vurdering kunne anses som et reelt erverv"

Så vidt oss bekjent har børsen aldri besluttet at en ren kjøpsopsjon utløser tilbudspåkt under denne regelen. Etter vår oppfatning er det ikke nærliggende at en ren kjøpsopsjon, selv om den er in-the-money skulle utløse tilbudspåkt uten at det foreligger andre forhold som gjør at erververen reelt sett har kontroll over eierrettigheter slik som stemmerett, eller lignende.

Det prinsipielle spørsmålet som er oppstått er hvorvidt det er situasjonen på ervervstidspunktet som er avgjørende eller om etterfølgende utvikling kan ha betydning.

Man tenker seg f.eks. at man kjøper en out of the money opsjon som etter noe tid blir in the money. Dersom opsjonen kan utøves når som helst blir spørsmålet om f.eks. erververen ved ytterligere erverv av f.eks. aksjer vil måtte regne med opsjonene i sin beholdning i forhold til tilbudspåktreglene. For ordens skyld presiserer vi at kjøpet av opsjonene ikke er del av et arrangement hvor man forsøker å hindre oppkjøp ved å sette stemmerettighetene ut av spill eller på annen måte oppnå en større kontroll over stemmene enn det som følger av tilbudspåktsterskelen. Tanken er imidlertid at en eier av aksjene i et børsnotert selskap som ligger nær opp til tilbudspåkten, kan ønske ytterligere finansiell eksponering mot aksjen uten at dette har noen side mot en kontroll over stemmene. Det kan til og med tenkes at den aktuelle aksjonær prinsipielt ikke stemmer for aksjene han eier. Den aktuelle aksjonær vil trolig ikke innløse opsjonen, men på ett eller annet tidspunkt selge den videre for å oppnå den økonomiske gevinsten, uten å utløse tilbudspåkt slik han ville dersom han innløste aksjene.

Etter vår oppfatning taler ordlyden i bestemmelsen mot en slik tolkning, da det klart viser til "erverv av rett til aksjer". Tilbudspåkt er svært inngripende overfor en erverver og det må etter vår oppfatning legges til grunn et krav om klare og forutsigbare regler som grunnlag for at tilbudspåkt skal pålegges. Vi ber således om børsens syn på det prinsipielle spørsmål om hvilket tidspunkt vurderingen av "likestillingen" med aksjer skal skje.

Og ga følgende uttalelse:

Som du påpeker, omfatter ordlyden i verdipapirforskriften § 6-11 kun "erverv" av rett til å bli eier av aksjer. Børsen kan således ikke se at det foreligger hjemmel til å pålegge tilbudspåkt dersom forskriftens vilkår ikke var oppfylt på ervervstidspunktet.

For ordens skyld understrekes imidlertid at endringer i opsjonsavtalen kan anses som et reelt erverv av de underliggende aksjene, jf. Vedtak og uttalelser 2002 s. 85 (på s. 86). Videre påpeker jeg at spørsmålet om inngåelse av en opsjonsavtale er å anse som et reelt erverv av aksjene må vurderes konkret, og at det hverken er en nødvendig eller tilstrekkelig betingelse at opsjonen er in-the-money på ervervstidspunktet.

6.3.4 Tilbudspålikt – konsolidering i konsern – børsens skjønn (e-post av 14.01.2008)

Spørsmål:

1. Kort om sakens bakgrunn:

Vi representerer en større internasjonal investeringsbank. Investeringsbankens private equity-enhet har blitt invitert til å delta i et konsortium som vurderer å fremme et frivillig tilbud på aksjer i et selskap notert på Oslo Børs. Dersom tilbudet blir akseptert, vil reglene om pliktig tilbud kunne bli utløst. Som diskutert på telefonen, reiser dette særlige spørsmål knyttet til reglene om konsolidering og tilbudspris.

Investeringsbanken og/eller andre enheter (typisk forvaltningsselskaper for fond og verdipapirforetak) tilknyttet investeringsbanken vil på regelmessig grunnlag erverve aksjer i noterte aksjer på Oslo Børs, herunder i det aktuelle målselskapet. Slikt erverv kan både skje for bankens/tilknyttede enheters egen regning, eller for kunders regning. Etter omstendighetene vil slikt erverv kunne ha skjedd de siste seks måneder forut for ervervet (eller skje før tilbudet blir offentliggjort) til en høyere pris enn den prisen som konsortiet har til hensikt å tilby. Det foreligger imidlertid fullstendige "kinesiske vegger" mellom investeringsbanken/tilknyttede enheter og private equity-enheten som nå vurderer å delta i konsortiet, jf også nærmere nedenfor.

2. Nærmere om tilbudsmyndighetens kompetanse etter vphl. § 6-5 annet ledd, jf § 6-8 tredje ledd

I det følgende legges det til grunn at "reglene om tilbudspålikt" i vphl. § 6-5 første ledd også omfatter reglene om tilbudspris i vphl. § 6-10 fjerde ledd, uten at vi har tatt stilling til om dette er en riktig tolkning av bestemmelsen.

De enheter i investeringsbanken som kan ha ervervet aksjer i målselskapet er etter det vi har fått opplyst fra vår klient selskaper innen samme konsern som bankens private equity-enhet, og således å anse som nærstående i hht. vphl. § 2-5 nr. 3. Det spørsmål vi i denne omgang ønsker at Oslo Børs vurderer, er om tilbudsmyndigheten (dvs Oslo Børs) vil kunne avgjøre at det likevel ikke skal foretas identifikasjon som nevnt i vphl. § 6-5 første ledd, jf. vphl. § 6-5 annet ledd og/eller vphl. § 6-8 tredje ledd.

Ordlyden i vphl. § 6-5 annet ledd er åpen, i den forstand at tilbudsmyndigheten "avgjør" om det skal foretas identifikasjon som nevnt i bestemmelsens første ledd. Reelle hensyn taler også for at tilbudsmyndigheten bør ha en viss grad av fleksibilitet med hensyn til å avgjøre om det skal foretas identifikasjon i en konkret sak, uavhengig av om grunnlaget for konsolidering er basert på eiermessig tilknytning som nevnt i vphl. § 2-5 nr. 3 og 4 eller forpliktende samarbeid som nevnt i nr. 5. Dette er for så vidt illustrert i foreliggende sak, hvor tilbyder (som følge av "kinesiske vegger") ikke vil ha noen mulighet til å påvirke de investeringsbeslutningene som foretas i investeringsbanken og/eller tilknyttede virksomheter. Det vil heller ikke innen gruppen kunne gis noen form for informasjon om tilbyders planlagte eller gjennomførte erverv i større utstrekning enn det som gis til markedet for øvrig. I motsetning til hva som gjelder "uregulerte" konsern og selskapsgrupper, vil det altså foreligge lovpålagte og (normalt) straffesanksjonerte regler som er til hinder for at informasjon om ervervet tilflyter andre enheter i gruppen. Det bør således ikke legges til grunn en generell presumpsjon om at "formell" konsolidering etter vphl. § 2-5 nr. 3 og 4 - som følge av bestemmelsene om konsolidering i forhold til "reglene om tilbudspålikt" (§ 6-5 første ledd) - bør ha virkning for den pris erverver må betale i henhold til vphl. § 6-10 fjerde ledd. Etter vår vurdering bør tilbudsmyndigheten anses å ha hjemmel til å foreta en mer konkret vurdering av forholdet med hjemmel i vphl. § 6-5 annet ledd. Et alternativ hjemmelsgrunnlag kan også være vphl. § 6-8 tredje ledd.

Svar:

Det er opplyst at private equity-enheten i en større internasjonal investeringsbank har blitt invitert til å delta i et konsortium som vurderer å fremme et frivillig tilbud på aksjer i et selskap notert på Oslo Børs.

Spørsmålet vi er forelagt, er om Oslo Børs i medhold av verdipapirhandelloven § 6-5 annet ledd og/eller § 6-8 tredje ledd kan beslutte at investeringsbanken og/eller andre enheter tilknyttet investeringsbanken (forvaltningsselskaper for fond, verdipapirforetak) ikke skal konsolideres med bankens private equity-enhet i relasjon til tilbudsplikten (verdipapirhandelloven § 6-5 første ledd), eventuelt slik at vederlag enheter som nevnt har betalt eller avtalt for aksjer i målselskapet ikke skal hensyntas ved fastsettelse av den tilbudspris private equity-enheten eller andre deltagere i konsortiet skal betale etter verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd.

Verdipapirhandelloven § 6-5 annet ledd, første punktum lyder:

"Tilbudsmyndigheten avgjør om det skal foretas identifikasjon etter første ledd."

Verdipapirhandelloven § 6-8 tredje ledd lyder:

"Dersom det ikke gis melding etter første ledd, eller tilbudsplikten på annen måte bestrides, skal tilbudsmyndigheten treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser."

Oslo Børs forstår hjemlene slik at børsen kan treffe vedtak om anvendelsen av verdipapirhandellovens konsolideringsregler mv. på konkrete saker. Børsen antar imidlertid at bestemmelsene ikke hjemler noen skjønnsmessig adgang til å foreta formålsbaserte fortolkninger utenfor de rammer ordlyden oppstiller, jf. tilsvarende i Bechmann, Bergo m.fl, Verdipapirhandelloven kommentarutgave s. 309 (vedr. verdipapirhandelloven av 1997 § 4-8 annet ledd). Det er opplyst at de aktuelle enheter i investeringsbanken er selskaper innen samme konsern som private equity-enheten, og således å anse som nærstående etter verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 3. Børsen kan dermed ikke se at det foreligger hjemmelsgrunnlag for å frita fra konsolidering etter verdipapirhandelloven § 6-5 første ledd, heller ikke når det gjelder beregning av tilbudspris.

6.3.5 Vphi § 6-8 (1) gjentatt tilbudsplikt (e-post 16.01.2008)

Aksjer som kjøpes i markedet under det pliktige tilbudets tilbudsperiode anses å skje "i tilknytning til fremsettelse av pliktig tilbud etter § 6-1". D v s at det ikke utløses noen gjentatt tilbudsplikt av disse kjøpene om man ved det skulle passere en ny tilbudspliktsgrense.

Kjøper de til høyere priser gjelder naturligvis reglene om nytt tilbud p g a høyere priser.

6.3.6 Bortfall av konsolideringsgrunnlag (e-post av 23.01.2008)

Det vises til din e-post 15. januar 2008.

Spørsmål om betydning for tilbudsplikten av at konsolideringsgrunnlag bortfaller er omtalt i Vedtak og uttalelser 2003 s. 137. I korthet var børsens vurdering at bortfall av konsolidering også medfører at tilbudsplikten bortfaller. Synspunktene antas å ha relevans også under gjeldende regler. Forutsetningen er at melding om tilbud etter verdipapirhandelloven § 6-8 ikke er fremsatt før konsolideringsgrunnlaget bortfaller.

Dersom den særskilte situasjon skulle foreligge at konsolideringssituasjonen og således grunnlaget for tilbudsplikten bortfaller etter at fireukersfristen for å selge seg ned igjen etter § 6-9 er utløpt, er det imidlertid noe mer usikkert, særlig i lys av børsklagenemndens sak 6/2006 Eastern Drilling.

Loven synes å angi at tilbudsplikten inntre selv om det ikke gis melding iht. § 6-8 første ledd, og selv om tilbudsmyndigheten ikke har fattet noe vedtak om tilbudsplikt. Utgangspunktet blir trolig derved at der tilbudsplikt utløses, og det ikke foretas noe nedslag og konsolideringsgrunnlaget ikke bortfaller innen den angitte fireukersperioden, skal de resterende aksjonærene gis et ubetinget tilbud, uavhengig av om det er gitt melding eller ei og uavhengig av tilbyders "viten og vilje".

Dersom tilbudsmyndighetens vedtakskompetanse etter verdipapirhandelloven § 6-8 tredje ledd kommer til anvendelse, kan børsen imidlertid gjøre unntak fra dette. Oslo Børs skal som tilbudsmyndighet treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser "dersom det ikke gis melding etter første ledd". Bestemmelsen gir adgang til å fravike utgangspunktet over etter en konkret vurdering.

Forutsetningen for børsens vedtakskompetanse er følgelig at det ikke er gitt melding etter § 6-8 første ledd. Spørsmålet blir om slik melding kan gis etter utløpet av fireukersfristen, eller om evt. meldinger etter dette tidspunkt uansett er for sent fremsatt i forhold til § 6-8 tredje ledd. I sistnevnte tilfelle inntre børsens vedtaksmyndighet uavhengig om den tilbudspliktige på dette tidspunkt skulle gi melding om nedslag eller konsolideringen skulle opphøre. Ved anvendelsen av hjemmelen vil børsen trolig tillate akseptere at bud ikke fremsettes hvor tilbudssituasjonen er avvirket, tilbudsplikten er utløst uforvarende og aksjonærene ikke har noen berettiget forventning om et pliktig tilbud. Dette skjønnet kan imidlertid overprøves fullt ut av børsklagenemnden.

Det kan imidlertid anføres at også en melding om nedslag etter utløpet av fireukersfristen er en "melding etter første ledd", og følgelig at børsen ikke har vedtakskompetanse etter § 6-8 tredje ledd. Meldingsplikten utløses "straks", jf. verdipapirhandelloven § 6-8 første ledd. Selv om "straks" betyr det samme som umiddelbart, forstås det i slike sammenhenger gjerne som at plikten utløses uten ugrunnet opphold. I tilfelle vil det være naturlig at melding må anses som rettidig dersom den tilbudspliktige gir melding så snart han har foranledning til det, dvs er blitt klar over sitt eierskap. I praksis finnes eksempler på at denne tolkningen er lagt til grunn i den forstand at børsen ikke er har truffet noe vedtak etter bestemmelsen hvor den tilbudspliktige gjennom nedslag har avvirket tilbudspliktsituasjonen. Det vises til uttalelser fra Oslo Børs hvor det lagt til grunn at det ikke foreligger sanksjoner for tilbudsmyndigheten dersom en tilbudspliktsituasjon er avvirket, jf. Vedtak og uttalelser 2000 side 75 og Bechmann, Bergo m. fl., Verdipapirhandelloven kommentarutgave side 263. Tilsvarende kan tenkes for bortfall av konsolidering. Dette er imidlertid ikke prøvet gjennom konkrete vedtak verken fra børsen eller børsklagenemnden, og gjennomgang av lovbestemmelsene ovenfor viser at dette ikke er så klart som uttalelsene kan tyde på.

6.3.7 Terminer og tilbudsplikt/tilbudspris (e-post av 14.04.2008)

Vi viser til henvendelse av 8. april som er inntatt nedenfor.

Når det gjelder spørsmål om overføring av aksjer i tråd med terminavtale utløser tilbudsplikt, gjelder den alminnelige regel om at det er overføring av de vesentligste eierbeføyelsene som bestemmer når erverv anses å finne sted. Selv om en terminavtales formål er finansiering er det realiteten som er avgjørende, og den beror på en konkret vurdering. I praksis finnes ett eksempel på at børsen har ansett ervervet for å skje ved inngåelse av terminavtalen, men det finnes også eksempler på det motsatte. Saken som er vedlagt til orientering bygger på en nokså konkret vurdering og gjelder spørsmål om ervervet har skjedd før eller etter børsnotering. Et viktig moment i den saken er at terminkjøper utad har fremstått som eier i opptaksprospektet.

At tilbudsplikt i særskilte tilfeller kan utløses på tidligere stadier etter konsolideringsbestemmelsen eller etter verdipapirforskriften § 6-11 om erverv av rettigheter til aksjer, betyr ikke at de også kan utløses ved den senere overføring av aksjer.

Man kan altså ikke si som en generell regel si at inngåelse av terminavtale alltid utløser tilbudsplikt, eller at gjennomføring av terminavtale aldri vil utløse tilbudsplikt. Men vi mener det ut fra en konkret vurdering at man kan komme til en slikt resultat.

Det synes imidlertid adskillig mer tvilsomt om inngåelsen av den opprinnelige terminavtalen kan anses som avtalt eller betalt etter vphl § 6-10 (4) når avtalene senere rulleres til en annen pris. Helt umiddelbart synes rulleringen å danne et nytt utgangspunkt for prisvurderingen.

For ordens skyld understrekes at disse vurderingene er generelle og foreløpige, og at også børsens endelige vedtak i en sak vil kunne overprøves børsklagenemnden.

6.3.8 Tilbudspliktsbestemmelsene (e-post av 02.10.2008)

Unntak fra gjentatt tilbudsplikt - selskap tatt opp til børsnotering før 1. desember 1997

Vi forstår det slik at spørsmålet er om en aksjonær som eide mer enn 45 prosent av aksjene i et børsnotert selskap på det tidspunkt verdipapirhandelloven av 1997 trådte i kraft (1. desember 1997) og dermed var unntatt fra gjentatt tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven av 1997 § 4-6 annet ledd nr. 1 vil være unntatt fra gjentatt tilbudsplikt etter gjeldende verdipapirhandellov § 6-6 første ledd (ved passering av 50 prosentgrensen), jf. overgangsregelen i verdipapirhandelloven § 18-2 annet ledd.

Unntaket fra gjentatt tilbudsplikt gjelder etter ordlyden i overgangsregelen kun for investorer som var omfattet av unntaket i verdipapirhandelloven av 1997 § 4-6 annet ledd nr. 2 ("ved opptak til børsnotering eier mer enn 40 prosent av aksjene i selskapet"), og som etter børsnotering uavbrutt har eid aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene.

Tre tolkningsalternativer er etter det børsen kan se prinsipielt sett mulig:

(1) Vedkommende er fritatt for gjentatt tilbudsplikt.

(2) Vedkommende er fritatt for gjentatt tilbudsplikt dersom vedkommende eide mer enn 40 prosent av aksjene i selskapet ved opptak til børsnotering og uavbrutt har gjort dette siden.

(3) Vedkommende er ikke fritatt for gjentatt tilbudsplikt.

Etter ordlyden i verdipapirhandelloven § 18-2 annet ledd er det ikke grunnlag for å unnta fra gjentatt tilbudsplikt aksjonærer som var omfattet av unntaket i verdipapirhandelloven av 1997 § 4-6 annet ledd nr. 1. Tolkningsalternativ (1) må således være utelukket.

Ordlyden kan imidlertid ikke sees å stå i veien for tolkningsalternativ (2). Unntaket for aksjonærer som eide over 40 prosent ved børsnotering i verdipapirhandelloven av 1997 § 4-6 annet ledd nr. 2 var riktignok forstått slik at det kun omfattet selskaper som ble tatt opp til børsnotering etter lovens ikrafttredelse. Dette fremkommer imidlertid ikke av ordlyden, og kan neppe være avgjørende ved fortolkningen av overgangsbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 18-2 annet ledd. I forarbeidene heter det (Ot. prp. nr. 34 (2006-2007) s. 447):

"For slike aksjeeiere [som var omfattet av verdipapirhandelloven av 1997 § 4-6 annet ledd nr. 2] 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 rettsituasjon 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."

Disse hensyn synes å gjøre seg gjeldende uavhengig av om selskapet ble tatt opp til børsnotering før eller etter ikrafttredelsen av verdipapirhandelloven av 1997, og forarbeidene gir ikke anvisning på noen begrensning i så måte. At unntaket er ment generelt finner også en viss støtte i forarbeidene på s. 448, der det henvises til at det er behov for unntak fra reglene om etterfølgende erverv for aksjonærer som tidligere nøt godt av unntaket i verdipapirhandelloven av 1997 § 4-6 annet ledd.

På denne bakgrunn antar Oslo Børs at unntaket fra gjentatt tilbudsplikt oppstilt i verdipapirhandelloven § 18-2 annet ledd gjelder uavhengig av om selskapet ble tatt opp til børsnotering før eller etter 1. desember 1997. Det synes ikke å være grunnlag for å begrense unntaket til tilfeller der aksjonæren eide 45 prosent av (de stemmeberettigede) aksjene på dette tidspunkt. For ordens skyld minnes imidlertid om regelen om tilbudsplikt ved ethvert etterfølgende erverv for aksjonærer som pr. 1. desember 1997 eide mellom 40 og 45 prosent, jf. verdipapirhandelloven § 18-2 tredje ledd nr. 3.

Tilbudsplikt ved etterfølgende erverv

Videre stilles det spørsmål om verdipapirhandelloven § 6-6 annet ledd (tilbudsplikt ved ethvert etterfølgende erverv) bare får anvendelse hvor grensene passeres mens selskapet er notert, og om overgangsreglene i verdipapirhandelloven § 18-2 tredje ledd bare får anvendelse på selskaper som var notert da loven trådte i kraft.

Det kan etter børsens oppfatning ikke være tvilsomt at tilbudsplikt ved etterfølgende erverv kun får anvendelse hvor grensene passeres mens selskapet er notert, jf. forutsetningen i Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 447. Det kan heller ikke være tvilsomt at overgangsreglene i verdipapirhandelloven § 18-2 tredje ledd kun omfatter selskaper som var notert da loven trådte i kraft.

6.3.9 Golden Ocean (e-post av 07.01.2008)

Vi kan bekrefte vår oppfatning av at det i tilfelle som nevnt utløses tilbudsplikt ved etterfølgende erverv som følge av overgangsregelen i verdipapirhandelloven § 18-2 (3) alternativ nr 1 bare dersom dette etterfølgende ervervet "øker stemmeandelen", jf. § 6-6 (2). Det vil si at det kan erverves aksjer uten at det utløses tilbudsplikt så lenge dette skjer samtidig med en tilsvarende utvanning. Nedsalgsplikten vil da gjelde de aksjer som overstiger stemmeandelen.

Et nedsalg må trolig gjøres tidligst i forbindelse med det ervervet som utløser tilbudsplikten. Dersom salget gjennomføres før ervervet risikerer aksjonæren at det etter salget anses etablert et nytt utgangspunkt for hva som anses som etterfølgende erverv. Vi antar dette ikke er til hinder for at det inngås salgsvtale før opsjonsinnløsningen dersom salget gjennomføres tidligst samtidig.

6.3.10 Tilbudsplikt – undergruppe av konsolidert gruppe

Innledning

I tilknytning til gjennomgang av frivillig tilbudsdokument fra Odfjell Capital Ltd. (Capital) Til aksjonærene i Odfjell Invest Ltd (Odfjell), er det fra børsens side reist spørsmål ved om tilbyder og en eller flere nærstående til tilbyder er i en pliktig tilbudssituasjon.

Capital sammen med nærstående eier og har eid siden noteringen av Odfjell over 40% av aksjene i Odfjell. Det er fire selskaper (Capital, Odfjell Drilling Ltd, Odfjell Offshore Rig Invest Ltd, ASEO AS) som inngår i den konsoliderte gruppe og ingen av de nærstående eier eller har eid over 1/3 av aksjene. Den 5. februar ble det sendt melding hvor det fremkom at Capital ville fremme et frivillig tilbud til alle aksjonærer i Odfjell med unntak for selskaper som inngikk i den konsoliderte gruppen. Flere av selskapene i den konsoliderte gruppen har ervervet aksjer etter dette tidspunkt. Problemstillingen er aktualisert som følge av at det 1. januar ble innført nye og flere tilbudsplikt grenser.

Nærmere om saken og de faktiske forhold

Det er gitt en forklaring på Capitals vurdering av om de erverv som har funnet sted utløser tilbudsplikt fra selskapets advokat:

"Jeg viser til vår telefonsamtale i går vedrørende spørsmålet om Odfjell Capital og evt. andre selskaper i Odfjell Group (ref. definisjon i utkast til tilbudsdokument) kan hevdes å ha utløst pliktig tilbud som følge av de erverv som er gjort i markedet etter annonsering av det frivillige tilbud den 5. ds.

Som redegjort for i svarene fra DnB NOR Markets til de ulike kommentarer fra Oslo Børs til tilbudsdokumentet, har Odfjell Capital og Odfjell Group antatt at pliktig tilbud ikke er utløst som følge av de omtalte etterfølgende erverv. Begrunnelsen har vært at ingen av de enkelte gruppemedlemmer har passert tilbudspliktgrensen, og fordi gruppen samlet sett er fritatt, ref. vphl. `s overgangsbestemmelser.

Riktignok har vi vært oppmerksom på " sub-gruppe " problematikken , ref. vphl. § 6-1 (6) , men har antatt at denne bør fortolkes i samsvar med blant annet flaggingsreglene , som neppe omfatter aktuelle " sub-grupper " som i Odfjell Group . Dertil har vi antatt at tilbudsplikt, som er en tyngende lovpålagt plikt , krever klar hjemmel . " Sub- gruppe " problematikken ved erverv fra tredjeparter (utenfor gruppen) synes for uavklart , og kan gi for mange tilfeldige og ikke minst uoversiktlige utslag , til at tilbudsplikt inntreffer etter § 6-1 (6) .

Det er fortsatt Odfjell Capital og Odfjell Group `s standpunkt at tilbudsplikt neppe er utløst. Dersom imidlertid administrasjonen ved Oslo Børs skulle opprettholde det foreløpige standpunkt som ble formidlet i går, at tilbudsplikt synes utløst ved de omtalte etterfølgende erverv , så vil Odfjell Capital og Odfjell Group uten prejudice legge et slikt standpunkt til grunn for den videre oppkjøpsprosess, uten å bringe saken inn før børsstyret eller andre klageorgan .

Vi anmoder derfor om tilbakemelding på om Oslo Børs , basert på de opplysninger som er gitt fra DnB NOR Markets og som forøvrig er tilgjengelig for børsen , opprettholder at tilbudsplikt er utløst . For tilfellet av slik bekreftelse, vil DnB NOR Markets i løpet av dagen oversende utkast til pliktig tilbudsdokument. Vi tillater oss i så fall å anmode om at godkjennelsesprosessen for det evt. pliktige tilbud blir prioritert, slik at tilbudsdokumentet kan sendes til trykking en gang i løpet av mandag 18 . ds. Dersom børsen skulle konkludere med at pliktig tilbud er utløst, vil Odfjell Capital dessuten besørge utsendt ny børs melding som reflekterer dette. Det kan muligens stilles spørsmålstegn ved hva som vil være riktig tidspunkt for slik evt. melding, hvilket vi gjerne diskuterer med børsen."

Børsens vurderinger

Utgangspunktet for børsens vurderinger er at ingen i den konsoliderte gruppen alene har passert en tilbudspliktgrense da ingen alene eier over 1/3 av aksjen i selskapet. Videre har børsen fått opplyst at den konsoliderte gruppen eide på tidspunkt for annonsering av det frivillige tilbudet ca. 50,82 % av aksjene og har siden noteringen kontinuerlig vært over 40%. Den konsoliderte gruppen er ved etterfølgende erverv således omfattet av overgangs- og unntaksbestemmelsen i vphl § 18-1 (2).

Etter 5. februar (annonsering av at det vil fremsettes et frivillig tilbud) har flere av selskapene i den konsoliderte gruppe kjøpt aksjer. Spørsmålet er derfor om (i) Capital sammen med en eller flere, men ikke alle, i den konsoliderte gruppe har passert en tilbudspliktgrense, og (ii) om dette utløser tilbudsplikt gitt at det ikke har skjedd endringer mht den konsoliderte gruppe.

Basert på de opplysninger som er gitt har Capital etter 5. februar ervervet aksjer i Odfjell som har medført at Capital sammen med Odfjell Drilling har passert tilbudspliktsgrensen

på 1/3, jfr vphl. § 6-1 (1). Det kan ikke utelukkes at det også kan ha forekommet flere andre erverv som også har medført at en av grensene er overskredet.

Når det gjelder spørsmål (ii) følger det av hovedregelen i vphl. § 6-1, at tilbudsplikt vil inntre ved ethvert erverv som medfører at kjøper sammen med en eller flere konsoliderte parter overskrider en tilbudspliktgrense, jfr vphl. § 6-5. Dersom ervervet skjer fra en part som kjøperen er konsolidert med, kan børsen imidlertid gi unntak etter vphl. 6-2 (3). Tilsvarende unntak finnes ikke ved eksterne erverv, og hovedreglen vil således komme til anvendelse.

Tilsvarende forståelse av tilbudspliktreglene gjaldt også etter tidligere verdipapirhandellov av 1997 kap. 4, og det vises i den forbindelse til Bechmann mfl. og kommentarene til vphl. § 4-6 om etterfølgende erverv (s. 299):

"Børsen konkluderte her med at det ikke forelå grunnlag for å tolke § 4-1 innskrenkende slik at 4-6 annet ledd nr. 1 gjør unntak fra tilbudsplikten også der hvor en av de konsoliderte parter alene, eller to eller flere av de konsoliderte parter overskrider tilbudspliktgrensen i § 4-1 ved et eksternt erverv. Foruten lovens ordlyd og forarbeider la børsen vekt på at minoritetsaksjonærene i selskapet kom i en ny og mer utsatt posisjon ved at en eller flere av gruppens aksjonærer passerte tilbudspliktgrensen på 40 %, samt at det meget vel kan være betalt en betydelig kontrollpremie ved slike erverv."

Det kan imidlertid reises spørsmål ved om det forhold at Capital er og hele tiden har vært en del av den samme konsoliderte gruppen som samlet sett er omfattet av unntaksbestemmelsen i § 18-1(2) har betydning for vurderingen. Unntaksbestemmelsen i vphl. § 18-1 (2) gjelder for den enkelte aksjonær og den enkelte gruppe. Men det at en gruppe er unntatt, unntar ikke den enkelte aksjonær eller andre grupper. Dette gjelder uavhengig av grunnlaget for konsolidering.

På denne bakgrunn mener børsen at Capital allerede er i en pliktig tilbudssituasjon da det har passert tilbudspliktgrensen på 1/3, jfr vphl. § 6-1 sammen med en av de øvrige selskapene i den konsoliderte gruppen. Dette innebærer at meldeplikten etter vphl. 6-8 (1) er inntrådt hvoretter den tilbudspliktige skal melde om det fremmes tilbud eller foretas nedsalg.

6.4 UNNTAK FRA TILBUDSPLIKT – BØRSENS VEDTAKSKOMPETANSE

6.4.1 Spørsmål om tilbudsplikt ved konserninterne fusjoner (e-post av 06.05.2008)

Du reiser spørsmål om tilbudsplikt utløses ved fusjon av heleid datter B AS inn i mor A ASA da begge disse selskapene eier aksjer i et børsnotert selskap C og vil passere terskelen for tilbudsplikt etter overdragelsen.

Det følger av verdipapirhandelloven § 6-1 sjettede ledd at tilbudsplikt utløses ved konserninterne overdragelser når "erhververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen". Verdipapirhandelloven § 6-1 (6) er, som du nevner, i hovedsak en videreføring av verdipapirhandelloven 1997 § 4-2 annet ledd, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) kapittel 33 (merknader til § 6-1 sjettede ledd) og NOU 2005:17 pkt. 16.1, jf. pkt. 5.4. Det er inntatt en ny bestemmelse i verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd hvoretter børsen i særlige tilfeller kan gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, jf. § 6-1 sjettede ledd.

Overføringer innen konsoliderte grupper, for eksempel til et heleid datterselskap, innebærer normalt ikke et kontrollskifte, se NOU 2005: 17 s. 26 med videre henvisninger til NOU 1996: 2 s. 116. Børsen har tidligere lagt dette til grunn som innskrenkende tolkning av tilbudspliktreglene, og har antatt at tilbudsplikt som hovedregel ikke utløses

ved overdragelser fra aksjeeieren til dennes heleide selskap der den vesentligste virksomheten er en annen enn å eie de noterte aksjene, jf. Vedtak og Uttalelser 1999 s. 68-69, med forbehold for at overføringen fremstår som en del av et arrangement for omgåelse av tilbudsplikt i forbindelse med et reelt kontrollskifte.

Denne innskrenkende tolkningen er nå erstattet av en adgang for tilbudsmyndigheten til å gjøre unntak fra tilbudsplikten ved overdragelser innen konsoliderte grupper, jf. verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd. Skjønnstemaet for dispensasjonsvurderingen er skissert i NOU 2005: 17 pkt. 5.4, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 367. I forarbeidene uttales bl.a. at tilbudsplikt normalt ikke bør inntre ved overføring av aksjer til et heleid datterselskap opprettet for dette formål. Tilbudsmyndigheten kan i tråd med alminnelige forvaltningsrettslige regler sette vilkår for slikt unntak.

I den foreliggende fusjonssituasjonen, antas det derfor at fusjonen tilsier konsolidering av aksjeinnehavet og at tilbudsplikt utløses. Det vil altså si at fusjonen i dette tilfellet anses som et "erverv", jf. vphl. § 6-1. Det vil i så fall kunne søkes dispensasjon fra tilbudsreglene, jf. vphl. § 6-2 tredje ledd.

For ordens skyld understrekes som vanlig at disse vurderingene er generelle og foreløpige, og at børsens endelige vedtak vil kunne overprøves av børsklagenemnden.

6.4.2 Exemption from mandatory bid obligation (brev av 23.04.2008)

Reference is made to letter from Wikborg, Rein & Co ("the Letter") dated 18 April 2008 where Luxor Capital Group, LP ("Luxor"), on behalf of two funds to be established, applies for an exemption from the mandatory bid obligation in the Securities Trading Act ("STA") Section 6-2 (3). Parts of the Letter have been elaborated in a separate letter dated 23 April 2008.

In brief Oslo Børs understands the Letter as follows: several funds being managed by Luxor together hold more than 33 % of the shares in the listed companies Sevan Marine ASA ("Sevan") and Blom ASA ("Blom"). The funds and Luxor are to be regarded as close associates, ref. STA Sections 6-5 and 2-5, and an internal transfer of shares within the group, triggers the duty to make a mandatory bid pursuant to STA Section 6-1 (6). In the transactions described in the Letter's Clause 2.1, it is envisaged to establish two new affiliated funds and transfer parts of the existing funds' shareholdings in Sevan and Blom to these new funds. The exact number of shares to be transferred has not yet been decided, but the best current estimate is that ca. 200,000 shares in Sevan (ca. 0, 1% of the share capital) and ca. 250,000 shares in Blom (ca. 0, 6 % of the share capital) will be acquired by the new funds. No shares will be acquired from any party outside the group.

Based on the above, and given that the estimates given in the Letter's Clause 2.1 are not deviated in a material way and the transactions do not entail a change of control in Sevan or Blom, Oslo Børs hereby grants an exemption from the mandatory bid obligation pursuant to STA Section 6-2 (3). The exemption only covers the transactions described the Letter's Clause 2.1, not future acquisitions made by group members.

This decision will be made public and Oslo Børs may, in accordance with the Administration Act, change or alter the decision based on a complaint presented by a party with a legal interest in the matter.

6.4.3 Solstad Offshore – Unntak fra tilbudsplikt ved intern omorganisering (brev av 07.11.2008)

Det vises til brev 29. oktober 2008 med spørsmål om tilbudsplikt ved intern omorganisering i Solstad Offshore. Det søkes om unntak fra tilbudsplikt på grunnlag av at en av transaksjonene innebærer konsernintern overføring, jf. verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd.

På bakgrunn av det opplyste har børsen lagt følgende faktum til grunn:

Som ledd i intern omorganisering av Solstad-familiens aksjeeie i Solstad Offshore ASA ("SOFF"), er en aksjepost på 4,93 % i SOFF tenkt overført mellom selskaper i Solstad Trading AS` konsernet.

Solstad Trading AS eier i dag 36,80 % i SOFF. Solstad Trading AS er eid 60 % av Ivan AS, et selskap eid av Johannes Solstad, hans ektefelle og barn hvorav ingen er mindreårige, og 40 % av Gams Holding AS, et selskap eid av Per Gunnar Solstad, hans ektefelle og barn hvorav ingen er mindreårige.

Soff Invest I AS eier 4,93 % av aksjene i SOFF, og Soff Invest I AS er eid 81,59 % av Solhav Invest III AS og 18,41 % av Solhav Invest IV AS. Solhav Invest III AS eies 100 % av Solstad Invest AS. Både sistnevnte selskap og Solhav Invest IV AS eies 100 % av Solstad Trading AS.

Aksjeposten på 4,93 % i SOFF er planlagt overført fra Soff Invest I AS til Solhav Invest III AS gjennom at Soff Invest I AS innfusjoneres i Solhav Invest III AS. Ved fusjonen vil Solhav Invest IV AS få oppgjør ved vederlagsaksjer i Solhav Invest III som tilsvarer 24,8 %.

Følgende transaksjoner er planlagt:

1. Soff Invest I AS innfusjoneres i Solhav Invest III AS, og Solhav Invest III AS erverver derved en aksjepost på 4,93 % i SOFF. Solhav Invest IV AS mottar vederlagsaksjer i Solhav Invest III AS, og blir eier av 24,8 % av aksjene i Solhav Invest III AS. Eierandelen til Solstad Invest AS blir ved fusjonen redusert fra 100 % til 75,2 %.
2. Deretter fusjoneres Solhav Invest IV AS inn i morselskapet Solstad Trading AS. Solstad Trading AS blir derved eier av 24,8 % av aksjene i Solhav Invest III AS.

Søker antar at transaksjonen i pkt. 1 utløser tilbudsplikt for Soff Holding AS, jf. verdipapirhandelloven § 6-6, jf. § 6-5. Det søkes om unntak fra tilbudsplikt for Soff Holding AS etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd, ettersom ervervet skjer fra et selskap som Soff Holding AS er identifisert med etter § 6-5. Det vises til at overføringen skjer mellom selskaper under samme kontroll, og utelukkende med det formål å forenkle selskapsstrukturen.

Videre antar søker at transaksjonen i pkt. 2 ikke utløser tilbudsplikt.

Børsens vurdering:

Børsen viser til at Solhav Invest III AS og Soff Invest I AS via Solstad Invest AS eies 100 % av Solstad Trading AS. Fusjonen mellom Soff Invest I AS og Solhav Invest III beskrevet i pkt. 1 ovenfor, innebærer at aksjeposten i SOFF på 4,93 % overføres til Solhav Invest III. På konsolidert grunnlag blir den sammenlagte aksjeposten i SOFF 41,73 %.

I utgangspunktet utløses tilbudsplikt for Soff Holding AS/Solhav Invest III for passeringen av 40 % terskelen etter reglene om gjentatt tilbudsplikt i verdipapirhandelloven § 6-6 første ledd.

Børsen kan etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudspikten ved overføringer innen konsolidert gruppe. Det fremgår av Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 367 at 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. Adgangen til å gjøre unntak fra

tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd ble innført fra 1. januar 2008. Før denne tid har børsen lagt til grunn en innskrenkende tolkning av tilbudspliktreglene ved enkelte konserninterne overføringer. Børsen har i praksis akseptert at overdragelse av en aksjepost til heleid datterselskap ikke utløser tilbudsplikt da en slik overdragelse ikke innebærer noe kontrollskifte.

Børsen viser til at de underliggende fusjonene i dette tilfellet utløser tilbudsplikten skjer mellom heleide datterselskaper i samme konsern. Børsen kan ikke se at transaksjonene fra et datterselskap til et annet medfører et kontrollskifte. På denne bakgrunn innvilger børsen unntak fra tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd.

Børsen antar i likhet med søker at transaksjonen beskrevet i pkt. 2 ovenfor ikke utløser tilbudsplikt.

Vedtaket gjøres offentlig tilgjengelig etter nærmere avtale senest når transaksjonene gjennomføres.

6.4.4 Solstad Offshore ASA - spørsmål om tilbudsplikt ved intern omorganisering (brev av 16.09.2008)

Det vises til Deres brev 27. august og epost 8. september 2008 med spørsmål om planlagte transaksjoner utløser tilbudsplikt. Videre søkes det om unntak fra tilbudsplikt på grunnlag av at en av transaksjonene innebærer konsernintern overføring, jf. verdipapirhandelloven § 6-2 (3).

På bakgrunn av det opplyste har børsen lagt til grunn følgende faktum:

Som ledd i intern omorganisering av Solstad-familiens aksjeeie i Solstad Offshore ASA ("SOFF") er en aksjepost på 4,93% i SOFF tenkt overført mellom to datterselskaper i Solstad Trading AS' konsernet. Solstad Trading AS er eid 60 % av Ivan AS, et selskap eid av Johannes Solstad, hans ektefelle og barn hvorav ingen er mindreårige og 40% av Gams Holding AS, et selskap eid av Per Gunnar Solstad, hans ektefelle og barn hvorav ingen er mindreårige.

Aksjeposten på 4,93% i SOFF eies av Soff Invest I AS, som er eid av Solstad Trading AS med 74,33%, fordelt på 55,92% på det heleide datterdatterselskapet Solhav Invest III AS og 18,41 % på det heleide datterselskapet Solhav Invest IV AS. De øvrige aksjene i Soff Invest I AS eies av selskaper eid av Johannes Solstad med familie (totalt 19,94%) og av selskaper eid av Per Gunnar Solstad med familie (totalt 5,74%).

Aksjeposten på 4,93% i SOFF er planlagt overført til Soff Holding AS, som er søsterselskap til Solhav Invest III AS, og 100% eid av Solstad Trading AS, delvis direkte og delvis gjennom Solhav Invest AS, et annet heleid datterselskap til Solstad Trading AS. Soff Holding AS eier fra før av 36,80% av aksjene i SOFF. Soff Holding AS har ingen virksomhet utover å eie aksjer i SOFF.

Følgende transaksjoner planlagt:

1. Solhav Invest III AS erverver samtlige aksjer i Soff Invest I AS og derved øke eierandelen fra 55,93% til 100%.
2. Soff Holding AS erverver aksjeposten på 4,93% i SOFF fra Soff Invest I AS.
3. Deretter oppløses Soff Invest I AS, Solhav Invest III AS og Solhav Invest IV AS.

Det anmodes for det første om børsens synspunkt på om transaksjonene under pkt. 1 vil utløse tilbudsplikt.

Børsens vurdering:

Solhav Invest III AS eier i dag 55,93 % av aksjene i Soff Invest I AS og har således kontroll over dette selskapet. Erverv av resterende aksjer i Soff Invest I AS fra Solhav Invest IV AS, selskaper eid av Johannes Solstad med familie og selskaper eid av Per Gunnar Solstad med familie utgjør ikke et indirekte erverv etter verdipapirhandelloven § 6-1 (2), og ervervet utløser derfor ikke tilbudsplikt. Børsen forutsetter at alle aksjer Soff Invest I AS har lik stemmerett og at det ikke foreligger aksjonæravtaler som avviker fra prinsippet om én aksje én stemme.

Det søkes også om unntak fra tilbudsplikten etter verdipapirhandelloven § 6-2 (3) for den konserninterne overføringen av aksjeposten på 4,93% i SOFF, jf. pkt 2.

Børsens vurdering:

Denne overføringen vil innebære at Soff Holding AS øker sin beholdning fra 36,80% til 41,73% av aksjene i SOFF. Denne transaksjonen utløser i utgangspunktet tilbudsplikt for passering av 40 % terskelen etter reglene om gjentatt tilbudsplikt i verdipapirhandelloven § 6-6 (1). Som nevnt over erverver Soff Holding AS aksjeposten på 4,93% i SOFF fra Soff Invest I AS, som er selskap i samme konsern.

Børsen kan etter verdipapirhandelloven § 6-2 (3) i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved overføringer innen konsolidert gruppe. Det fremgår av Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 367 at 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. Adgangen til å gjøre unntak fra tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-2 (3) ble innført fra 1. januar 2008. Før denne tid har børsen lagt til grunn en innskrenkende tolkning av tilbudspliktreglene ved enkelte konserninterne overføringer. Børsen har i praksis akseptert at overdragelse av en aksjepost til heleid datterselskap ikke utløser tilbudsplikt da en slik overdragelse ikke innebærer noe kontrollskifte.

Forutsatt at Soff Invest III AS erverver samtlige aksjer i Soff Invest I AS før aksjeposten på 4,93% i SOFF overføres fra Soff Invest I AS til Soff Holding AS, innebærer transaksjonene at det skjer en overføring mellom to heleide datterselskaper i samme konsern. Børsen kan ikke se at en overdragelse fra et datterselskap til et annet datterselskap, som i dette tilfellet, medfører et kontrollskifte. Børsen kan heller ikke se at Soff Invest III AS' forutgående erverv av resterende aksjer i Soff Invest I AS utgjør et ledd i en kjede transaksjoner som utgjør et kontrollskifte. På denne bakgrunn innvilger børsen unntak fra tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-2 (3).

Vedtaket gjøres offentlig tilgjengelig etter nærmere avtale seneste når transaksjonen gjennomføres.

6.4.5 Exemption from Norwegian rules on takeover bids. Secondary listing (brev av 03.06.2008)

Reference is made to letter from Wiersholm, Melbye & Bech dated 28 May 2008, where Royal Caribbean Cruises Ltd. ("RCCL") applies for an exemption from all provisions regulating voluntary and mandatory takeover bids in Chapter 6 of the Norwegian Securities Trading Act, cf. Section 6-23, third paragraph.

Based on the information given in the abovementioned letter and the guidelines in Circular No 11/2007, Oslo Børs hereby grants RCCL an exemption from all provisions regulating voluntary and mandatory takeover bids in Chapter 6 of the Norwegian Securities Trading Act, cf. Section 6-23, third paragraph, cf. Section 6-4. Oslo Børs has particularly emphasized that the company is a non-EU/EEA issuer with its primary listing in New York Stock Exchange and a secondary listing in Oslo Stock Exchange, and that its registered office is not in EU/EEA. The exemption is given provided that those

presumptions are not altered. The exemption covers takeover-situations in relation to transactions subsequent to the date of this letter.

Oslo Børs requests RCCL to make an announcement of this exemption. Oslo Børs' website will be updated with this information.

6.4.6 Application for exemption from the mandatory bid obligations (brev av 19.11.2008)

Reference is made to your letter of 5 November 2008, where X pursuant to the Securities Trading Act ("STA") section 6-2 (3) applies for exemptions from the mandatory bid obligation in relation acquisition of shares in ASA from certain close associates of X.

In brief Oslo Børs understands the letter as follows:

X owns 30.20 percent of the share capital and votes in ASA. X is considering acquiring up to total 25.22 percent of the shares in ASA from certain close associates in X:

- Up to 644 000 shares from Mr. Brown who is chairman of the board of directors and managing director of X. Further, he owns 19.6 per cent of the shares in issue in X.
- Up to 372 500 shares from Mr. Caesar, who is the vice chairman of the board of directors and the managing director of X. Further, he owns 5.62 per cent of the shares in issue in X.
- Up to 137 500 shares from Mr. Gordon, who is the managing director in S.A. which is a company X owns 28.1 percent of the shares issued, and currently in process of being merged with X. He owns 5.57 per cent of the shares in issue in S.A.

X is of the opinion that the abovementioned shareholders are "close associates" to X, cf. STA section 2-5 no. 5 ("acting in concert"). It is argued that those shareholders have an understanding to act coordinated in relation to exercising shareholders rights in ASA and have acted on this coordinated basis since they became shareholders in ASA, however, this commitment is not formalised through a written share holder agreement.

It is said that X and its close associates owns between 1/3 and 40 per cent of the share capital and the votes of ASA upon entry into force of the STA. By acquisition of one more share in ASA, a mandatory bid obligation will be triggered pursuant to STA section 6-6 (2), cf. section 18-2 (3) second sentence no. 1. Pursuant to STA section 6-2 (3), X applies for exemptions from the mandatory bid obligation in relation acquisition of shares in ASA from Mr. Brown, and/or Mr. Caesar, and/or Mr. Gordon. X bases its application mainly on the following (cf. page 2 in the letter);

- the acquisition will not in reality imply any change of control in ASA, that the X
- its close associates are mutually committed to act in concern
- the transfer of shares are construed as a restructuring of the consolidated groups holdings in ASA,
- X and its close associates have been reported on consolidated basis

The consideration of Oslo Børs:

According to the Securities Trading Act (STA) section 6-2 (3), Oslo Børs may in "special cases" make exemptions from the mandatory bid obligation in the case of acquisition by someone with whom the acquirer is consolidated pursuant to section 6-5, cf. section 6-1 subsection (6). The STA does not state further which cases that may be seen as "special cases". However, the preparatory work for the STA gives some guidance to the matter, cf. NOU 2005: 17 page 27 and Odelsting Proposition (white paper) No 34 (2006-2007) page 367 et seq. In general, the preparatory work states that the rules regarding the mandatory bid obligation should not prevent practical restructuring within corporations.

Further, it is expressed concern that exemptions may undermine the mandatory bid obligation in connection with an isolated transaction of a chain of transactions.

As regards transactions within a corporation, the preparatory work states that the mandatory bid obligation normally should not occur in connection with transactions of shares to a wholly-owned subsidiary established for this purpose, cf. NOU 2005: 17 page 27. However, it is further expressed that the scope of the exemption is narrower in relation to consolidated parties who is consolidated due to personal close associates and/or to close associates acting in concert, than related to transfers of shares to wholly-owned subsidiaries, due to the differences in the reasons behind the situations, cf. NOU 2005: 17 page 27.

It is our understanding that the exemptions applied for is not within the scope of the STA section 6-2(3). Oslo Børs does not consider the application to be sufficiently justified to grant the exemptions as applied for. Oslo Børs has mainly based this decision on the abovementioned statements in the preparatory work.

In addition, Oslo Børs put a question on whether the shareholders Mr. Brown, Mr. Caesar, and Mr. Gordon are "close associates" to X according to STA section 2-5 no 5. Oslo Børs does not find it necessary to conclude on this question.

On this basis, Oslo Børs has decided to refuse the application for exemptions from the mandatory bid obligation.

Oslo Børs may make this decision public.

The decision may be appealed within two weeks to the Stock Exchange Committee according to the rules in the Stock Exchange Act and the Stock Exchange Regulation.

6.4.7 Vedrørende unntak fra tilbudsplikt (brev av 21. mai 2008)

Vi viser til brev 8. mai 2008 fra Wikborg Rein & Co, Oslo Børs` vedtak 16. mai 2008, e-post av hhv. 16. mai 2008 og 19. mai 2008, samt øvrig korrespondanse i saken. I brevet av 8. mai 2008 søkes det på vegne av Arendals Fossekompani ASA ("AFK") og dets heleide datterselskap Norsk Vekst AS ("NOV") om unntak fra tilbudsplikt i Synnøve Finden ASA og Powel ASA etter fusjon mellom AFK og NOV, jf. verdipapirhandelloven ("vphl.") § 6-2 tredje ledd. I e-posten av 16. mai 2008 bes det om rettelse av tallfeil i børsens vedtak 16. mai 2008, samt at om børsens bekreftelse på at fusjon mellom NOV og dets heleide datterselskap Norsk Vekst 1 AS ikke utløser behov for dispensasjon.

1. Faktisk grunnlag

Basert på opplysninger fra Wikborg, Rein & Co, legger børsen følgende faktum til grunn;

AFK ervervet sine aksjer i NOV sommeren 2007, og NOV er i dag et heleid datterselskap av AFK. Det planlegges å gjennomføre en fusjon av selskapene etter allmennaksjeloven § 13-24 (mor-datterfusjon), med AFK som overtakende selskap og NOV som overdragende selskap. Per i dag eier AFK 12,96 % og NOV 21,51 % av aksjene i Synnøve Finden ASA. Samlet utgjør dette 34,47 %. NOV ervervet aksjene i Synnøve Finden ASA i desember 2007. Videre eier AFK 14,71 %, NOV 26,06 % og NOVs heleide datterselskap Norsk Vekst 1 AS 0,50 % av aksjene i Powel ASA. Samlet utgjør dette 41,27 %. Etter oppkjøpet av NOV har ingen av selskapene ervervet flere aksjer i Powel ASA. Det er opplyst at det ikke er ønskelig å gjennomføre fusjonen mellom AFK og NOV dersom fusjonen skulle utløse tilbudsplikt i de nevnte selskapene.

NOV og Norsk Vekst 1 AS har vedtatt en fusjon som ventes å tre i kraft i midten av juni. Norsk Vekst 1 AS eier som nevnt 0,50 % av aksjene i Powel ASA. I e-post 16. mai 2008 antas det at vphl. § 6-1 sjette ledd ikke kommer til anvendelse i forhold til denne

transaksjonen, da tilbudspliktsgrensen ikke passerer som følge av dette ervervet, og det bes om børsens bekreftelse på dette.

2. Rettslig grunnlag

Etter vphl. § 6-1 sjette ledd utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5 når "erhververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktsgrensen som følge av erverve". Børsen kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5, jf. § 6-1 sjette ledd, jf. vphl. § 6-2 tredje ledd. I forarbeidene uttales følgende om dispensasjonsvurderingen, jf. NOU 2005: 17 pkt. 5.4 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 367:

«Skjønstemaet vil være om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Tilbudsmyndigheten kan i tråd med alminnelige forvaltningsrettslige regler sette vilkår for slikt unntak, for eksempel om at tilbudsplikten utløses av en senere overdragelse av aksjene i det mellomliggende selskap eller annen senere transaksjon som gir dette karakter av kontrollskifte. Utvalget vil presisere at unntaksadgangen vil være snevrere ved konsolidering på bakgrunn av personlig nærstående eller forpliktende samarbeid enn ved overdragelser innen konsoliderte grupper etter vphl. § 1-4 nr. 3 og 4, fordi de hensyn som tilsier at det gjøres unntak i mindre grad vil være til stede når konsolidering skjer på bakgrunn av personlig nærstående eller forpliktende samarbeid.»

3. Børsens vurdering

Fusjonen NOV og Norsk Vekst 1 AS

Børsen antar at NOV er overtakende selskap i fusjonen. I forhold til aksjeinnhavet i Powel ASA har gruppen på konsolidert basis, før denne transaksjonen blir gjennomført og før nye lovregler trådte i kraft 1. januar 2008, passert tilbudspliktsgrensen på en måte som ikke utløser tilbudsplikt. Børsen antar derfor at reglene i vphl. § 6-1 ikke kommer til anvendelse, da tilbudspliktsgrensen ikke passerer som følge av den forestående fusjonen. Reglene i vphl. § 6-6 annet ledd om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv kommer imidlertid i utgangspunktet til anvendelse, jf. vphl. § 18-2. Siden fusjonen ikke innebærer en økning av stemmeandelen i Powel ASA på konsolidert basis, jf. vphl. § 6-6 annet ledd, antar børsen at tilbudsplikt ved etterfølgende erverv ikke utløses i denne situasjonen.

Fusjonen AFK og NOV

Basert på beskrivelsen i brevet 8. mai 2008, herunder at den forestående fusjonen i realiteten ikke vil innebære et kontrollskifte i de aktuelle selskapene, innvilger Oslo Børs med hjemmel i vphl. § 6-2 tredje ledd det fusjonerte selskapet (AFK og NOV) unntak fra tilbudsplikt i Synnøve Finden ASA og Powel ASA. Unntaket fra tilbudsplikt omfatter kun ervervet i forbindelse med fusjonen og ikke eventuelle fremtidige erverv.

Dersom det fusjonerte selskapet gjør ytterligere erverv som øker stemmeandelen i hhv. Synnøve Finden ASA og Powel ASA, utløses tilbudsplikt etter reglene om etterfølgende erverv, jf. vphl. § 6-6 annet ledd. Tilbudsplikt kan eventuelt også utløses etter reglene om gjentatt tilbudsplikt, jf. vphl. § 6-6 første ledd.

Selskapene plikter å offentliggjøre dette vedtaket straks etter at selskapenes styrer har vedtatt en fusjonsplan for fusjonen mellom AFK og NOV, jf. allmennaksjeloven § 13-24. Oslo Børs skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen.

Dette vedtaket trer i stedet for Oslo Børs` vedtak av 16. mai 2008.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

6.4.8 Luxor - application for extended scope exemption from mandatory bid obligationm (brev av 20.06.2008)

Reference is made to letter from Wikborg, Rein & CO dated 30 May 2008 ("the letter") where Luxor Capital Group, LP ("Luxor") on behalf of its relevant affiliated funds and separate accounts applies for general exemptions from the mandatory bid obligation in the Securities Trading Act ("STA") section 6-2 (3) as regards Sevan ASA ("Sevan") and Blom ASA ("Blom"). According to the Stock Exchange announcement 12 June 2008, funds managed by Luxor own total 31,49 % of the issued shares in Sevan. Thus, the application only applies to shares in Blom.

By letter from Oslo Børs dated 23 April 2008, Luxor was granted an exemption (on further conditions) from the mandatory bid obligation related to the establishment of two new affiliated funds.

In brief Oslo Børs understands the letter as follows:

Several funds/accounts being managed by Luxor together hold more than 33 % of the shares in Blom. The funds/accounts and Luxor are to be regarded as close associates, ref. STA sections 6-5 and 2-5, and an internal transfer of shares within the group, triggers the duty to make a mandatory bid pursuant to STA section 6-1 (6).

The application for general exemptions relates to the following situations:

- a) transfer of shares in Blom among existing affiliated funds and/or separate accounts
- b) transfer of shares in Blom from existing affiliated funds and/or separate accounts to new established affiliated funds and/or separate accounts that is managed by Luxor in the future; and
- c) transfer of shares in Blom from existing affiliated funds and/or separate accounts in connection with termination of existing funds and/or separate accounts (to remaining affiliated funds and/or separate accounts)

No shares will be acquired from any party outside the group and the transactions. The total number of shares owned by the consolidated group will not change, save for the transactions involving establishment of new affiliated funds and/or termination of an existing group member, and the transfers will not involve any change of control.

The consideration of Oslo Børs:

According to the Securities Trading Act (STA) section 6-2 (3), Oslo Børs may in special cases make exemptions from the mandatory bid obligation in the case of acquisition by someone with whom the acquirer is consolidated pursuant to section 6-5, cf. section 6-1 subsection (6). The relevant preparatory work is NOU 2005: 17 page 27 and Odelsting Proposition (white paper) No 34 (2006-2007) page 367 et seq.

The applicable provision in STA section 6-2 (3) relates to "specific cases". It is our understanding that the exemption in principle relates to specific and identified transactions, and not to future and non-identified transactions made by group members of consolidated parties. Even if the provision was to be interpreted in such a way that it allows exemptions for less specified situations, Oslo Børs does not consider the application to be sufficiently justified to grant the general exemptions as Luxor has applied for. General exemptions will involve a transfer of an unknown number of shares and voting rights. In case a large number of shares are transferred to one or several funds/accounts, it might have an effect on the actual control of the company. We also understand that nominees of the separate accounts to some extent have reserved the right to vote. Thus, at this time, it is difficult to foresee what the implications of general exemptions may be.

On this basis, Oslo Børs has decided to refuse the application for an extended scope of exemption from the mandatory bid obligation.

Thus, Luxor is required to file an application for each transaction within the consolidated group which results in one or more of the group of members crossing the mandatory bid obligation threshold.

The decision may be appealed within two weeks to the Stock exchange appeal committee according to the rules in the Stock Exchange Act.

This decision will be made public.

6.4.9 Luxor - extended scope exemption from mandatory bid obligation (brev av 10.07.2008)

Reference is made to letter from Wikborg, Rein & Co dated 9 July 2008 ("the letter") and related correspondence, where Luxor Capital Group LP ("Luxor") on behalf of its relevant Affiliated Funds and Separate Accounts ("fund/accounts") applies for general exemptions from the mandatory bid obligation in the Securities Trading Act ("STA") section 6-2 (3) as regards its shares in Blom ASA ("Blom").

By letter from Oslo Børs dated 23 April 2008, Luxor was granted an exemption (on further conditions) from the mandatory bid obligation related to the establishment of two new Affiliated Funds. Further, by letter from Oslo Børs dated 20 June 2008, Luxor was denied a general exemption as described in the application of 30 May 2008.

In brief Oslo Børs understands the letter as follows:

Several funds/accounts managed by Luxor together hold more than 33 % of the shares in Blom. The funds/accounts and Luxor are to be regarded as close associates, ref. STA sections 6-5 and 2-5, and an internal transfer of shares within the group triggers the duty to make a mandatory bid pursuant to STA section 6-1 (6). As of 8 July 2008, Luxor funds/accounts represents 36,9 % of the shares in Blom.

The application for general exemptions relates to the transfer of shares in Blom among the Affiliated Funds and/or the Separate Accounts. As investment manager, Luxor has full discretion with respect to the management of the portfolios of the funds/accounts, including the discretion to vote for the shares on behalf of the Separate Accounts.

Based on the above, and given that the transactions do not entail a change of control in Blom, Oslo Børs hereby grants general exemptions from the mandatory bid obligation pursuant to STA section 6-2 (3) on the following conditions;

- i) the investment manager, Luxor, has full discretionary authority with respect to the shares in Blom owned by the Affiliated Funds and the Separate Accounts;
- ii) the Affiliated Funds may not sell or acquire shares to the extent that such sale or acquisition would cause such Affiliated Funds to increase or decrease its position in Blom shares by more than 5 % of the total number of shares issued by Blom (calculated on basis of the percentage of issued shares held by the Affiliated Funds as of 8 July 2008);
- iii) the Separate Accounts may not sell or acquire shares to the extent that such sale or acquisition would cause such Separate Account to increase or decrease its position in Blom shares by more than 2,5 % of the total number of shares issued by Blom (calculated on basis of the percentage of issued shares held by the Affiliated Funds as of 8 July 2008);

- iv) the prevailing investment management agreements between Luxor and the Affiliated Funds and Separate Accounts must be upheld, and may not be altered in a way that change Luxors discretion with respect to the shareholders rights, or terminated; and
- v) the strong consolidation between Luxor and the Affiliated Funds and Separate Accounts must be upheld.

The decision is given on the condition that Luxor announce that the Stock Exchange has given an extended exemption from the mandatory bid obligation in an announcement as set out in the STA section 6-8 first paragraph.

After the abovementioned announcement is given, the Stock Exchange may make this decision public.

The decision may be appealed within two weeks to the Stock Exchange Appeal Committee according to the rules in the Stock Exchange Act and the Stock Exchange Regulation.

6.4.10 Ad søknad om dispensasjon fra tilbudsplikt for utenlandsk selskap - utenfor EØS primærnotert i Oslo (e-post juni 2008)

Det vises til Deres søknad på vegne av x.

Børsen er enig i at det er uheldig at et notert selskap er underlagt mer enn ett sett av tilbudsregler, da dette kan medføre konflikter mellom reguleringene. I og med at x kun er notert her synes det imidlertid mer treffende at de norske tilbudsreglene gjelder, og at selskapet heller søker dispensasjon fra tilbudsreglene i (sin hjemstats tilbudspliktregler). Før vi tar ferdigstiller behandlingen av søknaden, ber om deres tilbakemelding på dette.

6.4.11 Unntak fra tilbudsplikt i DOF Subsea ASA for DOF ASA ved erverv fra nærstående (brev av 08.07.2008)

1 Søknaden

Det vises til Deres brev på vegne av DOF ASA av 24. juni supplert i brev 2. juli 2008.

DOF Rederi AS (DOF Rederi) eier 45,74 % av aksjene i børsnoterte DOF Subsea ASA (DOF Subsea). DOF Rederi er 100 % eiet av DOF ASA som selv eier 11,31 % av aksjene i DOF Subsea. DOF søker om dispensasjon fra tilbudsplikten etter verdipapirhandelloven (vphl) § 6-2 tredje ledd for å erverve DOF Rederis aksjer i DOF Subsea.

I brev 2. juli er det redegjort nærmere for bakgrunnen for den ønskede overføringen. I tillegg er det gitt en vurdering av spørsmålet om DOFs eventuelle erverv etter den omsøkte overføringen vil utløse tilbudsplikt etter reglene om gjentatt tilbudsplikt eller etterfølgende erverv. De ber også om børsens syn på disse vurderingene.

2 Dispensasjon

Etter vphl. § 6-1 sjette ledd utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl § 6-5 når "erhververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet". Børsen kan etter vphl § 6-2 tredje ledd i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl § 6-5, jf § 6-1 sjette ledd.

Det fremgår av forarbeidene at det er liten grunn til at det skal oppstå tilbudsplikt ved overdragelser innenfor et heleiet konsern og at dette normalt vil være en grunn som tilsier at det gis dispensasjon, jf Ot prp nr 34 (2006-2007) side 367. Oslo Børs finner på denne bakgrunn å treffe følgende vedtak:

Med hjemmel i verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd gis DOF ASA dispensasjon fra tilbudsplikten i DOF Subsea ASA for erverv av DOF Rederis andel på 45,75 % av aksjene i DOF Subsea.

Dispensasjonen er gitt på vilkår at DOF i melding som nevnt i verdipapirhandelloven § 6-8 første ledd gjør kjent at børsen har dispensert fra tilbudsplikten.

Børsen vil kunne gjøre herværende brev offentlig tilgjengelig når forholdet er meddelt av DOF.

For ordens skyld gjøres oppmerksom på at en eventuell senere overføring av aksjeposten fra DOF til selskap i samme konsern vil være underlagt tilbudsplikt eller fordre ny dispensasjon. Dispensasjon for overføring fra DOF til heleiet datterselskap vil normalt bli gitt med vilkår knyttet til datterselskapets eierskap og virksomhet.

Vedtaket kan påklages etter reglene i børsforskriften kapittel 8. Klagefristen er 14 dager; for klageberettigede som ikke er gitt melding om vedtaket fra offentliggjørelsen.

3 Spørsmål om tilbudsplikt gjentatt tilbudsplikt og etterfølgende erverv

Vi er bedt om å kommentere Deres vurderinger av disse spørsmål. Vurderingstemaet er ikke omfattet av børsens dispensasjonsmyndighet, men utgjør lovtolkningsspørsmål. Børsen forvalter tilbudspliktreglene og kan gi vurderinger som sådan. Vurderingene er uttrykk for administrasjonens syn basert på de faktum og de innspill vi har fått. I saker av vesentlig betydning utøves børsens myndighet av børsstyret. Børsens vedtak vil også kunne overprøves ved klage til børsklagenemnden.

Tilbudsplikt etter vphl § 6-6 første ledd (betegnet som gjentatt tilbudsplikt) utløses ved erverv der 40- eller 50-prosentgrensen passerer. Vi tiltrer Deres vurdering av at det ikke utløses tilbudsplikt etter denne bestemmelsen i et tilfelle hvor DOF etter det ervervet som er omfattet av dispensasjonen, erverver ytterligere aksjer.

Spørsmålet er dernest om tilbudsplikt utløses etter vphl § 6-6 annet ledd dersom DOF etter overføringen fra DOFs rederi erverver ytterligere aksjer i DOF Subsea.

Vphl § 6-6 annet ledd lyder:

Aksjeeier som har passert tilbudspliktgrense som nevnt i § 6-1 eller § 6-6 første ledd på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud, plikter ved ethvert etterfølgende erverv som øker stemmeandelen, å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.

Etter ordlyden synes DOFs erverv fra DOF Rederi å være "en måte som ikke utløser tilbudsplikt". Den legislative begrunnelsen for etterfølgende tilbudsplikt er å unngå at de lovbestemte unntakene (arv, gave, skifte, fusjon, fisjon) eller situasjoner som av andre grunner ikke utløser tilbudsplikt, fratrar aksjonærene den beskyttelse tilbudsplikten gir ved kontrollskifte. I disse situasjonene gir altså loven anvisning på en utsatt tilbudsplikt. Men når lovgiver har gitt anvisning på en dispensasjonsadgang fordi overføringen ikke utgjør et kontrollskifte, jf Ot prp nr 34 (2006-7) side 367, synes begrunnelsen for etterfølgende tilbudsplikt ikke å være til stede. Intensjonen med dispensasjonsbestemmelsen synes å være å gi et unntak og ikke utsettelse. Forarbeidene gir også anvisning på en relativt snever dispensasjonspraksis. Vi antar således at § 6-6 annet ledd tolkes innskrenkende slik at den ikke gjelder hvor passering av tilbudspliktgrensen er unntatt fra tilbudsplikt i vedtak etter § 6-2 tredje ledd.

Vi har etter dette ikke gjort noen vurdering av Deres redegjørelse om tolkningen av overgangsreglene i vphl § 18-2 annet ledd.

6.4.12 DOF Subsea ASA - Dolphin Invest 1 AS - søknad om unntak fra tilbudsplikt (brev av 21.10.2008)

Det vises til Deres brev 20. oktober 2008 med søknad om unntak fra tilbudsplikt for overdragelse av aksjer i DOF Subsea ASA (DOF Subsea) fra DOF ASA til Dolphin Invest 1 AS.

DOF ASA eier 57,17 % av aksjene i DOF Subsea og planlegger å fremsette et tilbud om kjøp av samtlige aksjer i selskapet betinget blant annet av aksepten som gir DOF en eierandel på minst 90 prosent. Siden DOF ved gjennomføring av tilbudet ikke passerer tilbudspliktgrensene oppstår ikke tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven (vphl.) kap 6. Tilbudet anses heller ikke som frivillig tilbud etter vphl. § 6-19 første ledd, men tilbyder har ønsket å få tilbudsdokumentet kontrollert som om det var omfattet av bestemmelsen.

DOF har avtalt med First Reserve Corporation (FRC) at samtlige aksjer i DOF Subsea skal overdras til Dolphin Invest 1 AS som DOF eier 51% og FRC indirekte eier 49%. En slik overdragelse utløser tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 første og sjette ledd. Børsen har i uttalelse 20. august på forespørsel antatt at det ikke utløses noen tilbudsplikt for Dolphin Invest 1 AS dersom overføringen gjøres etter at DOF har gjennomført tilbudet og tvungen overføring fordi det da ikke foreligger "øvrige" aksjer i selskapet, jf vphl. § 6-1. Fordi mellomfinansiering av DOFs erverv har vist seg vanskeligere enn forutsatt, søkes nå om dispensasjon fra tilbudsplikten for å gjøre overføringen før tvungen innløsning.

Etter vphl. § 6-1 sjette ledd utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5 når "erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet". Børsen kan etter vphl § 6-2 tredje ledd i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5, jf § 6-1 sjette ledd.

Lovgivers formål med unntakshjemmelen fremgår av NOU 2005:17 side 27, jf Ot prp nr 34 (2006-2007) side 368, der det heter at tilbudspliktreglene ikke bør forhindre hensiktsmessig restrukturering av selskaper, men at unntaksreglene ikke må innebære en uthuling av tilbudsplikten. Hovedformålet med unntaksbestemmelsen har vært å kodifisere børsens tolkningspraksis etter tidligere lov som har unntatt overdragelser innenfor konsern mellom heleide selskaper. Motsetningsvis og som følge av hovedregelen, skal overdragelser mellom selskaper som ikke er heleide, ikke unntas fra tilbudsplikten. Mer generelt heter det at skjønnsstemaet vil være om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i forarbeidene i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Den omsøkte overdragelsen er fra DOF til DOFs 51 %-eiede Dolphin Invest 1 AS som altså er utenfor hva som er angitt som dispensasjonsregelens kjerneområde. Det er imidlertid på det rene at Dolphin Invest gjennom tvungen overføring vil bli eier av samtlige aksjer senest to til tre uker etter at tilbudet er gjennomført. DOF og Dolphin Invest har på børsens forespørsel sagt seg inneforstått med at børsen setter nærmere angitte vilkår knyttet til dispensasjonen som innebærer at vesentlige deler av tilbudspliktreglene likevel pålegges ved overdragelsen. Etter en konkret vurdering har børsen truffet følgende vedtak:

Med hjemmel i verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd gis Dolphin Invest 1 AS dispensasjon fra tilbudsplikten i DOF Subsea ASA for erverv av minst 90 prosent av aksjene i DOF Subsea fra DOF ASA på følgende vilkår:

Dolphin Invest I AS gjennomfører tvungen overføring av aksjene i DOF Subsea ASA i tråd med vilkårene i verdipapirhandelloven § 6-22 tredje ledd, dog slik at fireukers-fristen i første ledd regnes i forhold til DOF ASAs tilbud.

DOF ASA eller Dolphin Invest I AS i melding som nevnt i verdipapirhandelloven § 6-8 første ledd eller i tilbudet til samtlige aksjonærer gjør kjent at børsen har dispensert fra tilbudsplikten.

Børsen vil kunne gjøre herværende brev offentlig tilgjengelig når forholdet er meddelt av DOF. For ordens skyld nevnes at vedtaket kan påklages av enhver med rettslig klageinteresse.

6.5 TILBUDSPRIS

6.5.1 OHL - offer price questionable – market price alternative (e-post av 17.10.2008)

As the takeover supervisory authority in Norway is delegated to Oslo Børs, we will answer your question.

The main principle in the Securities Trading Act ("STA") section 6-10 is that the bid price shall be at least as high as the highest payment the offeror has made or agreed in the period six months prior to the point at which the mandatory bid obligation was triggered. In this case NOK 36 was the highest price Spencer Energy AS had paid in the relevant six months period (NOK 36 was based on a transaction made by Spencer Energy on June 16 2008 in connection with a private placement in Ocean HeavyLift ASA (OHL). The second question was whether it was clear that the market price at the point the mandatory bid obligation was triggered was higher than NOK 36.

The mandatory bid obligation was triggered on Sept 5 (Spencer Energy bought 169.628 shares in Ocean HeavyLift ASA at a price of NOK 35,50). This trade was registered in Oslo Børs' trading system at 14:35 hours (Norwegian time) and announced through Oslo Børs's information system under the OHL ticker the same day at 14:48 hours.

Oslo Børs is of the opinion that it was not clear that the market price at the point the mandatory bid obligation was triggered was higher [than the highest price that the bidder has paid for shares during the last 6 months]. This is due to the fact that the liquidity in the OHL-shares was very low at this point in time. Secondly, volume weighted average prices show numbers consistent below NOK 36 both on September 5 and the 3, 5, 30 (etc) day period prior to the mandatory bid obligation was triggered by Spencer Energy AS. In addition it should be noted that all trades, with quotations exceeding NOK 36, the last 30 days (prior to the mandatory bid obligation was triggered) all constitutes small volumes.

However, the last trade before the mandatory bid obligation was triggered was at NOK 38,00- on Sept 5 at 13:54 hours. On the Sept 4 there was no reported trading in the shares. The last closing price before was hence NOK 38,20 on September 3. Even if these trades (the trade on Sept 5 at NOK 38 and the last closing price at 38,20 on Sept 3) were settled above NOK 36, they do not support sufficient evidence for that "it is clear that the market price at the point the mandatory bid obligation is triggered is higher than the price..."[that the bidder has paid for shares during the last 6 months]. Oslo Børs has not emphasized these share prices solely due to the above mentioned volume weighted average prices show numbers below NOK 36 and the liquidity in the share trading in general.

(Please also note that the closing price at the 5th was, as you correctly state, NOK 38. However, due to the mandatory bid was announced before the time of the closing on the 5th, this was not considered relevant.)

6.5.2 OHL Tilbudspris (e-post av 02.10.2008)

Vi viser til eposter 1. oktober 2008 hvor det stilles spørsmål om tilbudsprisen kan settes til NOK 35,50 i stedet for NOK 36. Bakgrunnen er at prisen på NOK 36 knytter seg til en emisjon i målselskapet hvor tilbyder deltok og hvor oppgjøret skjedde innenfor seks månedersperioden i vphl. § 6-10 (4) mens forpliktelsen til å delta i emisjonen oppsto i tid forut for seks månedersperioden. Det opplyses at tilbyder for øvrig kun har ervervet aksjer innenfor seks månedersperioden til maksimalt NOK 35,50. Konkret bes det om at avtaletidspunktet legges til grunn og ikke oppgjørstidspunktet, slik at prisen på NOK 36 ikke medregnes ved beregningen av tilbudsprisen.

Etter ordlyden i vphl. § 6-10 (4) er det tilstrekkelig at enten avtaletidspunktet eller betalingstidspunktet ligger innenfor seks månedersperioden, jf. uttrykket "betalt eller avtalt". Det er tilstrekkelig at én av hendelsene er innenfor seks månedersperioden. Uttrykket "betalt eller avtalt" gir således anvisning på en periodiseringsvurdering. Dette innebærer at dersom det er avtalt en transaksjon innenfor seks månedersperioden med oppgjør etter seks månedersperioden, vil prisen i denne transaksjonen måtte tas med ved fastsettelsen av tilbudsprisen. Tilsvarende gjelder der avtaletidspunktet ligger forut for seks månedersperioden, mens oppgjøret skjer innenfor. En løsning hvor man ser bort fra transaksjoner hvor enten betalingstidspunktet eller avtaletidspunktet ligger utenfor seks månedersperioden vil ikke være i overensstemmelse med ordlyden og vil kunne åpne for at øvrige aksjonærer ikke får ta del i kontrollpremien.

Når det gjelder Børsklagenemndas sak 2/2000 kan vi ikke se at denne avgjørelsen er relevant på foreliggende sakskompleks. Børsklagenemndas vurdering var knyttet til verdsettelsestidspunktet for vederlaget i et forutgående frivillig tilbud og ikke til periodiseringsspørsmålet, da både avtaletidspunktet og oppgjørstidspunktet i denne saken lå innenfor seks månedersperioden.

Børsen er etter dette av den oppfatning at prisen på NOK 36 per aksje som oppgjør i emisjonen foretatt innenfor seks månedersperioden må legges til grunn ved fastsettelsen av tilbudsprisen.

6.5.3 Pliktig tilbud Gyldendal – markedskursalternativet (brev av 18.12.2008)

(Merk at godkjenningen er påklaget til børsklagenemnden)

Vi viser til Deres brev 1. og 3. desember 2008 på vegne av Periscopus AS med anmodning om at børsen iverksetter undersøkelser etter vphl. § 15-4 i forbindelse med godkjenning av tilbudsprisen.

Børsen har i brev 4. desember til Erik Must og Kjell Chr. Ulrichsen stilt spørsmål om den aktuelle aksjetransaksjonen og eventuelle forbindelser mellom dem og deres nærstående. I brev 9. desember og 15. desember har Must og Ulrichsen besvart børsens henvendelse.

Etter vphl. § 6-10 (4) skal tilbudsprisen 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 inntreffer er høyere enn den pris som følger av første punktum, skal tilbudsprisen være minst like høy som markedskursen.

Basert på de undersøkelser børsen har gjort gjennom spørsmål til Erik Must og Kjell Chr. Ulrichsen, har børsen ikke grunnlag for å anta at tilbudsprisen ikke tilsvarer det høyeste vederlag som Erik Must AS eller dets nærstående har betalt eller avtalt for aksjer i Gyldendal i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Børsen har herunder ikke grunnlag for å anta at Erik Must og Kjell Chr. Ulrichsen eller noen av deres nærstående har betalt eller avtalt vederlag for andre eiendeler, har inngått noen andre avtaler eller at

det foreligger forutsetninger om ytelser av noen art som involverer noen av de nevnte selskaper eller personer og som innebærer at det reelle vederlaget for kjøpet av posten på 357 697 aksjer er høyere enn den avtalte prisen på NOK 350 per aksje. Basert på nevnte undersøkelser har børsen heller ikke grunn å anta at prisen innebærer noen gave, gavesalg eller særskilt gunstig pris. Prisen på NOK 350 per aksje er altså det høyeste tilbyder og dennes nærstående har betalt eller avtalt de siste seks månedene før tilbudsplikten inntrådte.

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

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

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

Børsen har i tråd med dette godkjent tilbudsprisen i Erik Must AS' tilbud på NOK 350 per aksje i Gyldendal. Godkjennelsen skjer som del av den samlede godkjennelsen etter verdipapirhandelloven § 6-14 første ledd. Denne godkjennelsen er et enkeltvedtak som kan påklages til børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kap 8. Klagefristen er to uker.

6.6 FRIVILLIG TILBUD

6.6.1 Spørsmål om forskjellsbehandling ved fremsettelse av frivillig tilbud (e-post av 14.11.2008)

Spørsmål:

Det vises til telefonsamtale i forrige uke. Som nevnt har vi et spørsmål knyttet til vphl. § 6-19 første ledd jf § 6-10 siste ledd om forskjellsbehandling av aksjeeiere ved fremsettelse av frivillig tilbud.

X vurderer å fremsette et frivillig tilbud om kjøp av alle aksjene i det børsnoterte selskapet Y ("Tilbudet"). Oppgjøret i henhold til Tilbudet vil være i form av aksjer i X ("Vederlagsaksjene"). Y har trolig mer enn 10 prosent amerikanske aksjonærer, og X kan ikke tilby disse amerikanske aksjonærene oppgjør i form av Vederlagsaksjer uten at Y får en omfattende rapporteringsplikt til amerikanske myndigheter. Y vurderer derfor å benytte seg av en mekanisme der de Vederlagsaksjene som tilfaller de amerikanske aksjonærene som aksepterer Tilbudet selges gjennom en tilrettelegger utpekt av Y i forbindelse med oppgjøret av Tilbudet (et "Vendor Placement Offer"). Vederlagsaksjene vil selges i markedet på ordinær måte, og det vil ikke være noen tilsikringer med hensyn til hvilken pris som oppnås eller liknende. De amerikanske aksjonærene som aksepterte Tilbudet vil motta provenyet fra salget av Vederlagssalget. For de amerikanske aksjonærene vil det være et vilkår i Tilbudet at de aksepterer Vendor Placement Offer-mekanismen, og de amerikanske aksjonærene vil aldri motta Vederlagsaksjene som sådan, men kun salgsprouvenyet fra salget av Vederlagsaksjene.

Svar:

Det er reist spørsmål om børsen kan akseptere den skisserte fremgangsmåten i forhold til likebehandlingsreglene i vphl. § 6-19 første ledd jr. § 6-10 siste ledd. Formålet med likebehandlingsregelen er at aksjonærene som utgangspunkt ikke skal forskjellsbehandles, og at de skal tilbys like vilkår mht. pris, tilbudsperiode, oppgjørsmetode osv. Det er imidlertid ikke "enhver uvesentlig forskjellsbehandling" som anses for å være i strid med bestemmelsen, jf. Ot.prp. nr. 29 (1996-97) s. 65. Det er i teorien antatt at forskjellsbehandling som er saklig begrunnet kan godtas, jf. Kommentartutgaven yil verdipapirhandelloven s. 348. Generelt sett antas at en gruppe aksjonærer må kunne samtykke til at de stilles dårligere enn andre aksjonærer, men ikke at de gis fordeler andre ikke får. I Sampos bud på Storebrand i 2001 ble det akseptert forskjellsbehandling til fordel for småaksjonærer. Ved frivillige tilbud gjelder også kravene til god forretningsskikk, jf. vphl. § 3-9 (2).

I denne skisserte fremgangsmåten er forskjellsbehandlingen begrunnet i å unngå en omfattende rapporteringsplikt til amerikanske myndigheter. Det synes usikkert om provenyet av salget vil gi noen fordel eller innebære en ulempe for de amerikanske aksjonærene. Øvrige aksjonærer vil kunne avhende vederlagsaksjene etter oppgjøret er gjennomført. På denne bakgrunn mener børsen at det foreligger saklig grunn for forskjellsbehandlingen. Børsen antar derfor at Vendor Placement Offer-mekanismen ikke vil være i strid med likebehandlingsregelen.

For ordens skyld nevnes at børsens godkjennelse av tilbudet vil kunne påklages til Børsklagenemnden.

6.6.2 Final letter in relation to SeaDrill's offer to acquire shares in Scorpion Offshore (Brev av 04.06.2008)

Reference is made to our letter dated April 30 2008 regarding notification from SeaDrill Limited ("SeaDrill") on April 28, your response-letter dated May 6, as well as our letter dated May 14 2008 containing our preliminary views and your second response-letter dated June 3 2008.

The mentioned notification of April 28 reads:

"SeaDrill Limited has resolved to not accept the voluntary offer set forth from Fortune Private Equity LLC on Scorpion Offshore Ltd. ('Scorpion'), and has in order to give the shareholders in Scorpion a similar alternative, which is not subject to 90 % acceptance, decided to offer to purchase 15.8 million of the outstanding shares in Scorpion to a price of NOK 80 per share based on an all or nothing order. If successful, Seadrill will pursue to set forth a mandatory offer of the remaining shares.

Seadrill has retained Carnegie ASA and Pareto Securities AS as financial advisors for the acquisition of Scorpion shares.

Scorpion shareholders who want to support this initiative, need to submit their sell-order to Carnegie ASA, by telephone +47 22 00 93 87 or Pareto Securities, by telephone +47 22 87 87 50."

An acquisition of 15,8 million shares in Scorpion Offshore Ltd. ("Scorpion") by SeaDrill as mentioned would trigger the duty to launch a mandatory bid, cf. below.

In notification of April 29 2008, SeaDrill announced that it had decided to limit the number of shares purchased to 8,1 million and that SeaDrill, as a consequence of the acquisition, would put forward a mandatory bid for the remaining shares in Scorpion within four weeks. Such mandatory bid was put forward on May 23 2008 with the offer period lapsing on June 23 2008.

According to the Norwegian Securities Trading Act ("STA") section 6-19 (1), the provisions of STA section 6-10 last subsection and sections 6-12 to 6-18 apply correspondingly in the event of voluntary bids entailing that a mandatory bid obligation under section 6-1 comes into play if the bid is accepted by those able to make use of it. Also offers that do not constitute a contractually binding obligation for the offeror, for instance an invitation to shareholders to offer their shares for sale, may be covered by the provision. Section 6-19 (1) does not apply where a bid is addressed specifically to certain shareholders unless the bid is made simultaneously or in conjunction and has the same content, cf. subsection two.

STA section 6-19 (1) entails inter alia that an offeror presenting a voluntary bid shall afford shareholders equivalent treatment when making a bid and that an offer document shall be prepared and controlled by Oslo Børs before the offer is made to the shareholders. The provision encompasses all general offers where the mandatory bid obligation comes into play if the bid is accepted by the shareholders. When considering if STA section 6-19 (1) is relevant a concrete assessment must be made where inter alia the offer, whether in writing or not, including how this is perceived by the shareholders and the prevailing market conditions are relevant factors.

In Oslo Børs' view it is clear that SeaDrill's notification of April 28 2008 must be regarded as a voluntary offer to purchase shares in Scorpion according to STA section 6-19 (1). The notification explicitly mentions the price that is offered and the means shareholders wishing to sell their shares may employ. In your letter of May 6 2008, Oslo Børs is informed of the fact that approximately 100 of Scorpion's shareholders were contacted by SeaDrill's brokers in an attempt to execute the offer. The bid was not submitted for Oslo Børs' control, and SeaDrill did not prepare an offer document in relation to the offer. Oslo Børs can not see that the exemption in section 6-19 (2) is relevant in the beforehand matter and SeaDrill has consequently not abided with its obligations following STA section 6-19 (1).

In January 2006, Oslo Børs issued strongly critical remarks to the fact that SeaDrill had not abided with the Norwegian Securities Trading Act of 1997 section 4-18 (1), now STA section 6-19 (1), in connection with SeaDrill's offer to acquire Smedvig ASA. In the letter of June 3 2008 it is stated that it was not SeaDrill's intention to present a voluntary bid in the April 28 notification. The letter further states that the notification "may have been ambiguous in relation to the relevant rules".

Oslo Børs is critical to the fact that SeaDrill for the second time in approximately two years does not abide with its duties according to STA section 6-19 (1). As SeaDrill has presented a mandatory offer for all outstanding shares in Scorpion, and SeaDrill in its correspondence with Oslo Børs has stated its intention to be more careful in its

communication with the market at large, Oslo Børs has decided not to consider further measures in relation to SeaDrill's rule-breach.

6.6.3 "Scheme of Arrangement" - forholdet til norske tilbudspliktsregler (e-post 14. og 20.8.2008)

Viser til din e-post av 7. august 2008 vedrørende ovennevnte.

Henvendelsen gjelder et selskap registrert utenfor EØS, notert på Oslo Børs og underlagt norske tilbudspliktsregler (målselskapet). Deres klient vurderer å gjennomføre en såkalt "Scheme of Arrangement" (SoA) i målselskapet.

SoA er slik vi forstår det en fremgangsmåte hvor målselskapets generalforsamling med nødvendig flertall (50 prosent av stemmene og 75 prosent av fremmøtt kapital) vedtar at samtlige aksjer skal overføres til en "tilbyder" mot et kontantvederlag. Vederlaget ytes fra tilbyder til den enkelte aksjonær.

En SoA initieres etter avtale mellom tilbyder og målselskapet. Generalforsamlingsvedtaket må godkjennes av en domstol. Målselskapet vil bestå som juridisk enhet etter transaksjonen.

SoA regnes etter det opplyste som et tilbud etter tilbudspliktsreglene i målselskapets hjemstat. Tilbyder vil imidlertid rutinemessig få unntak fra en rekke av tilbudspliktsreglene, betinget bl.a. av at verken tilbyder eller tilbyders nærstående deltar i avstemningen i målselskapets generalforsamling.

Det er opplyst at deres klient ser for seg å fremme et frivillig tilbud etter norske regler parallelt med gjennomføringen av en SoA. Dette vil imidlertid etter det vi forstår kun innebære at det utarbeides tilbudsdokument mv. som grunnlag for SoA, og ikke at det fremsettes noe tilbud som kan aksepteres av den enkelte aksjonær.

Det første spørsmålet som oppstår, er om en SoA vil være å anse som et tilbud i verdipapirhandelloven kapittel 6s forstand. Begrepet "tilbud" er ikke nærmere definert i verdipapirhandelloven § 6-19 første og annet ledd. Som utgangspunkt anses tilbudspliktsreglene å omfatte tilbud om kjøp som kan aksepteres av den enkelte aksjonær på individuell basis. Fusjon med målselskapet som overdragende selskap er eksempelvis ikke ansett som et tilbud med aksjevederlag. Det er imidlertid mulig å lese bestemmelsen slik at den også omfatter tilbud om å avgi stemme i en kollektiv beslutning som innebærer salg av den enkeltes aksjer. Det kan altså være at verdipapirhandelloven må forstås på den bakgrunn at norsk rett ikke hjemler selskapsvedtak som innebærer salg/innløsning av aksjer mot kontantvederlag som medfører at tilbudspliktsreglene passerer, og følgelig at et selskapsvedtak av typen SoA vil kunne anses som tilbud.

Under enhver omstendighet synes den beskrevne SoA å ivareta tilbudspliktsreglenes hensyn til exitmulighet og likebehandling, og hensynet til en ordnet prosess synes ivaretatt av de selskapsrettslige prosedyrene. Vi har således ingen innsigelser mot at kravene til frivillig tilbud etter verdipapirhandelloven oppfylles som ledd i SoA-prosessen, og under denne forutsetning kommer spørsmålet drøftet i forrige avsnitt ikke på spissen.

Det andre spørsmålet som er reist, er hvorvidt allmennaksjelovens tvangsinnløsningsregler kommer til anvendelse, jf. verdipapirhandelloven § 6-22. Det er i e-posten redegjort nærmere for problemstillingen, og konkludert med at tvangsinnløsningsreglene ikke kommer til anvendelse i et tilfelle som nevnt. Børsen har ingen innsigelser mot denne vurderingen.

Denne ble fulgt opp med følgende forespørsel:

I tråd med vår vurdering i e-post 7. august, synes børsen å være enig i at SoA vil kunne gjennomføres etter reglene om frivillige tilbud i verdipapirhandelloven. Ved vurderingen av hvordan en SoA skal gjennomføres, ville det imidlertid være av stor betydning for vår klient å få børsens nærmere vurdering av om en SoA vil anses som et "tilbud" som omfattes av verdipapirhandelloven (vphl.) kapittel 6.

Begrepet "tilbud" er ikke nærmere definert i vphl. § 6-1. Som nevnt i vår e-post 7. august og børsens e-post 14. august, foreligger både argumenter for og i mot at en SoA skal anses som et "tilbud" i lovens forstand.

Argumenter som taler for at en SoA skal anses som et tilbud, kan oppsummeres slik:

- En SoA innebærer at erverver overtar aksjonærenes aksjer i målselskapet mot et vederlag. Det er således klare likhetstrekk mellom resultatet av en SoA og resultatet av fremsettelse av et frivillig tilbud.
- En SoA er underlagt reglene om tilbudsplikt i utsteders hjemland.

Argumenter som taler i mot at en SoA skal anses som et tilbud kan sammenfattes slik:

- Ordlyden i vphl. § 6-1 ("gjennom erverv") omfatter ikke en SoA, siden bestemmelsen forutsetter at den enkelte aksjonær aksepterer et tilbud om salg av aksjer. Slike individuelle aksepter om salg av aksjer inneholdes ikke i forbindelse med en SoA.
- En SoA er en selskapshendelse som endrer innholdet i aksjonærenes rettigheter. I andre sammenhenger regnes ikke slike selskapshendelser (typisk en fusjon) som et "tilbud" i verdipapirhandellovens forstand. I Ot.prp. nr. 69 (2004-05) legges til grunn (i forhold til prospektreglene) at "beslutninger på generalforsamling som medfører tildeling av aksjer **uten uttrykkelig aksept** fra den enkelte aksjeeier/investor ikke kan anses som et tilbud" (understreket her). Uttalelsen bør gjelde generelt ved tolkingen av tilbudsbegrepet i verdipapirhandelloven, herunder i forhold til tilbudsreglene. Hvorvidt det kan gjennomføres en SoA etter norsk selskapsrett er i denne sammenheng mindre relevant. Det sentrale bør være at et tilbud etter norsk rett forutsetter adgang til individuell aksept.
- Selv om tilbudsreglene i utsteders hjemland omfatter SoA, bør det bemerkes at dette følger av en uttrykkelig regulering av forholdet (og ikke av en tolking av tilbudsbegrepet). Videre er en SoA unntatt fra en rekke av de sentrale pliktreglene om tilbud. Det vises i den anledning til presentasjonen vedlagt vår e-post 7. august. Dette svekker betydningen man bør tillegge hjemlandets regulering av forholdet.

Etter vår vurdering taler de sterkeste argumenter i mot at en SOA skal regnes som et "tilbud" i forhold til verdipapirhandellovens kapittel 6. Det bør ved denne vurderingen legges vekt på at tilbudsreglene som et generelt utgangspunkt bør ha klar hjemmel i lov. Dersom man skulle ønske å bringe SoA innenfor tilbudspliktsreglenes virkeområde, bør dette gjøres gjennom regelendringer (forskrift med hjemmel i vphl. § 6-1 fjerde ledd og/eller lovendringer). Forholdet kan også i hensyntas ved opptak til notering.

Subsidiært - selv om det skulle konkluderes at en SoA utgjør et "tilbud" i lovens forstand - kan det anføres at en SoA faller utenfor definisjonen av "frivillig tilbud". Bestemmelsen omfatter kun tilbud som "innebærer at tilbudsplikt etter § 6-1 inntretr hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte seg av det. Ved en SoA vil det erverves 100% av aksjene, dersom tilstrekkelig flertall på generalforsamlingen oppnås. Det vil derfor ikke foreligge noen øvrige aksjonærer å fremme et pliktig tilbud til, og det vil derfor ikke inntre tilbudsplikt som etter § 6-1. Dette tilsier at en SoA faller utenfor reglene om frivillige tilbud.

Det bes på denne bakgrunn om børsens vurdering av om en SoA vil omfattes av virkeområdet til verdipapirhandellovens kapittel 6. Av hensyn til den videre fremdrift i saken, vil et snarlig svar bli verdsatt.

Hvorpå vi uttalte

Hverken lovens formuleringer, omtale i forarbeider, teori eller praksis kan sees å gi grunnlag for å forstå tilbudsbegrepet slik at det også omfatter en SoA som beskrevet. På denne bakgrunn er vi enig i deres prinsipale anførsel.

6.6.4 Fortune Super Equity Management LLCs - Scorpion Offshore Ltd. (e-post 21.08.2008)

Jeg viser til kommunikasjon vedrørende ovennevnte, sist telefonsamtaler i dag. For å imøtekomme markedets behov for informasjon relatert til Fortune Super Equity Management LLCs varslede bud på Scorpion Offshore Ltd, planlegger Oslo Børs å sende nedenstående melding før børsåpning mandag 25. august 2008. Dersom noe av meldingens innhold anses taushetsbelagt etter børsloven § 14 imøteses tilbakemelding om dette innen fredag 22. august 2008 kl. 15.00.

"Det vises til bud på Scorpion Offshore Ltd. fremsatt av Fortune Super Equity Management LLC (FSEM) 9. april 2008, og børsmelding 19. juni 2008. I børsmeldingen fremkommer at FSEM "continues to pursue the bid for SCORPION" og at "the final offer will be put forward in due course".

Oslo Børs har pr. dags dato ikke mottatt noe tilbudsdokument fra FSEM til kontroll. Børsen har på denne bakgrunn henvendt seg til FSEM, og blitt orientert om at selskapet i etterkant av sjeik Nasser Bin Zayed Al Nahyans død 2. juni 2008 er i ferd med å foreta en fornyet vurdering av om et bud vil bli fremsatt. Oslo Børs har bedt FSEM om snarlig å avklare denne usikkerheten gjennom en melding til markedet."

6.6.5 Vphl § 6-19 tredje ledd (e-post av 29. oktober 2008)

Vphl. § 6-19 tredje ledd første og annet punktum lyder; *"Den som har fattet en beslutning om fremsettelse av frivillig tilbud som omhandlet i første ledd, skal straks gi melding til tilbudsmyndigheten og til selskapet. Tilbudsmyndigheten skal offentliggjøre meldingen."* Bakgrunnen for bestemmelsen er i hovedsak å redusere faren for innsidehandel, jf. bl.a. fortalen til direktivet om overtakelsestilbud pkt. 12.

Du reiser spørsmål om hva som er den juridiske konsekvensen av å gi en slik melding. Børsen viser til at rettsvirkningene av melding etter § 6-19 tredje ledd ikke er klart løst i børs-/verdipapirretten, og trolig må løses etter alminnelige avtalerettslige regler.

Spørsmålet du reiser er ikke løst i ordlyden i bestemmelsen, og er ikke drøftet i forarbeidene til nåværende bestemmelse, jf. bl.a. NOU 2005: 17 side 83-84. Deler av vphl. § 6-19 tilsvarer vphl. § 6-8 som gjelder melding om pliktig tilbud. Uttalelser knyttet vphl. § 6-8 antas i utgangspunktet å være relevante for tolkningen vphl. § 6-19.

I forarbeidene til reglene om melding ved pliktig tilbud (vphl. § 6-8, tidligere § 4-8), NOU 1996: 2 s. 121, uttales bl.a.;

"Utvalget viser til at melding om at tilbud vil bli fremsatt i en viss grad kan ses som et tredjemannsløfte som gir de øvrige aksjonærene en berettiget forventning om at de vil gis rett til å få solgt sine aksjer. Markedet vil innrette seg etter meldingen, med de følger det kan få for aksjekursen. Det er derfor utvalgets syn at tilbyder ikke skal kunne trekke seg etter at det er gitt melding om at tilbud vil fremsettes. (...)."

Tredjemannsløfter innebærer at løftegiveren kan forplikte seg overfor løftemottakeren til å gi tredjemann selvstendig rett til å kreve en ytelse fra løftegiveren. Hvorvidt en melding om frivillig tilbud inneholder en slik forpliktelse vil bero på meldingens innhold og en tolkning av denne.

Det er enkelte forskjeller mellom pliktige og frivillige tilbud, bl.a. kan frivillige tilbud være betinget. Det er ikke stilt spesielle innholdskrav til meldingen etter § 6-19 tredje ledd, imens det i melding etter § 6-8 skal angis om det skal fremmes bud eller gjøres nedslag. De nøyaktige vilkårene for et frivillig tilbud vil således ofte først fremgå av tilbudsdokumentet. Tilbyder står fritt til å utforme vilkår og pris, og typisk vilkår er bl.a. krav om 90 % aksept et ikke uvanlig vilkår hvilket kan være vanskelige å oppnå. For pliktige tilbud inneholder også vphl § 6-8 fjerde ledd en særbestemmelse om meldingen, uten at noen tilsvarende bestemmelse finnes for frivillige tilbud.

6.7 GARANTI

6.7.1 Godkjenning av garanti – forholdet til allmennaksjeloven § 4-25 i forbindelse med tvungen overføring av aksjer (brev av 18.12.2008)

Oslo Børs har mottatt garanti datert 17. desember 2008 i forbindelse med tvungen overføring av aksjer i Intelcom Group ASA til Scandinavian Telecom Invest AS etter gjennomføring av frivillig tilbud i henhold til verdipapirhandelloven § 6-22, jf verdipapirforskriften kapittel 6.

Oslo Børs har kontrollert og godkjent garantien i henhold til verdipapirhandelloven § 6-22 (3) nr 3 første punkt og er av den oppfatning at garantien er i samsvar med kravene i verdipapirforskriftens kapittel 6. Oslo Børs har videre kontrollert at vilkårene for øvrig for å unnlate å fremme pliktig tilbud etter vphl § 6-22 (3) er oppfylt.

I henhold til verdipapirhandelloven § 6-15 kan børsen kreve gebyr av tilbyder i forbindelse med godkjenning av tilbudsdokumentet. For frivillige tilbud som senere kontrolleres i forhold unntaket for tilbudsplikt i vphl § 6-22 (3) påløper det en tilleggsavgift iht. børsens avgiftsliste på NOK 100.000,- som vil bli fakturert særskilt.

Garantien kan søkes nedkvittert etter reglene i verdipapirforskriftens § 6-10. Vi minner om at i den utstrekning garantien (i beløp og tid) ikke minst tilsvarer det beløp som etter allmennaksjeloven § 4-25 femte ledd annet pkt skal innbetales på særskilt konto, må slik innbetaling på særskilt konto foretas.

6.7.2 Seadrill Ltd. - Vedrørende søknad om ytterligere nedskrivning av garanti (brev av 10.07.2008)

Vi viser til brev 8. juli 2008 fra Wiersholm, Mellbye & Bech der det på vegne av Seadrill Limited søkes om ytterligere nedskrivning av garantibeløp i forbindelse med pliktig tilbud om kjøp av aksjene i Scorpion Offshore Ltd. Videre vises til korrespondanse 10. juli 2008, herunder deres e-post der børsen anmodes om å bruke sin skjønnsmessige myndighet til å skrive garantien ytterligere ned. Det vises også til brev 26. juni 2008 der børsen ga tillatelse til å nedskrive garantien i tråd med søknad ved brev 25. juni 2008. Etter nedskrivningen lød garantibeløpet på NOK 51 828 040.

Børsen forstår korrespondansen slik at det nå søkes om ytterligere nedskrivning for aksjer kjøpt under tilbudet som er endelig betalt, jf. verdipapirforskriften § 6-10 første ledd bokstav a), og en skjønnsmessig nedskrivning av marginbeløpet da det foreligger særlig tilfelle, jf. verdipapirforskriften § 6-10 første ledd bokstav c).

Børsen har foretatt en gjennomgang av gjenstående garanti og omsøkte nedskrivning. Børsen bemerker i den forbindelse at det i første nedskrivning ble beregnet 10 % marginbeløp av det gjenstående garantibeløp for aksjer det forelå aksept for, jf. deres søknad og børsens brev 26. juni 2008. Marginbeløpet skal imidlertid beregnes av et beløp tilsvarende antall aksjer det ikke foreligger aksept for samt en tilsvarende andel av beløp avsatt til forsinkelsesrenter, med mindre det foreligger særlige tilfeller, jf. verdipapirforskriften § 6-10 første ledd bokstav c). Børsen legger derfor følgende regnestykke til grunn:

Opprinnelig garantibeløp	NOK 2 803 000 000,00
- Nedskrivning av aksjer det ikke foreligger aksept for	NOK 2 730 157 120,00
- Nedskrivning av forsinkelsesrenter for aksjer det ikke foreligger aksept for	<u>NOK 25 726 480,00</u>
= Garantibeløp for aksjer det foreligger aksept for	NOK 47 116 400,00
+ 10 % som margin for ev. omtvistede eller uklare aksepter av beløp og forsinkelsesrenter som det ikke foreligger aksept for	<u>NOK 275 588 260,00</u>
= Nytt garantibeløp	NOK 322 704 760,00
- Aksjer som er betalt pr 8.7.2008	NOK 46 519 360,00
- Forsinkelsesrente for aksjer som er oppgjort og betalt pr 8.7.2008	<u>NOK 435 960,12</u>
= Gjenstående garantibeløp	<u>NOK 275 749 439,88</u>

Spørsmålet er så om børsen skal foreta en ytterligere skjønnsmessig nedskrivning av marginbeløpet. Vilkåret etter forskriften er at det må foreligge et særlig tilfelle, jf. verdipapirforskriften § 6-10 første ledd bokstav c).

Søker har i e-post og pr telefon 10. juli 2008 i det vesentligste anført at svært få har akseptert budet, og at alle som har akseptert tilbudet har fått oppgjør. Det er mest trolig få eller ingen aktuelle tvister knyttet til aksjeeiere som ikke har akseptert tilbudet. Det er ikke kommet inn noen protester eller innvendinger og eventuelle tvister ville nå ha vært kjent. Garantibeløpet bør på denne bakgrunn nedskrives ytterligere.

Børsen viser til at gjenstående garantibeløp i tråd med forskriftens hovedregel ville vært NOK 275 749 439,88. Garantibeløpet er nedskrevet til NOK 51 828 040. Etter børsens oppfatning foreligger det her ikke særlig grunner som tilsier ytterligere nedskrivning av garantien sett i forhold til den vesentlige nedskrivningen som allerede er foretatt, jf. verdipapirforskriften § 6-10 første ledd bokstav c). Søknaden tas etter dette ikke til følge.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden innen to uker, jf. børsloven § 40 og børsforskriften kapittel 8.

7. MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER

7.1 NYE MEDLEMMER 2008

	OPPSTARTSDATO
CAR	10.03.2008
Bear Stearns International Ltd	10.03.2008
Goldman Sachs	31.03.2008
Merrill Lynch	02.05.2008
United Bankers Securities Ltd	13.10.2008
Argo Securities	08.12.2008
Swedbank AB	10.12.2008

7.2 MEDLEMMER SOM HAR AVNOTERT

	AVNOTERT
MP Investment Bank	01.06.2008
Glitnir banki	17.10.2008
Landsbanki Íslands	17.10.2008
Landsbanki Norge	17.10.2008
Kaupthing ASA	01.11.2008

7.3 NOREX MEMBER RULES/HANDELSREGLER

7.3.1 Versjon 2.0 av Norex medlemsregler

7.3.2 Versjon 2.1 av Norex medlemsregler

7.4 OVERTREDELSER

7.4.1 DnB NORs handler i Tandberg Television asa den 20. mars 2007 – brudd på kravet om aktuell markedsverdi (børsstyresak av 19.06.2008)

1. Innledning

Saken gjelder spørsmål om DnB NOR Bank ASA, DnB NOR Markets ("DnB NOR") brøt kravet om aktuell markedsverdi i børsens handelsregler Norex Member Rules ("NMR") ved innleggelse av kjøpsordre i sluttauksjonen i Tandberg Televisjon ASA ("TAT") den 20. mars 2007. DnB NOR hadde den aktuelle dagen behov for å avvikle sin short-eksponering i TAT. Spørsmålet er om måten posisjonen ble søkt avviklet på, det vil si ervervene av TAT-aksjer, var forenlig med handelsreglene.

2. Kort om selskapet

DnB NOR er et av Norges største verdipapirforetak. Foretaket er del av DnB NOR-konsernet, som er Norges største finanskonsern. DnB NOR er medlem på Oslo Børs og market-maker (prisstiller) i en rekke av derivatene som omsettes på Oslo Børs.

3. Sakens bakgrunn

Den 26. februar 2007 fremsatte Ericsson AB (Ericsson) et frivillig tilbud om kjøp av samtlige aksjer i TAT. Prisen i tilbudet var kr. 106 pr. aksje. TAT var på tidspunktet notert på Oslo Børs og selskapets styre anbefalte aksjonærene å akseptere budet i melding av 7. mars 2007. Den 19. mars 2007 ble det offentliggjort melding om at Ericsson hadde oppnådd en akseptgrad på over 87 %. Av meldingen fulgte at Ericsson hadde frafalt vilkåret om 90 % akseptgrad.

TAT inngikk på tidspunktet for Ericssons bud i Oslo Børs' OBX-indeks der aksjens vekt utgjorde ca. 1 %. På bakgrunn av den høye akseptgraden, samt at vilkårene for tilbudet ble frafalt, besluttet Oslo Børs å ta TAT-aksjen ut av OBX-indeksen etter en såkalt "fast exit" prosedyre. Melding om at TAT skulle tas ut av indeksen ble gitt på morgen den 20. mars 2007 av Oslo Børs' derivatavdeling iht. derivatregelverket. På tidspunktet var ca. 10 millioner aksjer ikke solgt eller båndlagt til fordel for Ericsson. Med virkning fra 21. mars ble TAT-aksjen tatt ut av OBX-indeksen.

Det vises til børsmeldinger.

DnB NOR hadde i månedene forut for 20. mars 2007, og gjennom svært mange transaksjoner, ervervet en longposisjon i OBX-indeksen tilsvarende ca. [...] kroner. [...]. Som sikring for longposisjonen hadde DnB NOR short-solgt et korresponderende antall av aksjene som inngikk i OBX-indeksen. DnB NOR var med dette deltanøytral i forhold til kurssvingninger ettersom gevinst eller tap i en posisjon ville bli oppveid av tap eller gevinst i motsatt posisjon. For TATs del hadde DnB NOR short-solgt ca. [...] aksjer. [...]

Som følge av Oslo Børs' beslutning om å fjerne TAT fra OBX-indeksen hadde DnB NOR et behov for å avvikle short-eksponeringen i aksjen. Dette ble gjort ved å erverve et korresponderende antall TAT-aksjer. Handlene ble fortatt den 20. og 21. mars 2007.

Det vises til DnB NORs redegjørelse av 28. mars 2007.

DnB NOR ble oversendt børsens foreløpige konklusjoner i brev av 14. mars 2008. DnB NOR besvarte børsens brev den 14. april 2008.

4. Rettslig grunnlag

Etter Oslo Børs' handelsregler NMR pkt. 4.6.1 skal kjøpsordre som legges inn i børsens handelssystem reflektere aktuell markedsverdi (norsk oversettelse):

"Ordre innlagt i ordreboken, automatisk sluttede handler og manuelle handler må gjenspeile den aktuelle markedsverdien for vedkommende instrument og utgjøre reelle ordre og omsetninger. Det samme gjelder ordre som er gjenstand for akseptslutning.

Med "aktuell markedsverdi" for et instrument menes kurser som etter en total vurdering gjenspeiler gjeldende prising av vedkommende instrument. Ved vurdering av aktuell markedsverdi bør det blant annet tas hensyn til endringer i prisingen av instrumentet i løpet av den aktuelle børsdagen, endringer i prisingen av instrumentet foregående børsdager, instrumentets volatilitet og de generelle endringer i prisingen av sammenlignbare instrumenter, og dersom det er aktuelt, andre særlige forhold knyttet til omsetningen.

En ordre vil ikke gjenspeile aktuell markedsverdi dersom den registreres i ordreboken med en kurs som ikke ville ha bli ansett som aktuell markedsverdi ved en tilsvarende omsetning. Ordrens gyldighetsperiode skal tas i betraktning når ordrens kurs vurderes."

NMR pkt. 4.6.1 er ikke endret siden 20. mars 2007. Etter bestemmelsens første ledd skal ordre i ordreboken, herunder sluttauksjonen, gjenspeile det aktuelle instrumentets aktuelle markedsverdi. I følge annet ledd i pkt. 4.6.1 er aktuell markedsverdi kurser som etter en totalvurdering gjenspeiler prisingen av vedkommende instrument, jf. nærmere i pkt. 7 nedenfor.

Etter lov om regulerte markeder (børsloven) § 31 kan Oslo Børs ilegge børsmedlem overtredelsesgebyr for vesentlige brudd på børsens handelsregler.

5. DnB NORs handler i TAT-aksjen den 20. mars 2007

Ericssons bud på TAT lød på kr. 106 pr. aksje. Oslo Børs offentliggjorde melding om at TAT skulle tas ut av OBX-indeksen på morgenen den 20. mars 2007. For å avvikle sin short-posisjon hadde DnB NOR behov for ca. [...] TAT-aksjer. I følge redegjørelsen av 28. mars 2007 ervervet DnB NOR ca. [...] aksjer til sluttkurs fra egne kunder. DnB NOR hadde etter dette et behov for å erverve ca. [...] aksjer. Ca. [...] av disse ble ervervet i markedet i løpet av handelsdagen. Snittkurs for disse handlene er oppgitt å være kr. [...]. Kl. 16:15 den 20. mars 2007 ble det omsatt en post TAT-aksjer til kurs lik kr. 113,25, dvs. 7,25 kr. mer enn Ericssons frivillige bud. I sluttauksjonen hadde DnB NOR et behov for å erverve ca. [...] aksjer.

Dersom sluttkursen på TAT den 20. mars 2007 ble lavere enn DnB NORs volumvektet snittkurs for avviklingshandlene, ville DnB NOR risikere et tap. Dette fordi sluttkurs gjenspeiles i verdsettelsen av OBX-indeksen. DnB NOR var longeksponert hele 20. mars, og ble shortsikringen avviklet før handelsslutt den dagen, ville DnB NOR pådratt seg en kursrisiko (avviklingshandlene kunne bli høyere enn sluttkurs). DnB NOR hadde således et incitament til å inngå handler på sluttkurs og handle i sluttauksjonen. Inntil det ble gjennomført avviklingshandler hadde det ingen selvstendig betydning hva sluttkursen ble ettersom gevinst i en posisjon ville medføre et tap i motsatte posisjon. En

handelsstrategi hvor deler av avviklingshandlene ble utført gjennom handelsdagen og en betydelig andel ble utført i sluttauksjonen ville med stor sannsynlighet gi en høyere sluttkurs enn den volumvektede snittkursen DnB NOR fikk på avviklingshandlene. En slik strategi gav således DnB NOR lav risiko for tap og dertil høy sannsynlighet for gevinst.

I sluttauksjonen den 20. mars la DnB NOR inn en kjøpsordre lik [...] aksjer til kurs kr. 140 pr. aksje. Siste omsetning på det daværende tidspunkt var kr. 113 pr. aksje, og det var begrenset volum på kjøper- og selgersiden. Ordren på kr. 140 pr. aksje utgjorde en økning på henimot 25 % i forhold til siste omsetning og 20,5 % i forhold nest høyeste kjøperkurs. Kjøpsordren var høyere enn alle de 15 salgsordrene som lå inne. Det var på tidspunktet få aksjer tilgjengelig på selgersiden til kurser under kr. 130.

Det vises til utskrifter fra børsens overvåkingssystem.

I sluttauksjonen matches ikke ordre automatisk før auksjonen avsluttes. Den kontinuerlige handelen avsluttes kl. 16:20 og fra kl. 16:23 gjennomføres auksjoner i samtlige aksjer med ca. 10 sekunders intervaller. Auksjonen i TAT den 20.03.07 ble gjennomført kl. 16:24:25. Fra den kontinuerlige handelen avsluttes kl. 16:20 og til auksjonen gjennomføres vil systemet ikke matche ordre og det kan således ligge inne kjøps- og salgsordre med kryssende kurser. Når auksjonen gjennomføres sluttet ordre med like eller kryssende kurser til den kurs som maksimerer volumet.

DnB NOR var i kontakt med markedsovervåkingen på børsen flere ganger i løpet av den 20. mars 2007. DnB NOR søkte gjennom denne kontakten en forsikring om at handlene som utgjorde sluttkursen, ikke ville bli slettet. Slik forsikring ble ikke gitt, jf. pkt. 7 nedenfor.

6. Selskapets anførsler

DnB NOR har anført at deres handler i sluttauksjonen den 20. mars 2007 var reelle handler som ikke brøt kravet til aktuell markedsverdi. I innledningen til brevet av 14. april heter det:

"DnB NOR mener at ordren ikke var i strid med NMR. Selv om Oslo Børs legger til grunn at ordren, isolert sett, innebærer et brudd på NMR, mener DnB NOR at markedsovervåking gikk langt i å akseptere DnB NORs handlemåte i saken. Uansett om ordren, sett i etterkant, innebærer et brudd på NMR, mener DnB NOR at saken, slik den fremsto for market maker i DnB NOR 20. mars 2007, var så ekstraordinær at et eventuelt brudd ikke kvalifiserer til illeggelse av overtredelsesgebyr."

Det fremgår av redegjørelsen til DnB NOR av 28. mars 2007 at for å unngå å bli prisdrivende i sluttauksjonen, så startet DnB NOR å handle TAT-aksjer tidlig på dagen den 20. mars 2007. DnB NOR har videre redegjort for at megler fant prisnivåer over kr. [...] dyrt. Meglers strategi var derfor å legge seg høyt i ordreboken for å vekke selgerinteresse. Dersom selgere kom på banen som følge av de høye kjøpsordrene, så kunne megler flytte kjøpsordene til et lavere nivå, jf. nedenfor.

DnB NOR har i redegjørelsen beskrevet ordreinnleggelsen i sluttauksjonen som følger:

"Ved starten av sluttauksjonen lå det selgere med totalt ca. 10 000 aksjer på prisnivåer under 130. [Megler] forstod da at han måtte legge seg høyt for å få gjort nok aksjer og la da inn bud på 140 kroner for å være sikker på å få gjort hele antallet og for å trigge selgere. Det kom da inn selgere med [...] aksjer på 140. [Megler] lykkes dermed i å få nok volum på selgersiden til å få kjøpt sine [...] aksjer. Han la seg da ned på 130 for å se om ikke det ville komme nok selgere på dette nivået. Tanken var å fortsette nedover etter hvert som selgere kom på banen. Dette fordi rasjonelle investorer burde være villig til å selge til 106

eller høyere. Normalt skulle det ha kommet mange selgere på banen (ref. over), og det var svært overraskende at det nesten ikke var selgere i markedet i det hele tatt. [Megler] la seg derfor opp på 140 igjen for nok en gang å prøve å trigge selgere. Normalt ville selgere da se at auksjonen lå an til å gå til en sluttkurs på 140 og de ville kaste seg inn på selger siden på lavere nivåer for å være garantert å få aksjer i sluttmatchen, noe som ville presset ned sluttkursen. Dette skjedde imidlertid ikke i større grad enn at auksjonen gikk til en sluttkurs på 130.”

I sitt brev av 14. april 2008 har DnB NOR anført at børsens beslutning om fast exit av TAT-aksjen er et "særlig forhold" i NMR pkt. 4.6.1. Den korte tiden fra beslutningen ble offentliggjort til aksjen ble tatt ut, er relevant når en aktørs ordre skal vurderes. Børsens beslutning medførte en spesiell situasjon som det var vanskelig å adressere for DnB NOR på annen måte enn det som ble gjort. Det må også legges vekt på den begrensede likviditeten i aksjen.

Når det gjelder en aksjes aktuelle markedsverdi anfører DnB NOR at denne skal fastsettes basert på en helhetlig vurdering. Ordrene i sluttauksjonen den 20. mars 2007 var reelle og hvorvidt en ordre er reell har blitt tillagt avgjørende vekt i tidligere saker, jf. Børsklagenemndens sak 2/2002 og 3/2006. DnB NOR anfører videre at:

“DnB NOR er ikke enig i at en kjøpsordre med kursavvik noe over 20 % over siste omsetningskurs ikke kan anses å gjenspeile aktuell markedsverdi dersom det ikke finnes f. eks selskapsmessige forhold som kan begrunne et slikt avvik. I oppkjøpssituasjoner er det ofte betydelige kursglidninger, til tross for at de selskapsrelevante forhold ligger fast...”

Børsen referer til budet på kr. 106 som et "pristak" for TAT-aksjen og anser dette for en skjerpene omstendighet i saken. Dersom markedet hadde vært av denne oppfatningen, burde det vært en enkel sak å finne selgere på disse nivåene, med dette var altså ikke tilfellet. For DnB NOR ble det i løpet av handledagen 20. mars klart at det ikke var mulig å fylle DnB NORs fulle behov på kurser på eller rundt budet fra Ericsson, noe som også illustreres ved at aksjen før sluttauksjonen endte på kr. 113,25.”

Gitt at markedet var som det var den 20. mars, anføres det videre at aktørene må ha en betydelig frihet med hensyn til hvilket nivå ordre legges på. I brevet anføres det også at NMR pkt. 4.6.1 er lite velegnet i sluttauksjoner. Subsidiært anføres det her av DnB NOR at selv om en ordre på kr. 140 ikke gjenspeilte aktuell markedsverdi før sluttauksjonen, så var situasjonen den motsatte i sluttauksjonen. I følge DnB NOR er formålet med sluttauksjonen å finne frem til aktuelle markedsverdi og er det reell kjøpsinteresse over salgsinteressen, og dette trekker kursen på aksjen opp, er det ikke grunnlag for å hevde at kursen i sluttauksjonen ikke reflekterer reell markedsverdi. Dette må gjelde også der børsen i etterkant sletter omsetninger. Oppsummert mener DnB NOR at kravet til aktuell markedsverdi skal forstås mindre strengt i sluttauksjonen.

I brevet av 14. april 2008 anfører DnB NOR videre at kontakten mellom foretaket og børsens markedsovervåkning er moment av stor vekt. DnB NOR og børsen var i kontakt i løpet av og etter handelsdagen, samt i sluttauksjonen. I brevet anføres det av DnB NOR klarerte ordreinnleggelsen med Oslo Børs. Konkret forhørte megler hos DnB NOR seg med børsen med hensyn til ordreinnleggelse i sluttauksjonen til kursene kr. 130, 135 og 140. Det ble fra DnB NOR søkt en forsikring om at handler på disse nivåene ikke ville bli slettet, noe DnB NOR mener ble gitt. DnB NOR kan på bakgrunn av den løpende dialogen med markedsovervåkingen ikke bebreides for ordreinnleggelsen i etterkant.

Det vises til brev fra DnB NOR av 28. mars 2007 og 14. april 2008.

7. Oslo Børs' vurdering av ordreinnleggelsen i sluttauksjonen

7.1 Generelt

Omsetningen av finansielle instrumenter på Oslo Børs er gjenstand for en omfattende regulering. Tilsvarende regulering finnes ikke der aktører handler bilateralt, selv om de generelle atferdsreglene i verdipapirlovgivningen også gjelder slik omsetning. Hensynet til en velfungerende og tillitsvekkende prisme mekanisme tilsier at aktørene på markedsplassen tar tilbørlig hensyn til markedet som sådant. Etter omstendighetene må en aktør avstå fra en handling som er oppportun for vedkommende av hensyn til andre aktører. Dette vil kunne gjelde selv om handlingen har en legitim begrunnelse.

Kjøps- og salgsordre som legges inn i børsens handelssystem skal reflektere aktuell markedsverdi for vedkommende instrument, jf. NMR pkt. 4.6.1. Kravet reduserer risikoen for interessekonflikter mellom en aktør på den ene siden og markedet på den andre siden. NMR pkt. 4.6.1 gjelder både i forhold til medlemmers egenhandel og kundehandel. Der et børsmedlem utfører en kundeordre vil kravet til aktuell markedsverdi suppleres av blant annet reglene om beste resultat ved ordreførelse i verdipapirhandelloven § 10-12 med forskriften. Kravet om aktuell markedsverdi supplerer manipulasjonsforbudet i verdipapirhandelloven § 3-8 som forbyr transaksjoner og handelsordre som gir eller er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter.

Kravet om aktuell markedsverdi gjelder hele handelsdagen, også i sluttauksjonen. Det var inntil 2003 ikke tillatt med ordre mot slutten av handelsdagen som avvikte mer enn ca. 2 % fra kursbildet ved innleggelsen, jf. skriv av 22. desember 2000 (ikke vedlagt). Sluttauksjon ble innført på Oslo Børs fra februar 2003, og i skriv av 14. januar 2003 har børsen presisert det ansvaret som påhviler børsmedlemmene i sluttauksjonen (ikke vedlagt):

“Foretakene plikter å ta spesielt hensyn til markedets integritet, jfr. verdipapirhandelloven § 9-2 første ledd. Ved avslutning av markedsdagen er markedet spesielt sårbart, og bestemmelsen har derfor særlig betydning ved slutten av kontinuerlig omsetning og i sluttauksjonen. I forhold til verdipapirer som normalt sett har lav likviditet eller hvor det sjelden gjennomføres en sluttauksjon, plikter medlemmene å ta ekstra hensyn og bidra til korrekt prising.”

7.2 Betydningen av at ordrene var reelle

DnB NOR har overfor Oslo Børs anført at ordrene i sluttauksjonen den 20. mars 2007 var reelle og således ikke i strid med kravet til aktuell markedsverdi. I brevet av 14. april 2008 pekes det på praksis fra Børsklagenemnden der ordre og handler ikke har vært reelle til forskjell fra i nærværende sak. Børsen bemerker at dersom ordrene i sluttauksjonen ikke hadde gjenspeilet en reell kjøpsinteresse, så ville ordrene trolig vært i strid med atferdsreglene i verdipapirhandelloven. Kravet til aktuell markedsverdi i NMR gjelder også der et børsmedlem legger inn reelle ordre.

7.3 Kontakten med Oslo Børs

DnB NOR anfører at den løpende kontakten med Oslo Børs den 20. mars 2007, og samtalene etter ordreinnleggelsen i sluttauksjonen i sær, må hensyntas ved vurderingen av ordrenes godhet. I sitt brev av 14. april 2008 viser DnB NOR til at børsen tidlig på handelsdagen ikke ville gi noen garanti om at sluttkurs ble stående. Videre vises det til at børsen, noen minutter inn i sluttauksjonen, antydte at omsetninger på kr. 140 ikke ville bli slettet.

Utskrift av samtalene mellom DnB NORs megler og Oslo Børs' markedsovervåkning er inntatt i [...]. I samtale kl. 10:11, 13:46 og 16:22 gir børsen megler beskjed om at sterkt avvikende ordre utgjør et brudd på handelsreglene. I samtale kl. 16:15 og 16:27 er børsen uklar på om meglers handelsstrategi er i tråd med regelverket. I noen av

samtalene utøver megler et utilbørlig press på børsens ansatte i markedsovervåkingen, jf. særlig samtalen kl. 16:22 der det [...].

Det er positivt at megler hos DnB NOR tok kontakt med børsen for å diskutere utførelsen av kjøpsordrene i TAT. Oslo Børs gav imidlertid i sin dialog med DnB NOR ingen garanti eller forsikring om at sluttkursen den 20. mars 2007 ville bli stående uavhengig av ordrene som ble lagt inn. Børsen kan i forkant av en ordreførelse ikke gi noen "forhåndsklarering" av handelen. Det er børsmedlemmers ansvar å vurdere om deres ordre er i samsvar med handelsreglene. Vurderingen må gjøres "ex ante", det vil si i forkant av innleggelse i handelssystemet eller gjennomføring manuelt.

På generelt grunnlag anbefales børsmedlemmer å diskutere sin ordreførelse med børsen når det er tvil knyttet til ordren. En tilbakemelding fra børsen gitt under tidspress om et komplisert vurderingstema, må likevel alltid anses som forbeholden og foreløpig. Transaksjoner på børsen vil kunne bli gjenstand for en nærmere vurdering i etterkant av gjennomføringen. Der det viser at en ordre ikke reflekterte aktuell markedsverdi kan handelen bli slettet på et senere tidspunkt, til tross for kontakt med børsen.

7.4 Kravet om aktuell markedsverdi, herunder betydningen av "fast exit"

Oslo Børs ser at DnB NOR den 20. mars 2007 hadde et behov for å avvikle shortposisjonen i TAT. Børsen ser også at DnB NOR hadde et behov for å unngå risiko ved å handle på sluttkurs eller nært opptil fastsettelse av denne. Etter handelsreglene er det likevel slik at ordre på børs, herunder manuelle handler - av hensyn til markedet - skal gjenspeile det aktuelle instrumentets markedsverdi.

I følge NMR pkt. 4.6.1 er et finansielt instruments aktuelle markedsverdi kurs som etter en totalvurdering gjenspeiler gjeldende prising av instrumentet. Bestemmelsens annet ledd angir momenter som bør inngå i vurderingen av gjeldende prising, herunder kursendinger i løpet av handelsdagen, kursendinger foregående handelsdager, instrumentets prisvolatilitet og prisingen av sammenlignbare instrumenter. Ingen av disse momentene tilsa en aktuell markedsverdi på TAT den 20. mars 2007 lik kr. 140 pr. aksje. En kjøpsordre som er henimot 25 % over sist omsatt kurs vil som utgangspunkt ikke gjenspeile aktuell markedsverdi med mindre det finnes selskapsspesifikke eller markedsmessige forhold som kan begrunne ordren, eventuelt at det inntreffer en annen uvanlige omstendighet som f. eks et oppkjøpstilbud.

Til slutt i NMR pkt. 4.6.1 annet ledd fremgår det at andre særlige forhold knyttet til omsetningen også kan hensyntas ved vurderingen av hva som utgjør gjeldende prising. En beslutning om "fast exit" fra OBX-indeksen, og det påfølgende behovet for å avvikle en sikringsposisjon, kan være et slikt særlig forhold som inngår i totalvurderingen. Det er likevel klart at momentet vil ha begrenset vekt når det skal tas stilling til et finansielt instruments aktuelle markedsverdi. På bakgrunn av Ericssons melding den 19. mars 2007 der det opplyses om en akseptgrad i det frivillige tilbudet på over 87 %, herunder at vilkåret om 90 % aksept frafalles, kan det ikke ha vært overraskende at TAT-aksjen ville bli tatt ut av OBX-indeksen.

Børsen ser at en noe lenger varslingsfrist til markedet om "fast exit" trolig ville vært hensiktsmessig for aktører med posisjoner i OBX-indeksen. Oslo Børs er imidlertid ikke kjent med vesentlige kursutslag når aksjer tidligere har blitt fjernet fra OBX-indeksen etter "fast exit" prosedyren. Da børsen for eksempel besluttet å ta ut Smedvig ASA og Petrojarl ASA av OBX-indeksen etter samme prosedyre, førte utgangene ikke til noe kursutslag i sluttauksjonen de aktuelle dagene, henholdsvis 30. januar og 19. oktober 2006.

DnB NOR har anført at det ikke kan oppstilles et tak for hvor langt en investor skal kunne strekke seg for å få kjøpt det antall aksjer han ønsker, gitt at kjøpsinteressen er reell. Oslo Børs er enig i at det for ordre ikke kan oppstilles noe tak i forhold til siste

omsetningskurs. I fravær av spesielle selskaps- eller markedsmessige forhold, legger imidlertid handelsreglene føringer for hvor langt en investor kan strekke seg. DnB NOR synes å være enig i at avvik fra siste omsetningskurs er et relevant moment i vurderingen av aktuell markedsverdi, likevel slik at avviket alene ikke kan tillegges avgjørende betydning. Oslo Børs finner grunn til å legge stor vekt på avviket, jf. nedenfor.

DnB NOR har anført at det var begrenset likviditet i TAT som følge av Ericssons frivillige bud. Det bemerkes at ca. 10 millioner TAT-aksjer ikke var solgt eller båndlagt til fordel for Ericsson på det aktuelle tidspunktet. Det var etter børsens vurdering tilstrekkelig fri flyt i aksjen til at DnB NOR kunne ha ervervet de nødvendige aksjene.

I følge DnB NOR opptrådte markedet ikke rasjonelt den 20. mars 2007 ettersom det var begrenset salgsinteresse på nivåer over kr. 106 som var kursen i Ericssons tilbud. Oslo Børs er enig i at en rasjonell investor burde vært interessert i å selge sine aksjer til nivåer over kr. 106. DnB NOR handlet en del volum på børs i løpet av handelsdagen den 20. mars [...]. Det vesentligste av utestående volum ble likevel spart til sluttauksjonen. En slik strategi var opportunt for DnB NOR fra et risikoståsted, men ikke heldig for markedet som sådant.

DnB NOR har videre anført at kravet til aktuell markedsverdi må forstås lempeligere i sluttauksjonen enn tidligere i handelsdagen. Formålet med sluttauksjonen er i følge DnB NOR å fastsette aktuell markedsverdi, noe kjøper og selger må ha adgang til gitt at ordrene er reelle. Oslo Børs er enig i at avvikene fra sist omsetning kan være noe større i sluttauksjonen enn i løpet av handelsdagen for øvrig. Det er imidlertid grunn til å understreke det vesentlige avviket DnB NORs ordre innebar, tidspunktet for ordreinnleggelsen, samt det betydelige volumet. Kjøpsordrene på kr. 140 var betydelig høyere enn siste omsetning og øvrige kjøpsordre. Volumet på kjøpsordren var stort og innleggelsen fant sted et stykke ut i sluttauksjonen. Det må for megler i DnB NOR ha fremstått som svært sannsynlig at ingen andre kjøpsordre ville føre til en sluttkurs over nivået på DnB NORs ordre.

Børsen er ikke kjent med i hvilken grad de store "Londonhusene" legger inn store ordre med avvikende kurser i sluttauksjonen slik DnB NOR anfører. Børsmedlemmene er gjennomgående forsiktige ved avslutning av markedsdagen. Store volumer kan forekomme, men kursene skal representere aktuell markedsverdi. Oslo Børs har lang praksis for å vurdere sluttkurs og griper inn ved avvik fra aktuell markedsverdi, også i form av sletting. Viktigheten av ordre i sluttauksjonen kommer til uttrykk også i verdipapirforskriften § 3-2 første ledd bokstav g:

"I vurderingen av om handelsordrer eller transaksjoner utgjør markedsmanipulasjon etter verdipapirhandelloven § 3-8 annet ledd nr. 1, skal blant annet følgende momenter tas i betraktning...

om eller i hvilken grad handelsordrer inngis eller transaksjoner gjennomføres på eller omkring et bestemt tidspunkt når referansepriser, oppgjørpriser eller verdiberegninger foretas og dette medfører en kursendring som har innvirkning på slike priser eller beregninger."

Kursendringer i OBX-indeksen foranlediges av endringer i sluttkursene på de underliggende aksjene. En korrekt og reell fastsettelse av sluttkurs er av stor betydning for den aktuelle aksje og indekser mv. som benytter sluttkursen som referanse.

7.5 Konklusjon

DnB NOR la i sluttauksjonen den 20. mars 2007 inn kjøpsordre som avvek betydelig fra tidligere kjøpsordre og omsetninger i TAT-aksjen. Etter Oslo Børs' vurdering gjenspeilet ikke kjøpsordrene aksjens gjeldende prising og DnB NOR brøt således kravet om aktuell

markedsverdi i NMR pkt. 4.6.1. Bruddet er etter børsens syn vesentlig, jf. pkt. 8 nedenfor.

NMR pkt. 4.6.1 skal verne markedsaktørene mot avvikende kurser og hindre at en aktørs økonomiske interesser forstyrrer den reelle prisingen av et instrument. En aktørs behov for å unngå eller redusere risiko kan ikke veie tyngre enn behovet for en velfungerende og tillitvekkende prismekanisme for de øvrige markedsaktørene. Ved DnB NORs avvikling av short-eksponeringen var det behovet for å unngå risiko som var bestemmende. Kjøpsordrene som ble lagt inn i sluttauksjonen gjenspeilet derved DnB NORs behov for å avlaste risiko, ikke aktuell markedsverdi på TAT-aksjen.

Etter børsens vurdering burde DnB NOR søkt å foreta en større andel av avviklingshandlene tidligere på dagen den 20. mars. Som alternativ kunne DnB NOR akseptert risikoen det innebar å gjennomføre deler av avviklingshandlene den påfølgende handelsdag. Gitt budet til Ericsson anses denne risikoen beskjeden. De ca. [...] TAT-aksjene som var nødvendige for å avslutte DnB NORs short-eksponering, ble ervervet 21. mars 2007 til kurser under kr. 113 (offisiell sluttkurs den 20. mars), noe som etter det børsen forstår medførte en gevinst for DnB NOR.

8. Sanksjonsspørsmålet

Oslo Børs anser DnB NORs brudd på handelsreglens krav om aktuell markedsverdi som så alvorlig at det bør ilegges et overtredelsesgebyr. Etter børsens syn utgjorde DnB NORs ordreinnleggelse et vesentlig brudd på handelsreglene. Den betydelige differansen til sist omsatte kurs understreker regelbruddet og det kan ikke være avgjørende at DnB NORs ordre var reelle eller at megler hadde til hensikt å "lokke ut" selgere. Alle ordre som gjennomføres på børs skal reflektere aktuell markedsverdi, også de som ikke matches automatisk. I etterkant av handlene den 20. mars mottok Oslo Børs flere reaksjoner fra markedsaktører på de sterkt avvikende kursene.

Sakens alvor understrekes av "pristaket" som Ericssons bud i realiteten medførte. Det var på tidspunktet for handlene påregnelig at Ericsson ville oppnå en 90 % akseptgrad, noe som ville gi Ericsson og minoritetseierne rett til tvangsinnløsning. Det bemerkes at DnB NOR neppe kunne gjennomført en kundeordre til kurs kr. 140 den 20. mars 2007, uten at dette tillegges stor vekt her. Det bemerkes også at DnB NOR registrerte kjøpsordren på kurs 140 kl. 16:21:22, ca. ett minutt etter at auksjonsperioden ble innledet. At det ble ventet i ca. 1 minutt før ordren ble registrert, reduserte sannsynligheten for at aktuelle selgere skulle få anledning til å registrere salgsordre som en respons på DnB NORs kjøpsordre.

En beslutning om "fast exit" og det påfølgende avviklingsbehovet kan begrunne en kjøps- eller salgsinteresse, men ikke ligge til grunn for kjøpsordre på kr. 140 som avviker henimot 25 % fra siste omsetning. Dersom behovet for å redusere risiko som følge av en "fast exit" beslutning var styrende for vurderingen av aktuell markedsverdi, ville kursnotering i finansielle instrumenter som inngår i sikringsposisjoner kunne bli svært usikker.

Det er tidligere ilagt overtredelsesgebyr for brudd på kravet til aktuell markedsverdi. I sak 2/2002 stadfestet børsklagenemnden Oslo Børs' gebyr på kr. 750 000 for brudd på NMR pkt. 4.6.1. Overtredelsen i nærværende sak er alvorlig, men etter børsens vurdering ikke like alvorlig som i børsklagenemndens sak 2/2002. I nevnte sak ble det over tid innlagt flere ordre som ikke gjenspeilet aktuell markedsverdi. I sak 2/2006 ble Kaupthing ASA som følge av feilinnlagte ordre ilagt et overtredelsesgebyr på kr. 250 000 for gjentatte brudd på NMR pkt. 4.6.1. Nærværende sak er mer alvorlig enn dette ettersom kjøpsordrene på kr. 140 ble innlagt etter en bevisst handelsstrategi. Børsen har etter en helhetlig vurdering funnet at overtredelsesgebyret i saken bør settes til kr. 400 000.

9. Vedtak

Børsstyret vedtok å ilegge DnB NOR Bank ASA et overtredelsesgebyr på kr. 400 000 for brudd på kravet i Norex Member Rules pkt. 4.6.1 om at ordre som megler legger inn i børsens handelssystem skal gjenspeile den aktuelle markedsverdi, jf. lov om regulerte markeder (børsloven) § 31 og børsforskriften § 33.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden etter reglene i børsforskriften kapittel 8. Klagefristen er to uker.

7.4.2 Enskildas videreformidling av ordre 5. mai 2008 - Brudd på kravet om aktuell markedsverdi (børsstyresak av 29.10.2008)

1 Innledning

Saken gjelder spørsmål om Enskilda brøt kravet om aktuell markedsverdi i børsens handelsregler Norex Member Rules ("NMR") ved automatisk videreformidling av feilordre fra [REDACTED] den 5. mai 2008.

2 Kort om selskapet

Enskilda er et heleid datterselskap av Skandinaviska Enskilda Banken AB (SEB). Alle meglerforetakene i gruppen omtales samlet som SEB Enskilda. Skandinaviska Enskilda Banken AB omsatte i 2007 for 40 milliarder svenske kroner, og 8 % av driftsresultatet genereres av SEB Enskilda ASA. Dette er nest høyest innen konsernet etter den svenske virksomheten. Det er ca. 20 000 ansatte i Skandinaviska Enskilda Banken AB. Enskilda er medlem på Oslo Børs og har hatt avtale om automatisk ordreforbidling til markedsplassen fra januar 2003.

3 Sakens bakgrunn

Enskilda har avtale med [REDACTED] om automatisk ordreforbidling (AOR) til Oslo Børs' markeder. Den 5. mai 2008 kl. 13:13 ble det meldt inn 3 utenombørs omsetninger i Aker Yards aksjen som var merket med handelstypen derivat relatert (DRTR). Disse handlene inngår ikke som en del av den offisielle prisingen av aksjen eller indekser aksjen inngår i. [REDACTED] automatiske algoritmebaserte maskin feiltolket disse handlene som handler med normale markedsvilkår. Dette utløste en rekke ordre fra maskinen som totalt medførte at Enskilda kjøpte 69 900 aksjer i selskapet i løpet av ca. 4 minutter. Som følge av ordrene økte selskapets børs verdi med over 20 % som tilsvarer ca. 1,6 milliarder kroner.

Markedsovervåking ved Oslo Børs oppdaget forholdet og innførte børspause kl. 13:18. I løpet av børsferien var det kontakt med Enskilda, og børsferien ble opphevet klokken 14:51. Enskilda kjøpte totalt 387 200 aksjer etter at børsferien ble opphevet uten at det oppstod lignende hendelser. Kursen i Aker Yards holdt seg likevel noe høyere enn før hendelsen inntraff kl. 13:13.

Børsen ba om en redegjørelse fra Enskilda om episoden og mottok en e-post fra Enskilda 6. mai hvor det ble gitt et foreløpig svar og hvor kundens forklaring på hendelsen fremkommer. Fra e-posten trekkes følgende frem:

"Børsen er kjent med at vi over noe tid har arbeidet med den aktuelle DMA-situasjonen) og vi vil kort nevne at vi ser alvorlig også på den foreliggende hendelsen i Aker Yards. Av den grunn mottok vi allerede i går en redegjørelse fra vår morselskap i Stockholm, hvor det går frem at ordreinnleggelsen fant sted som følge av en feil i [REDACTED] algoritme. Mer konkret har vi blant annet mottatt følgende forklaring. (Svaret ble for øvrig mottatt her i går kl. 14:51.)*

"Förklaringen från kunden är att

- mycket stor volym rapporterad ("off exchange trades", derivatrelaterade)

- denna volym triggade (felaktigt) kundens algoritmer att köpa aggressivt
- handeln var ej triggad av information (annat än den som visade på avslutstickern)
- de har stängt av algon"

Se forøvrig punkt 5 for ytterligere kommentarer fra Enskilda.

I tillegg til kommunikasjon med Enskilda vedrørende saken, ble det avholdt ett møte den 14.mai 2008 i Oslo Børs` lokaler med representanter for Enskilda og ████████ som deltok pr. telefon samt en kunde av ████████. Møtet omhandlet AOR-handelen til den aktuelle kunden. Fra november 2007 har markedsovervåkingen uttrykt bekymring for Enskildas AOR handel, men begrenset seg til dialog og samtaler om temaet og møtet skulle adressere problemstillingene. Denne sakens tema ble imidlertid ikke diskutert på møtet, blant annet fordi ████████ representant ikke ønsket hendelsen som tema ettersom den aktuelle kunden som var med i telefonmøtet ikke var delaktig i handelen 5. mai i AKY.

Et utkast til innstilling i saken ble oversendt til Enskilda ved brev 9. september 2008, og selskapet utdypet sine anførsler i brev 25. september 2008.

4 Rettslig grunnlag

Etter Oslo Børs' handelsregler NMR pkt. 4.6.1 skal kjøpsordre som legges inn i børsens handelssystem reflektere aktuell markedsverdi (norsk oversettelse):

"Ordre innlagt i ordreboken, automatisk sluttede handler og manuelle handler må gjenspeile den aktuelle markedsverdien for vedkommende instrument og utgjøre reelle ordre og omsetninger. Det samme gjelder ordre som er gjenstand for akseptslutning.

Med "aktuell markedsverdi" for et instrument menes kurser som etter en total vurdering gjenspeiler gjeldende prising av vedkommende instrument. Ved vurdering av aktuell markedsverdi bør det blant annet tas hensyn til endringer i prisingen av instrumentet i løpet av den aktuelle børsdagen, endringer i prisingen av instrumentet foregående børsdager, instrumentets volatilitet og de generelle endringer i prisingen av sammenlignbare instrumenter, og dersom det er aktuelt, andre særlige forhold knyttet til omsetningen.

En ordre vil ikke gjenspeile aktuell markedsverdi dersom den registreres i ordreboken med en kurs som ikke ville ha bli ansett som aktuell markedsverdi ved en tilsvarende omsetning. Ordrens gyldighetsperiode skal tas i betraktning når ordrens kurs vurderes."

Etter bestemmelsens første ledd skal ordre i ordreboken gjenspeile instrumentets aktuelle markedsverdi. I følge annet ledd i pkt. 4.6.1 er aktuell markedsverdi kurser som etter en totalvurdering gjenspeiler prisingen av vedkommende instrument, se pkt. 6 nedenfor.

Handelsreglene inneholder videre også bestemmelser om medlemmets ansvar for automatisk ordreformidling, jf. NMR pkt. 4.9.3 (norsk oversettelse);

"Medlemmet har samme ansvar for ordre som formidles via automatisk ordreformidling, som for ordre medlemmet registrerer på annen måte."

Handelsreglene stiller også ytterligere krav til ordre som formidles via automatisk ordreformidling, jf. NMR pkt. 4.9.4 (norsk oversettelse):

"Medlemmet skal etablere egnede tekniske og administrative ordninger for å sikre at ordrer formidlet via automatisk ordreformidling ikke er i strid med NOREX Member rules."

Krav til teknisk utforming og løsninger etc. fremkommer av NMR pkt. 4.9.10 flg. jfr. 3.2.3 flg.

Etter lov om regulerte markeder (børsloven) § 31 jfr. børsforskriftens § 33, jfr. NMR pkt. 4.11.9 kan Oslo Børs ilegge børsmedlem overtredelsesgebyr for vesentlige brudd på børsens handelsregler

5 Medlemmets anførsler

5.1 Medlemmets tidlige anførsler

Enskilda legger til grunn at handlene i Aker Yardsaksjen som ble automatisk videreformidlet gjennom Enskilda den 5. mai skyldtes feil i deres kundes programmering av sin algoritmebaserte datamaskin som førte til at markedsprisen i Aker Yards, uten tilstedeværelsen av andre kursdrivende nyheter/begivenheter, økte med ca. 20 % basert på feil i algoritmer. Det anføres fra Enskilda i brev av 30. mai:

"Det som, etter var oppfatning, er kjernen i denne saken er hvordan børsmedlemmets ansvar for at ordre skal gjenspeile den aktuelle markedsverdien skal kunne anses oppfylt, jfr også NMR pkt 4.9.3, når ordren genereres automatisk fra en maskin som børsmedlemmet ikke selv har programmert eller har tilstrekkelig kontroll eller innsyn med hensyn til programmering av de enkelte algoritmer. I nærværende sak synes det uomtvistet at det ble gjort en programmeringsfeil hos kunden som medførte at markedsprisen på Aker Yards, uten tilstedeværelsen av andre kursdrivende nyheter/begivenheter, økte med cirka 20 % basert på feil i algoritmer. At dette som et utgangspunkt ikke kan sies å gjenspeile markedsverdien er vi ikke uenige i."

Enskilda reiser imidlertid spørsmål om hvor langt dette ansvaret rekker for tredjeparts handler gjennom medlemmet. Fra Enskildas tidlige korrespondanse trekkes følgende frem:

"Anvender man NMR strengt etter ordlyden tør det være rimelig klart at det er børsmedlemmet som har ansvar for at enhver ordre som legges inn i handelssystemet oppfyller kravene i NMR. Dette ansvaret forutsetter imidlertid, så vidt vi kan vurdere, at børsmedlemmet er i stand til å fange opp at det programmeres feil i det øyeblikk det programmeres feil, f eks gjennom diverse filtre hos sluttbrukeren. Børsmedlemmet vil neppe ha mulighet til i alle tilfelle å føre en slik løpende kontroll med algoritmene som kundene eller deres maskiner vil benytte, noe som vil kunne medføre slike løsninger, dersom børsmedlemmet alene skal bære det totale ansvar for slike feil, vanskelig kan la seg opprettholde".

5.2 Medlemmets senere anførsler

I sitt svarbrev til Oslo Børs i anledning forhåndsvarsel datert 25. september 2008, bestrider Enskilda at de faktiske forhold er uomtvistet og mener heller ikke handelsreglene overtrådt. Fra brevet hitsettes:

"SEB Enskilda bestrider at det foreligger noe brudd på NMR pkt 4.6.1, jfr pkt 4.9.3 og vi bestrider at de faktiske forhold er uomtvistet. For det første vil vi vise til at man ut fra ordre- og omsetningsbildet ikke kan legge til grunn at vår kundes ordreinnleggelse (hver enkelt ordre) var i strid med pkt 4.6.1 så lenge vår kunde kjøpt aksjer på eller innenfor spread. Etter det vi kan se tok vår kundes maskin kun ut beste selger i markedet, noe som åpenbart ikke kan være i strid med

aktuell markedsverdi. For det annet viser "spreadbildet" at også andre aktører la inn ordre, herunder at flere av transaksjonen var selgerinitiert. Når det gjelder faktum så var våre svar til Oslo Børs 6. og 30. mai 2008 basert på det vi fikk opplyst fra vår kunde, det vår kunde hadde opplyst i samtaler med Oslo Børs og den informasjon Oslo Børs ga oss. Vi hadde da ikke fullt innsyn i ordre- og handelsbildet hvilket innebar at vi, bl a på grunn av kort tidsfrist, ikke hadde full oversikt over faktum".

SEB konkluderer i samme skriv slik:

"Etter vår oppfatning foreligger det intet brudd på det gjeldende regelverk og det foreligger således heller intet grunnlag for sanksjoner. Vi vil i tillegg vise til at Oslo Børs allerede har innført generelle tiltak ("circuit breakers") for å forhindre vesentlige markedsforstyrrelser som følge så vel DMA basert handel som av tradisjonelle meglers ordreinnleggelse. Å ilegge sanksjoner i nærværende sak vil da ikke ha noen preventiv virkning. I tillegg viser vi til Disciplinårendet 2007:3 mot Timberhill (OMX Stockholm). Disciplinåmnden uttalte der at man var inneforstått med at forskriftene i blant kan være vanskelige å anvende (tolke?) og at enkeltovertrædelser ikke skal lede til disiplinærreaksjoner. I den saken handlet det om medlemmets egen algoritmehandel".

6 Oslo Børs' vurdering

6.1 Generelt

Kjøps- og salgsordre som legges inn i børsens handelssystem skal reflektere aktuell markedsverdi for vedkommende instrument, jf. NMR pkt. 4.6.1. Kravet reduserer risikoen for interessekonflikter mellom en aktør på den ene siden og markedet på den andre siden. NMR pkt. 4.6.1 gjelder både medlemmets egenhandel og kundehandel. Der et børsmedlem utfører en kundeordre vil kravet til aktuell markedsverdi suppleres av blant annet reglene om beste resultat ved ordreutførelse i verdipapirhandelloven § 10-12 med forskrift. Det er i utgangspunktet ikke relevant for vurderingen hva som er grunnlaget for investeringsbeslutningen, da det er handelsmønsteret samlet sett som er avgjørende for om ordrene er i strid med bestemmelsen.

6.2 Betydningen av at ordrene var automatiske og formidlet fra tredjepart

NMR regulerer ansvaret ved automatisk ordreformidling fra tredjepart. Bruk av automatisk ordreinnleggelse krever blant annet at medlemmet har etablert tekniske og administrative ordninger for å sikre at ordrene ikke strider mot NOREX Member Rules, jf. NMR pkt. 4.9.4. Handelsreglene reguleres således tredjeparts ansvar direkte, og medlemmets ansvar for ordre som er rutet via foretaket likestilles med medlemmets ansvar for manuelt innlagte ordre.

Ut i fra dette påhviler risikoen for feilordre medlemmet og det kreves sikkerhetstiltak fra foretaket som for eksempel tilstrekkelig ordrefiltre og tilstrekkelig menneskelig kontroll.

Etter børsens oppfatning er medlemmet nærmest til å hindre at feilordre sendes markedet gjennom egne datasystemer og eller manuelle rutiner. Medlemmet er også nærmest til å fordele risiko, innarbeide ansvar og sette krav til kvalitet i sine kontrakter og avtaler med kunder, samt å sørge for at disse forhold er avstemt riktig mot valgt teknisk og operativ løsning.

Oslo Børs gir ingen forhåndsgodkjenning av interne filtreringssystemer og rutiner mot medlemmets kunder utover at systemene skal være i overensstemmelse med handelsreglene. Børsen forholder seg til børsmedlemmet, som er pålagt ansvaret for slike tiltak, jf. ovenfor.

6.3 Nærmere om bakgrunn og ordreinnleggelse

Oslo Børs legger til grunn at ordrene formidlet av Enskilda fra [REDACTED] var initiert ved en feil i [REDACTED] datamaskins algoritme. Dette fremgår av selve handelsmønsteret og av Enskildas morselskaps tekniske forklaring til hendelsen.

Oslo Børs legger videre til grunn at Enskildas videreformidling av ordrene er den klart dominerende årsak til kursutviklingen i papiret de aktuelle 4 minuttene. Hovedtrekkene i handelsmønsteret fra Enskilda viser at Enskilda stod for 87 % av volumet og 66 % av handlene i papiret i den aktuelle perioden. Enskilda har den største andelen av handlene, og i de tilfellene Enskilda handler er foretaket hovedsakelig den aktive part som tar ut salgordre i ordreboken.

De første kjøpsordrene som legges inn av Enskilda kl 13:14:21 på 83 800 aksjer og 55 700 aksjer, er de to største ordrene i AKY frem til dette tidspunktet den aktuelle dagen, 5. mai. På flere tidspunkter i den aktuelle perioden mellom kl. 13:14 og kl. 13:18 ligger Enskilda inne med mange kjøpsordre på beste nivå eller rett under og det er registrert opptil 10 forskjellige kjøpsordre fra Enskilda på en gang.

Nedenfor er inntatt en oversikt over markedsbevegelsene i det aktuelle tidsrom.

Medlem	Aksjer kjøpt	% av totalt antall aksjer	Antall handler kjøp	% av totalt antall handler	Meglerhus aktiv/passiv i handelen (ikke oddlot handler)	Merknad
ESO	68 600	87,38	39	66,10	36/39	78 ordreinnleggelser eller ordreendringer i perioden
LBI	3 409	4,34	10	16,95	1/3	7 av handlene var oddlot
DIF	3 000	3,80	4	6,78	3/4	Handlet kun opptil kurs 74,6
NON	2 000	2,55	3	5,08	3/3	Kun en ordre
CSB	1 400	1,78	2	3,39	2/2	Kun en ordre
KNO	100	0,13	1	1,69	1/1	Kun en ordre

Enskilda har fremholdt at situasjonen kunne vært unngått dersom børsen hadde hatt gode systemer og innført "circuit breakers" (automatiske børs pauser ved høy volatilitet). Oslo Børs og de andre Norex børsene innførte statiske og dynamiske "circuit breakers" i forbindelse med lanseringen av en ny versjon av handelssystemet Saxess 2. juni 2008. De dynamiske "circuit breakers" ville ikke slått inn i dette tilfellet. Den statiske "circuit breaker" ville imidlertid slått inn på 10 % kursstigning med påfølgende auksjonsperiode. Deretter ville kursoppgangen fortsatt, forutsatt at Enskildas kunde ikke hadde endret dataprogrammet eller slått av maskinen i mellomtiden. Børsen kunne i tillegg til dette iverksatt enkelte manuelle prosedyrer. Slik funksjonalitet var imidlertid ikke implementert på det aktuelle tidspunkt og ville uansett ikke ha hindret selve ordreinnleggelsen fra Enskilda eller hatt noen påvirkning på Enskildas kunde. Circuit Breakers endrer ikke børsmedlemmenes ansvar for at ordre og handler på børsen skal gjennomføres til aktuell markedspris, selv om de teoretisk kan bidra til å redusere skade. Kursstigning som følge av feilprogrammering vil representere brudd på bestemmelsen om aktuell markedspris, selv om børsens systemer avbryter kursstigningen på f eks 10 %. Enskildas anførsel på dette punkt er på denne bakgrunn ikke korrekt. Det er heller ikke anførselen om at dette var implementert på de andre Norex børsene.

6.4 Tidligere hendelser i AKY med store kursbevegelser

Ettersom kravet i bestemmelsen om aktuell markedsverdi skal holdes opp mot blant annet volatiliteten til aksjen, har børsen analysert handelen i AKY fra 1. januar til 30. april 2008. I denne perioden er det ikke funnet kursbevegelser som vesentlig overstiger 10 % i løpet av dagen, og da er også intradaghendelser analysert. Unntaket er 25. mars hvor aksjen stiger med 28,2 %. Det skjer etter en børs melding om salg av tre skipsverft til et russisk selskap. Beløpet i denne avtalen ble ansett som veldig godt, og utgjorde ca. 40 % av markedsverdien til selskapet på det aktuelle tidspunktet.

Enskilda anfører at det den 4. april 2008 skjedde en kursendring i løpet av dagen på 10 % uten at børsen grep inn i kursnoteringen. Børsen bemerker at denne endringen skjedde 3. april og at det ikke var én dominerende aktør som medførte at kursen endret seg. Det var 5 medlemmer som stod for brorparten av handelen i den aktuelle hendelsen, og de var relativt jevnbyrdige i størrelse. I tillegg ble det utløst en rekke alarmer i børsens overvåkingssystem 5. mai, noe som ikke var tilfelle den 3. april. Dette gir en klar indikasjon på at hendelsen 3. april ikke var tilstrekkelig unormal til at systemet reagerte. Derimot fremstår hendelsen 5. mai som et vesentlig avvik fra normal handel i AKY. Børsen mener derfor at en slik hendelse ikke kan sammenlignes med Enskildas handlemåte i AKY 5. mai.

6.5 Kravet om aktuell markedsverdi

I følge NMR pkt. 4.6.1 er et finansielt instruments aktuelle markedsverdi kurser som etter en totalvurdering gjenspeiler gjeldende prising av instrumentet. Bestemmelsens annet ledd angir momenter som bør inngå i vurderingen av gjeldende prising, herunder kursendringer i løpet av handelsdagen, kursendringer foregående handelsdager, instrumentets prisvolatilitet og prisingen av sammenlignbare instrumenter. Ingen av disse momentene tilsa en aktuell markedsverdi på AKY den 5. mai lik 9,6 milliarder kroner eller 85 kroner pr. aksje. I utgangspunktet vil kjøpsordre som totalt medfører en kursøkning på over 20 % i løpet av 4 minutter over sist omsatt kurs ikke gjenspeile aktuell markedsverdi med mindre det finnes selskaps-spesifikke eller markeds-messige forhold som kan begrunne ordrene, eventuelt at det inntreffer en annen uvanlig omstendighet som f. eks et oppkjøpstilbud. Dette var ikke tilfelle her noe som også støttes av Enskildas tidlige forklaring og Oslo Børs' analyse, jfr. pkt. 6.3. Det bemerkes også at om ordrene håndteres av en megler eller genereres automatisk av en maskin ikke endrer vurderingen av om ordreinnleggelsene og handlene er i strid med bestemmelsen.

6.6 Konklusjon

Enskildas formidling av ordre fra kunde videreformidlet en feil i kundens datasystem til Oslo Børs markeds plass. Ordrene representerte en feil og ikke genuin kjøpsinteresse. Ordrene representerte følgelig ikke reell markedsverdi. Det foreligger derfor et brudd på kravet om at ordre som legges inn i børsens handelssystem skal gjenspeile den aktuelle markedsverdi som Enskilda er ansvarlig for.

7 Sanksjonsspørsmålet

Oslo Børs anser Enskildas brudd på handelsreglens krav om aktuell markedsverdi som alvorlig. Etter børsens syn representerte Enskildas ordreinnleggelse et vesentlig brudd på handelsreglene som skal reflektere aktuell markedsverdi. Påvirkningen av kursen i Aker Yardsaksjen var vesentlig. Kursen steg i overkant av 20 % i en likvid aksje som på det aktuelle tidspunktet inngikk i OBX indeksen som inneholder de 25 mest omsatte selskapene notert på børsen.

Det er tidligere ilagt overtredelsesgebyr for brudd på kravet til aktuell markedsverdi og Oslo Børs har sett hen til disse sakene ved utmåling av sanksjon.

I Børsklagenemndens sak 2/2002 ble Fearnley Fonds ilagt et overtredelsesgebyr på kr. 750 000 for brudd på NMR pkt. 4.6.1, samt børsforskriftens § 13-3. I nevnte sak ble det over tid innlagt flere ordre som ikke gjenspeilet aktuell markedsverdi. Ordrene ble ikke lagt inn med et ønske om å handle de aktuelle aksjene, men skulle brukes til å verdsette en portefølje. Alle ordrene var forøvrig lagt inn innenfor beste kjøps og salgskurs i de aktuelle instrumentene.

I Børsklagenemndens sak 2/2006 ble Kaupthing ASA som følge av feilinnlagte ordre ilagt et overtredelsesgebyr på kr. 250 000 for gjentatte brudd på NMR pkt. 4.6.1. Bakgrunnen for gebyret var at medlemmet ikke hadde tilstrekkelige ordrefiltre for å stoppe feilordrene og at aktsomheten hos meglerne var mangelfull.

I Børsklagenemndens sak 3/2006 ble Fondsfinans ASA gitt offentlig kritikk for brudd på aktuell markedsverdi. Forholdet gjaldt en ordreinngivelse som genererte en handel betydelig over sist omsatt. Ordren som var lagt inn representerte ikke et ønske om å kjøpe aksjer, men skulle brukes som referanse overfor skattemyndighetene.

I Børsstyrets vedtak av 19. juni 2008 ble DnBNOR Markets ilagt et overtredelsesgebyr på kr. 400 000 for brudd på NMR pkt. 4.6.1. Forholdet gjaldt en ordre som ble lagt inn i sluttauksjonen som vesentlig avvek fra sist omsatt før auksjonen. Meglerhuset hadde et behov for å gjennomføre en stor ordre, men børsstyret mente at man uansett måtte ta hensyn til den aktuelle markedsverdien til det aktuelle selskapet.

Stockholmsbørsens disiplinnamd ila Timber Hill, Beslut 2007:3, SEK 200 000,- for gjentatte brudd på bestemmelsen om aktuell markedsverdi. Handlene var automatiske algoritmehandler. Medlemmet hadde tidligere blitt advart av Stockholmsbørsen for lignende forhold.

Kurstigningen handelsmønsteret kan ha påvirket andre aktører i markedet, og prisingen av derivatkontraktene med OBX indeksen som underliggende instrument. Det ble omsatt derivatkontrakter i en rekke serier med OBX som underliggende instrument, og det kan ikke utelukkes at enkelte av disse ble gjennomført på en feilaktig kurs på grunn av hendelsen.

Børsen bemerker spesielt det skadepotensiale automatisk ordreformidling har. Ordreinngivelsene skjer svært hurtig og uten hensyn til andre forhold enn parametere som er programmert i maskinen. Handelsmønsteret i saken skyldes en kombinasjon av menneskelig feilprogrammering og systemsvikt. Automatisk handel i verdipapirer og derivater tar stadig større andel i markedet og representerer en mulighet for flere investorer til å delta i handel og med det tilføre markedet likviditet. Maskin handel utgjør samtidig en stor utfordring fordi programmeringen kan medføre manipulering av kurser eller feilaktige ordreinngivelser. Mangelen på et humant sikkerhetsledd gjør at feilaktig maskinhandel vil fortsette til den blir fysisk stoppet fra medlemmet, eieren eller Børsen. Skadepotensialet er derfor større enn ved andre typer ordreinngivelser. Hurtigheten ved ordreinngivelse og de krav til monitorering og tekniske løsninger dette medfører, stiller store krav til de medlemmer som tilbyr sine kunder slik tilgang til markedsplassen.

Selv om problematikk med automatiserte feilordre er kjent fra utenlandske markeder er denne type brudd på NMR nytt i det norske markedet. Børsen har som nevnt vært i dialog med Enskilda om unormal AOR handel, men dette har ikke manifestert seg i advarsler. Det er derfor grunn til å redusere det som i utgangspunktet ville ha vært en streng reaksjon til en mildere. Dette vil ikke være tilfelle ved senere overtredelser av samme art. Ved å legge stor vekt på at dette forholdet er det første av sitt slag i det norske markedet, har administrasjonen under tvil funnet å innstille på offentlig kritikk som en tilstrekkelig sanksjon. Det understrekes at fremtidige brudd fra denne eller andre medlemmer vil kunne foranledige overtredelsesgebyr.

Børsstyret vedtok å ilegge SEB Enskilda AS offentlig kritikk for brudd på Norex Member Rules pkt. 4.6.1, jf. kap. 4.9 og 4.10 om at ordre som legges inn i børsens handelssystem skal gjenspeile den aktuelle markedsverdi, jf. lov om regulerte markeder (børsloven) § 31 og børsforskriften § 33.

8. INNSIDE – MELDEPLIKT – FLAGGING

8.1 MARKEDSOVERVÅKING OG MARKEDSMISBRUK

8.1.1 Alfa Kraft AB (Børsklagenemndens sak 1/2008)

Avgjørelse av 4. juli 2008 av klage fra Alfa Kraft AB (Alfa) over vedtak fra styret i Nord Pool ASA (børsstyret) av 24. april 2008 om å ilegge Alfa gebyr på NOK 700.000,- for overtredelse av forbudet mot markedsmanipulasjon.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder spørsmålet om Alfa, ved å handle og legge inn salgsordre på Nord Pools handelssystem, har utvist markedsmanipulerende atferd i strid med til Nord Pools handelsregler, Market Conduct Rules pkt. 5.1, som børsmedlemmene er bundet av.

Børsstyret traff 24. april 2008 vedtak med slik slutning:

“Styret besluttet, i tråd med disiplinærkomiteens innstilling, å ilegge Alfa Kraft AB et overtredelsesgebyr på NOK 700.000,- for brudd på Market Conduct Rules punkt 5.1 og at avgjørelsen med hjemmel i punkt 7.8 offentliggjøres.”

Vedtaket ble påklaget på Alfes vegne av advokat Fred Arne Gade, v/advokatfullmektig Erik Bjørn 9. mai 2008. I klagen kreves det at børsstyrets vedtak oppheves, subsidiært at overtredelsesgebyret reduseres vesentlig. Det er videre krevd at saksomkostninger dekkes etter børsforskriften § 40 annet ledd, jf. første ledd. Det er redegjort for anførselene i klagen nedenfor under punkt 6.

Børsstyret har vurdert klagen, men ikke funnet grunn til å ta den til følge. Saken er derfor oversendt Børsklagenemnden ved brev 10. juni 2008 for behandling, jf. børsforskriften § 37 (6) og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsstyret har videre ved brev 10. juni oversendt brev fra advokat Kristian Huser, som representerer traderen X, som var den som foretok de aktuelle transaksjonene på vegne av Alfa.

Børsklagenemnden har også mottatt brev fra Alfa datert 19. juni 2008 med kommentarer til børsstyrets oversendelsesbrev.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 4. juli 2008. Ved behandlingen og møtet deltok Bjørg Ven, John Giverholt, Hugo Matre og Bernt Zakariassen.

2. Kort om selskapet

Alfa Kraft AB er et verdipapirforetak som investerer i finansielle kraftderivater notert på den nordiske kraftbørsen Nord Pool ASA. Selskapet er lokalisert i Stockholm og har konsesjon fra den svenske Finansinspektionen.

3. Sakens bakgrunn

Saken har sin bakgrunn i Alfas handlemåte i derivatmarkedet på kontrakt ENOYR-08 rundt kl. 15 den 1. juni 2007.

Fra kl. 14:58:50 var en trader hos Alfa i telefonisk kontakt med meglerforetaket Imarex, som under samtalen kl. 14:59:35 opplyste at de hadde en salgsordre på 10 MW i denne kontrakten til pris 45,40 EUR/MW. Kl. 14:59:47, mens Alfas trader fortsatt var på telefon med megleren, solgte han 1 MW i samme kontrakt til kurs 45,30 EUR/MW på Nord Pools handelssystem. Kort tid etter la han ut to salgsordre på handelssystemet, på 3 MW (kl. 15:01:39) og 5 MW (kl. 15:02:18), begge til en pris på 45,30 EUR/MW. Deretter, kl. 15:02:28 fikk han gjennomført kjøp for 45,30 EUR/MW av de samme 10 MW som hadde ligget ute til kurs 45,40, gjennom Imarex' megler. Etter dette kjøpet i OTC-markedet, trakk Alfa begge sine salgsordre til 45,30 EUR/MW (kl. 15:03:55 og kl. 15:03:59). Disse salgsordrene hadde da ligget ute i markedet i 2 minutter og 20 sekunder og 1 minutt og 41 sekunder. Etter at de var trukket, fortsatte prisutviklingen i kontrakten oppover igjen, og Alfa fortsatte å kjøpe.

Det ble tatt telefonisk kontakt med Alfas trader fra markedsovervåkingen i Nord Pool kl. 15:11. I denne telefonsamtalen utga traderen seg for å være en annen person, og han opplyste at salget på børsen og OTC kjøpet ble utført av forskjellige handleere hos Alfa og dreide seg om handler på vegne av forskjellige bøker.

På grunn av problemer med tilgang til Nord Pools elektroniske clearingsystem på slutten av samme dag ble begge handleene, i samråd med en representant hos Nord Pool, manuelt og skjønnsmessig fordelt 30/70 på to av Alfas konti.

Fortjenesten ved at prisen endret seg ned 0,10 Euro var ca NOK 70.000 for kjøpet av 10 MW i kontrakten. Det ble omsatt totalt 478 MW i kontrakt ENOYR-08 denne dagen.

På bakgrunn av en telefonhenvendelsen og de såkalte "choice" priser denne dagen, startet Nord Pools markedsovervåking (MS) undersøkelser. MS ba i brev 7. juni 2007 om Alfas kommentarer til hendelsesforløpet knyttet til de spesifiserte handleene som ble foretatt av Alfa 1. juni. Alfa svarte på henvendelsen ved e-post 8. juni.

Basert på svaret fra Alfa ba MS om dokumentasjon på opplysningene som var fremkommet i brev 22. juni 2007, med frist 2. juli. Alfa besvarte henvendelsen i e-post datert 2. juli.

Nord Pools markedsovervåking avga rapport om saken 7. september 2007. Samme dag ble saken sendt Disiplinærkomiteen, som i henhold til Market Conduct Rules punkt 3.2, skal vurdere saken på bakgrunn av en skriftlig rapport fra MS og gi sin anbefaling til børsens styre som treffer avgjørelse i saken. I rapporten foreslo MS et overtredelsesgebyr på NOK 1.000.000. Ved brev samme dag ble rapporten oversendt Alfa med invitasjon til å komme med uttalelser eller kommentarer innen 24. september 2007. Alfa hadde et møte med komiteen 18. februar 2008 og har også oversendt dokumentasjon til komiteen. Disiplinærkomiteen avga innstilling 17. april 2008. Her ble anbefalt et overtredelsesgebyr på NOK 700.000.

Nord Pools styre behandlet saken 24. april 2008 og fattet vedtak som gjengitt under punkt 1 ovenfor. Vedtaket ble påklaget 9. mai 2008. Øvrige opplysninger om klagesaken fremgår ovenfor under punkt 1.

4. Rettslig grunnlag

Nord Pools forbud mot markedsmanipulasjon følger av Market Conduct Rules (MCR) punkt 5, som lyder som følger:

"5 Market manipulation

5.1 Market Participants and Exchange Traders shall not engage in Market Manipulation as defined in Enclosure 2 ("Definition of Market Manipulation")."

Definisjonen på markedsmanipulasjon finnes i vedlegg 2 til Market Conduct Rules, punkt 1 litra a:

"Market manipulation" shall mean

(a) Transactions or Orders to trade:

- which give, or are likely to give, false or misleading signals as to the supply of, demand for or price of a Listed Product, or

- which secure, by a person, or persons acting in collaboration, the price of one or several Products at an abnormal or artificial level,

unless the person who entered into the transactions or issued the orders to trade establishes that his reasons for so doing are legitimate and that these transactions or orders to trade conform to accepted market practices as specified below."

Definisjonen av markedsmanipulasjon tilsvarer definisjonen i markedsmisbruksdirektivet, som er gjennomført i norsk rett i verdipapirhandelloven § 3-8

Punkt 5 i vedlegget til Market Conduct Rules lister i tillegg opp en rekke eksempler på signaler som kan tas i betraktning ved vurderingen av om en handelsordre eller en transaksjon utgjør en overtredelse av punkt 1 litra a. Blant disse er:

"(a) the extent to which orders to trade given or transactions undertaken represent a significant proportion of the daily volume of transactions in the relevant financial instrument on the regulated market concerned, in particular when these activities lead to a significant change in the price of the financial instrument;

(b) the extent to which orders to trade given or transactions undertaken by a person with a significant buying or selling position in a financial instrument lead to significant changes in the price of the financial instrument or related derivative or underlying asset admitted to trading on a regulated market;

...

(f) the extent to which orders to trade given change the representation of the best bid or offer prices in a financial instrument admitted to trading on a regulated market, or more generally representation of the order book available to market participants, and are removed before executed;"

Disse momentene er sammenfallende med Kommisjonsdirektiv 2003/124/EF, som supplerer markedsmisbruksdirektivet, og som er gjennomført i norsk rett i verdipapirforskriften § 3-2. I fortalen til direktivet gis det uttrykk for at momentene skal anses som en veiledning ved anvendelsen av bestemmelsen om markedsmanipulasjon.

I CESRs retningslinjer 04/505b. har the Committee of European Securities Regulators opplystet en detaljert liste over forhold som kan være tegn på markedsmanipulasjon. Fra publikasjonen hitsettes:

"Painting the tape: This practice involves engaging in a transaction or series of transactions which are shown on a public display facility to give the impression of activity or price movement in a financial instrument.

Placing orders without no intention of executing them: This involves the entering of orders, especially into electronic trading systems, which are higher/lower than the previous bid/offer. The intention is not to execute the order but to give a misleading impression that there is demand for or supply of financial instrument at that price. The orders are then withdrawn from the market before they are executed.

Trading on one market to improperly position the price of a financial instrument on a related market: This practice involves undertaking trading in one market with a view to improperly influencing the price of the same or a related financial instrument in another market."

Etter verdipapirhandelloven § 17-3 (1) er det et krav om at det foreligger forsett eller uaktsomhet for at overtredelser av § 3-8 skal være straffbare. Det er lagt til grunn i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) at simpel uaktsomhet er tilstrekkelig. Nord Pools Market Conduct Rules inneholder ikke noe uttrykkelig skyldkrav, men i praksis legger Nord Pool til grunn et tilsvarende krav om skyld som etter verdipapirhandelloven. I Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) side 68 uttaler Finansdepartementet følgende om simpel uaktsomhet:

"Det betyr for eksempel at en person som har kjøpt og solgt finansielle instrumenter til seg selv, kan straffes selv om han ikke visste (eventuelt så det som sannsynlig eller hadde til hensikt) at han faktisk kjøpte og solgte til seg selv og at dette var egnet til å gi villedende signaler om tilbud, etterspørsel eller pris. Det er tilstrekkelig at han burde visst dette."

Ordlyden "likely to give" i Market Conduct Rules vedlegg 2 punkt 1 litra a, som tilsvarer ordlyden i markedsmissbruksdirektivet, kan reise spørsmål om det stilles krav om sannsynlighetsovervekt for (mulighet for) markedsmanipulasjon. Ved gjennomføringen av markedsmissbruksdirektivet i norsk rett er det lagt til grunn av departementet i Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) at direktivet ikke krever slik sannsynlighetsovervekt. I juridisk teori er det imidlertid tatt til orde for at ordlyden "likely" må forstås slik at det er et krav om at det er mer sannsynlig at transaksjonene eller handelsordrene gir falske, uriktige eller villedende signaler, enn at de ikke gjør det .

5. Børsstyrets vedtak

Børsstyret viser i sitt vedtak til Disiplinærkomiteens innstilling for så vidt gjelder grunnlaget for vedtaket. Fra Disiplinærkomiteens innstilling gjengis følgende:

" Disiplinærkomiteen vurderer på grunnlag af den dokumentation, som er fremlagt af henholdsvis Markedsovervågningen og Alfa Kraft AB, at Alfa Kraft ABs salg den 1. juni af 1 MWh til 45,30 EUR/MWh på Nord Pools handelssystem og de to udbud om salg på henholdsvis på 3 MW (kl. 15:01:39) og 5 MW (kl. 15:02:18) til prisen 45,30 EUR/MWh, som trækkes tilbage 2,2 og 1,41 minutter senere, udgør markedsmanipulation og dermed en overtrædelse af Market Conduct Rules section 5.1. Disiplinærkomiteen finder, at salget og de to udbud skete med henblik på at sikre, at prisen på kontrakt ENOYR-08 kom til at ligge på et i forhold til udbudsprisen i OTC-markedet gunstigt niveau. Alfa Kraft har således ikke haft til hensigt at gennemføre handler i forbindelse med de to udbud til salg. Salget og udbuddene har – på en dag med stigende priser - givet et urigtigt og villedende signal til markedet om, at der i markedet var interesse for at sælge kontrakt ENOYR-08 til 45,30 EUR/MWh. Udbuddene var således egnede til at påvirke en sælger, der oprindeligt havde tilbudt at sælge til en højere pris, nemlig 45,40 EUR/MWh, til at sælge til 45,30 EUR/MWh. Alfa Kraft opnåede en økonomisk gevinst ved kl. 15:02:28 gennem mægleren Imarex at gennemføre et køb på 10 MW til 45,30 EUR/MWh i samme kontrakt på OTC markedet."

Disiplinærkomiteen vurderer Alfas anførsel om at årsaken til at salgsordreene ble trukket tilbake var at de to ordrene ble eksekvert internt, slik:

"Disciplinærkomiteen har imidlertid lagt vekt på, at Alfa Kraft AB trods gentagne opfordringer, jf. bilag 5 og 7 samt på mødet den 18. februar ikke har dokumenteret, at ordrene er eksekveret internt. Disciplinærkomiteen bemærker endvidere, at Alfa Kraft på det tidspunkt, hvor de handlede hos Imarex, havde bud på børsen, som matchede en del af volumenet."

Videre heter det i Disiplinærkomiteens innstilling:

"Alfa Kraft AB har imidlertid ikke dokumenteret, at handlerne skete for at korrigere flere handler, som var fordelt forkert. Alfa Kraft har trods opfordring hertil fra Markedsovervågingens side ikke identificeret de handler, der indgår i de korrigerede handler og/eller dokumenteret de bagvedliggende kontrakter, som lå til grund for de nettoindmeldte kontrakter for clearing. Såfremt handlerne efterfølgende er blevet korrigeret, skulle Alfa Kraft være i stand til at udarbejde en oversigt over pris/volumener på de kontrakter, som indgår i en aggregeret indmelding til clearing."

Når det gjelder spørsmålet om det er snakk om to forskjellige tradere, gjengis følgende fra innstillingen:

"Med hensyn til spørsmålet, om hvorvidt der var tale om to forskjellige tradere, har MS opstillet en tidslinje samt fremsendt et lydband til Disciplinærkomiteen. Båndoptagelserne viser, at i en samtale mellom mægleren og Alfa Kraft AB får (trader X) opplyst, at mægleren ser etter en købsordre "her og nu". Samtidig med at han taler med mægleren, sælger X 1 MW til 45,30 EUR/MWh, som er bedste købsordre på børsen. Han fortæller herefter mægleren, at han kan købe 10 MW til 45,30 EUR/MWh. Etter nogle minutter, hvor der ikke sker meget, legger X to udbud om salg ind på Nord Pools handelssystem til 45,30 EUR/MWh. Nogle sekunder efter dette, køber han på OTC-markedet 10 MW til 45,30 EUR/MWh. Herefter fjerner han sine udbud fra handelssystemet. Alfa Kraft har anført, at begge de påstående tradere var fraværende fra kontoret og befandt sig to forskjellige steder og derfor ikke kunne samordne buddene. Alfa Kraft har fremsendt dokumentation i form af flybilletter, der viser, at begge de påstående tradere opholdt sig i Malaga, Spanien på det pågældende tidspunkt. Det er dog ikke dokumenteret, at de ikke fysisk opholdt sig samme sted."

Som yderligere dokumentation for, at transaksjonerne var foretaget af to forskjellige tradere, har Alfa Kraft fremsendt en oversikt over telefonsamtaler fra i alt 5 mobiltelefoner, hvoraf kun to er relevante. Den ene ejes av X, mens eieren av den anden ikke er spesifisert. En nøye gjennomgang av listen over samtaler for Xs telefon viser, at han har haft kontakt med Stockholmkontoret omkring det relevante tidspunkt. En gjennomgang av listen for den anden telefon viser imidlertid ikke nogle relevante telefonsamtaler. Av de opkald, der er foretaget fra denne telefon, er der kun et opkald, som kan have relevans, nemlig opkaldet til Stockholmkontoret den 1. juni kl. 12.16. Disciplinærkomiteen anser det dog ikke for sandsynlig, at en ordre om at selge små volumener på børsen er afgivet 2 1/2 time før, den bliver eksekveret. Især ikke da de har utført mange andre handler i perioden. Desuden bliver den påståede ordre om salg først lagt ind på et tidspunkt, hvor man samtidig forhandler om et kjøb i OTC-markedet. De fremlagte telefonlister viser, at der var telefontrafik fra Spanien. Disciplinærkomiteen finder imidlertid ikke noget, der tyder på, at transaksjonerne blev foretaget av to forskjellige tradere - tværtimod. I båndoptagelsen er der heller intet, der indikere, at X taler med forskjellige tradere indenfor den meget korte tidsperiode."

Nord Pool anfører at Alfa, på tross av gjentatte oppfordringer ikke har vært i stand til å dokumentere at det ligger legitime forklaringer bak denne markedsageringen. Tvert imot har Alfa overfor Nord Pool fremsatt påstander som senere har vist seg å være uriktige.

Dersom det lå en reell salgsinteresse fra en annen medarbeider i Alfa bak de ordre som ble lagt ut, burde det være enkelt for Alfa å dokumentere dette med traderens ordrebok, og forklare nærmere om hendelsesforløpet.

Alfa har heller ikke kunnet dokumentere sin påstand om at salgsordrene ble trukket fordi de ble matchet internt. Børsen bemerker også at hvis det er vanlig å foreta slik intern matching, er det påfallende at ikke de synkronne kjøps- og salgsordrene ble matchet på den måten.

Nord Pools avdeling for markedsovervåkning ble etablert i 2001 og har gjennomført etterforskning i et betydelig antall saker der det har vært mistanke om misbruk av markedene, herunder flere eksempler på sammenfall mellom kjøps- og salgsordre ("choice-priser"). Ved nærmere undersøkelser har disse ikke gitt grunnlag for sanksjoner.

Det er de subjektive forhold i saken som ligger til grunn for at overtredelsesgebyret er satt såpass høyt.

6. Klagers anførsler

Det klages over at både børsen og Disiplinærnemnden har lagt feil faktum til grunn, over rettsanvendelsen og mangelfull saksbehandling. I klagens punkt 3 er hovedinnholdet i anførselene oppsummert slik:

3.3 Generelt

Dette er den første saken hvor det er ilagt overtredelsesgebyr for markedsmanipulasjon innenfor området for Nord Pools børskonsesjon. Markedsovervåkning hos Nord Pool har derfor ingen relevant erfaring fra tidligere saker hva gjelder forbudet mot markedsmanipulasjon. Saksbehandlingen synes å bære preg av dette, og det fremstår som at misforståelser har ført til feil og mangler i det faktiske grunnlaget for vedtaket. Klager vil også anføre at rettsanvendelsen er feil.

Disiplinærkomiteen sammenligner det aktuelle marked med verdipapirhandel på Københavns Fondsbørs, og trekker slutninger derfra som begrunnelse for vedtaket. Dette er feil, da et råvaremarked som det nordiske kraftderivatmarkedet, med mange parallelt fungerende markeds plasser, ikke virker på samme måte som et aksjemarked på en velfungerende børs.

3.4 Feil i faktum

Klagen vil vise at vedtaket bygger på feil faktum og at dette antakelig skyldes en ufullstendig markedsforståelse hos Markedsovervåkningen og Disiplinærkomiteen.

Det ligger feilaktig til grunn for vedtaket at det var noen sammenheng mellom salgsordrene og kjøpet. Premisset stammer fra en misforståelse av hvordan choice priser oppstår i markedet og hvordan de oppstod i dette konkrete tilfellet. Av følgende fremstilling vil det fremkomme at salgsordre og kjøpsordre lagt ut av Alfa var reelle og representerte forskjellige interesser.

Nord Pools vedtak har unnlatt å behandle avgjørende opplysninger som viser at choice priser oppstod ved en tilfeldighet og at Alfa i hvert fall ikke hadde noen intensjon om forårsake det.

Nord Pool har ikke vært interessert i det faktum at choice priser forekommer ofte og kan ha naturlige og legitime årsaker. Markedsovervåkningen har unnlatt å undersøke salgs- og kjøpsordre i OTC-markedet utenfor markedsplassen Imarex.

Markedsovervåkningen har unnlatt å gjøre innstillende og besluttede organer i Nord

Pool oppmerksom på den spesielle situasjon som hersket i markedet 1. juni 2007, og som førte til stor volatilitet og medfølgende usikkerhet hos aktorene. Rett bedømmelse

av situasjonen hadde ledet til den konklusjon at det ikke var én pris som kan sies å være markedsprisen.

Påstanden om at Alfa i virkeligheten bare var ute etter å kjøpe er på ingen måte dokumentert, og står kun som en antakelse fra Markedsovervåkningen som Disiplinærkomiteen igjen bygger sin innstilling på.

3.5 Feil rettsanvendelse

Styret i Nord Pool har lagt feil rettsanvendelse til grunn når det gjelder hva som regnes som markedsmanipulasjon. Vedtaket bygger også på feil rettsanvendelse når det gjelder beviskrav og bevisbyrde. Nedenfor vil det fremgå at Disiplinærkomiteen har tatt feil når det gjelder anvendelsen av prinsippet om omvendt bevisbyrde.

Den spesielt store volatiliteten i markedet på det aktuelle tidspunktet gjør det umulig å fastslå hva som var "korrekt" pris eller markedspris. Konsekvensen av dette er at Nord

Pool umulig kan hevde at den angivelige kurspåvirkningen som resultat av Alfes salgsordre på EUR 0,10 MWh, er tilstrekkelig for å oppfylle kravene i Market Conduct

Rules til prisendring for å påvise markedsmanipulasjon.

3.6 Mangelfull saksbehandling

Mangelfull etterforskning har ført til at Nord Pool har oversett viktige opplysninger i sin behandling av saken.

Disiplinærkomiteen har avvist fremlagt dokumentasjon som beviser ovenfor nevnte

forhold. På forespørsel fra Alfa har man heller ikke vært villig til å angi hva man ville anse som nødvendig og tilstrekkelig dokumentasjon. Saksbehandlingen i Markedsovervåkningen og i Disiplinærkomiteen har vært svært mangelfull når det gjelder å innhente informasjon fra Alfa og fra andre markedsaktører på eget initiativ. Som et resultat av dette, bygger vedtaket på et feil og ufullstendig faktumgrunnlag."

Det anføres fra klager at volatiliteten i markedet denne dagen var stor. En prisvariasjon på 0,10 MW er for lite til å konstatere prispåvirkning selv i en normal markedssituasjon. Det ble handlet på tilsvarende priser både før og etter de omstridte handler. De omstridte salgsordrene utgjør til sammen 8 MW av en total omsetning på 478 MW, altså 1,7 % og en helt marginal del av omsetningen denne dagen.

Salgsordrene fra Alfa på 3 og 5 MW lå ute lenge nok til å bli tatt. De utgjorde således reelle ordre.

Det kan ikke trekkes slutninger av fordelingen som ble foretatt, fordi den skyldtes tekniske problemer med clearing. Dette ble korrigert den påfølgende handelsdag 4.juni med clearing 5. juni. At det ikke har latt seg påvise nøyaktig i utskriftene fra clearing hvordan korrigeringene ble gjennomført, skyldes at Alfa gjennomførte flere hundre handler denne dagen.

Det var også slik at kjøpsordren på 10 MW ble trukket tilbake av X, men da Imarex ikke klarte å formidle dette raskt nok til sin kunde, valgte X å stå ved handelen av hensyn til et godt samarbeidsforhold med megleren.

Det må stilles strenge krav til bevis i en sak som dette, som gjelder et belastende faktum og en straffelignende reaksjon. Her har børsstyret brukt feil beviskrav i sin behandling av saken. I stedet for å kreve at de subjektive og objektive vilkår for markedsmanipulasjon er oppfylt, har man gått rett på med å stille krav om bevisbyrde.

Alfa anfører videre at Nord Pool ikke har oppfylt sin undersøkelsesplikt etter børsforskriftens § 20. Det er bl.a. ikke rettet forespørsler til andre markedsaktører hva gjelder markedspraksis, markedsforståelse eller markedsdynamikk. Dersom denne avgjørelse blir stående, må praksis man har fulgt over lengre tid, endres.

Det er fra Alfas side fremlagt skriftlige uttalelser fra revisor og markedsaktører som støtter deres fremstilling av faktum og marked.

Når det gjelder rettsanvendelsen, fremholder klager bl.a. at det skal være avgjørende momenter i vurderingen hvorvidt de aktuelle handelsordrene har utgjort en vesentlig del av det totale volumet i markedet den aktuelle dagen og hvorvidt de medførte vesentlige endringer i prisen, jf. Market Conduct Rules.

7. Børsklagenemndens vedtak

Overtredelsen

Børsmedlemmene, som har rett til å gå inn og bruke børsens handelssystem, er pålagt et selvstendig ansvar for at når de benytter handelssystemet og stiller kurser for sine kunder, så skal det gjenspeile det reelle marked. Det er en forutsetning for å bli opptatt som børsmedlem og dermed ha tilgang til å bruke handelssystemet ved børsen, at handelsreglene, her Market Conduct Rules, følges.

MCR punkt 5.1 med vedlegg 2 setter samme forbud mot markedsmanipulasjon som det man finner i verdipapirhandelloven § 3-8. Det som skal prøves er om Alfas opptreden gir eller er egnet til å gi gale eller villedende signaler til markedet eller sikrer at kursen blir liggende på et kunstig nivå. Når det gjelder momentene i punkt 5 i vedlegg 2 til Market Conduct Rules, oppfatter Børsklagenemnden disse som veiledende. Det samme gjelder CESRs retningslinjer 04/505b.

Ved en domstolsprøving av forvaltningsvedtak er det de sivilprosessuelle bevisregler som skal legges til grunn ved vurderingen av hvilket faktum som finnes bevist, det vil si sannsynlighetsovervekt. Tilsvarende beviskrav legger Børsklagenemnden som utgangspunkt til grunn for behandlingen av klagesaker, med mindre noe annet er bestemt i den aktuelle lov eller forarbeider. Det er ikke holdepunkter i verdipapirhandelloven eller forarbeidene til disse lovene for at straffeprosessuelle krav til bevis skal legges til grunn.

Imidlertid foreligger en nylig avsagt høyesterettsdom, inntatt i Rt. 2007 side 1217, hvor Høyesteretts flertall fant at det måtte stilles skjerpede beviskrav i et tilfelle hvor Fiskeridepartementet hadde reagert på overtredelse av fiskerilovgivningen med midlertidig inndragning av fiskekonsesjonen. Det ble lagt vekt på at sanksjonen hadde et klart pønalt formål og ville kunne ha store økonomiske konsekvenser. Høyesterett la til grunn at inndragningen var å anse som straff etter art. 6 annet ledd i EMK. Et vedtak om

ileggelse av overtredelsesgebyr forutsetter regelverksovertredelse fra selskapets side, og kan oppfattes som infamerende. Instituttet kan videre sies å ha et pønalt element. Det er uklart om det skjerpede beviskrav får anvendelse på overtredelsesgebyr. Børsklagenemnden finner uansett at det foreligger klar sannsynlighetsovervekt for overtredelsen i det aktuelle tilfellet.

Etter en gjennomgåelse av de foreliggende fakta i saken, finner Børsklagenemnden det bevist med klar sannsynlighetsovervekt at Alfes handlinger på børsen rundt kl. 15 den 1. juni, med salg, salgsordre og kjøp til en lavere kurs enn den sist noterte, ble foretatt av samme person og hadde som følge at kursen på det angjeldende derivat ble liggende under det nivå det hadde ligget på før, og som det igjen gikk opp til etter at handlingene fra vedkommende trader i Alfa var gjennomført.

De samtidige kjøp og salg i samme kontrakt viser et påfallende mønster. Samme trader fra Alfa sto bak salget av en liten post til under notert kurs og utleggelse av to litt større poster til samme lave kurs. Samtidig ønsket han å kjøpe en større post og fikk denne ned til samme kurs. Det at de utlagte salgsordre deretter umiddelbart ble trukket, støtter opp under antakelsen om at det ikke var noe ønske om at disse salgsordre skulle tas, selv om de lå lenge nok ute til at de faktisk kunne blitt det. Salgsforsøket ble ikke gjentatt. Tvert imot fortsatte Alfa å kjøpe i derivatet resten av dagen til høyere pris.

Forklaringen om at de trukne salgsordrene ble matchet internt, er ikke nærmere dokumentert eller underbygget. Denne forklaringen passer dessuten dårlig med at traderen solgte 1 MW og la ut 3+5 MW for salg i handelssystemet til Nord Pool samtidig som han ønsket å kjøpe 10 MW i OTC markedet. Dette var handler som kunne vært matchet internt, og at det ikke ble gjort er en indikasjon på at det foreligger ønske om å påvirke kursen.

At traderen forsøkte å trekke kjøpet i siste øyeblikk kan ikke tillegges vekt, da kjøpet faktisk ble gjennomført.

Når dette finnes å være situasjonen, er det Alfa som må godtgjøre at handlingene ivaretok legitime interesser, jf. Market Conduct Rules Vedlegg 2 og verdipapirhandelloven § 3-8 (2) 1. Børsklagenemnden kan ikke se at Alfa har klart å føre slike bevis for at handlingene hadde sin naturlige forklaring.

Alfa har heller ikke vært i stand til å dokumentere at handlingene ble gjort på forskjellige bøker. Selv om dette skulle skyldes at det ble problemer med oppryddingen etter at clearingsystemet hos Nord Pool sviktet på slutten av dagen den 1. juni, er det allikevel Alfa som har bevisføringsplikten og dermed risikoen hvis slik dokumentasjon for den endelige fordeling ikke lar seg fremskaffe. Det vises her til nevnte bestemmelse om at den som har inngitt handelsordrene som er egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller prisen på finansielle instrumenter, må godtgjøre at begrunnelsen er å regne som legitim eller i overensstemmelse med markedspraksis.

At kursen ble flyttet bare 0,10 Euro og at det dreier seg om et relativt lite volum finner Børsklagenemnden ikke å kunne vektlegge i forhold til spørsmålet om det har skjedd et brudd på regelverket. Viktigheten av tillit til markedsplassen gjør at det må reageres på selv "små brudd". Det er viktig for et velfungerende marked at aktørene har full tillit til at alle handler som foregår, representerer reelle selger- og kjøperinteresser og at kursene som kvoterer på børsen er riktige. Disse momenter kan derimot tas hensyn til ved utmålingen av overtredelsesgebyret.

Børsklagenemnden er således enig med børsstyret i at forbudet mot kursmanipulasjon her er overtrådt, og at det er et alvorlig brudd som bør sanksjoneres med overtredelsesgebyr.

Utmålingen

Overtredelsesgebyrets størrelse skal fastsettes skjønnsmessig. Etter Børsklagenemndens oppfatning foreligger formildende omstendigheter i saken som gjør at overtredelsesgebyret bør nedsettes.

Børsklagenemnden legger vekt på at overtredelsen gjelder små volumer og at kursendringen var liten på en dag hvor kursen på det aktuelle instrumentet var svært volatil og omsetningen stor. Også traderens forsøk på å stanse kjøpet tillegges vekt ved utmålingen av gebyret, selv om det er noe uklart i hvilken grad det var adgang til å trekke budet under de rådende omstendigheter.

Børsklagenemnden finner at gebyret for overtredelsen bør ligge på NOK 500.000.

Børsklagenemndens vedtak

Børsstyrets vedtak av 24. april 2008 om å ilegge Alfa Kraft AB et overtredelsesgebyr på NOK 700.000 for brudd på Market Conduct Rules punkt 5.1, jf. verdipapirhandeloven § 3-8 og at avgjørelsen med hjemmel i Market Conduct Rules punkt 7.8 offentliggjøres, opprettholdes, med den endring at overtredelsesgebyret reduseres til NOK 500.000,-.

8.1.2 Flagging – tidsfrist (e-post av 26.02.2008)

My colleague has asked me to promptly answer your question on time limits for disclosure of large share holdings (flagging) according to the Norwegian Securities Trading Act (the Act).

As you are aware of Section 4-2 (2) of the Act requires immediate notification as a difference from the Transparency Directive (the directive) Article 12 (2) which requires Member states to require notification as soon as possible and no later than 4 trading days after the investor learns or should have learned of the acquisition or disposal.

The preparatory works of the former Securities Trading Act of 1997 to which the Act's time limit is a continuance of, states that "immediately" is interpreted as "as soon as possible". I refer to NOU 1996:2 page 94. According to this investors are expected to keep track of its positions, but will have due time to calculate and coordinate its holdings to consider if disclosure is required. We have asked the Norwegian FSA, who is responsible for enforcement of these rules, if they accept this interpretation. The FSA refers to the enclosed letter to an international investment firm dated 22.12.2005 confirming this interpretation. Oslo Børs' market surveillance who reports suspected violations, states that it based on this interpretation normally will not report disclosures from international investment firms even if they are a couple of days after a threshold is passed unless it is considered to have knowingly withheld this information.

In practice the difference between the directive's "as soon as possible" and the accepted interpretation of the Norwegian time limit is not significant at all. A significant number of international funds and investment firms invest and operate in Norway, as far as we know without considering compliance being a problem.

As Annar has informed you there is also an exemption for the 5%-threshold for investment firms' trading book.

Please don't hesitate to contact us for further inquiries.

8.2 MARKEDSOVERVÅKING OG MARKEDSMISBRUK

9. BØRSENS TAUSHETSPLIKT – INNSYN

9.1 DAGENS NÆRINGS LIV (BØRSKLAGENEMNDENS SAK 2/2008)

Avgjørelse av 4. juli 2008 av klage fra Dagens Næringsliv (DN) over Oslo Børs (børsen) sitt vedtak om avslag på begjæring om innsyn i vedlegg til børsstyrevedtak 23. april 2008 "Fast Search and Transfer ASA".

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder spørsmål om det skal gis innsyn i vedleggene til børsstyrevedtak 23. april 2008 "Fast Search and Transfer ASA".

Ved børsens vedtak 3. juni 2008 fikk DN innsyn i vedlegg 1, 5 og 11, samt delvis innsyn i bilag 2, 3, 4, 6, 7, 8 og 9. Bilag 10 ble unntatt offentlighet i sin helhet. Delvis innsyn er gitt ved at de delene av dokumentene som ble vurdert unntatt offentlighet er sladdet ut.

DN påklaget vedtaket ved e-post 4. juni 2008 og anmodet om en ny vurdering av innsynsbejæringen.

Oslo Børs har i brev til Børsklagenemnden 16. juni 2008 foretatt en ny vurdering av bejæringen, men ikke funnet å endre sitt tidligere vedtak. Saken er derfor oversendt klagenemnden for behandling som klagesak.

DN, ved journalist Trond Sundnes, har kommet med tilleggsuttalelse i brev 18. juni i år. Oslo Børs har kommentert dette i sitt brev 20. juni. Sundnes har videre kommentert børsens brev i sitt brev 20. juni 2008.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 4. juli 2008. Ved behandlingen og møtet deltok Bjørg Ven (leder), John Giverholt, Hugo Matre og Bernt Zakariassen.

2. Kort om saken

Fast Search and Transfer ASA ble ilagt overtredelsesgebyr med hjemmel i børsloven § 31 for å ha opptrådt i strid med løpende forpliktelser punkt 3.1.2 tredje ledd ved ikke å gi børsen melding om utsatt offentliggjøring av innsideopplysninger i forbindelse med Microsoft Corporations oppkjøp av Fast som ble offentliggjort 8. januar 2008 kl. 10.10. Børsstyrets vedtak er på ordinær måte offentliggjort på børsens hjemmeside. Vedleggene til vedtaket offentligjøres imidlertid ikke, og det er disse vedleggene innsynsbejæringen gjelder.

3. Rettslig grunnlag

3.1 Virkeområde

Lov 19. juni 1970 nr. 69 om offentlighet i forvaltningen (offentlighetsloven) gjelder etter § 1 den virksomhet som drives av forvaltningsorganer, med mindre annet er bestemt i lov eller i medhold av lov. Som forvaltningsorgan regnes også privat rettssubjekt i saken hvor det treffer enkeltvedtak, jf. § 1 første ledd tredje punktum. Offentlighetsloven får etter dette anvendelse på børsens vedtak som er omfattet av lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven), jf. fvl. § 1 jf. § 2 jf. offvl. § 1.

Det følger av børsloven § 40 at forvaltningsloven kapittel III, IV, V, VI og VIII, med unntak av fvl. § 13, gjelder når børsen treffer avgjørelser etter børsloven §§ 25, 26, 30, 31 og 34, samt verdipapirhandelloven kapittel 6, 7 og § 17-4 tredje ledd. Børsstyrevedtaket 23. april 2008 "Fast Search and Transfer ASA" ble fattet med hjemmel i børsloven § 31, og er etter børsloven § 40 å anse som et forvaltningsvedtak. De nevnte

bestemmelser i forvaltningsloven gjelder dermed for børsstyrets vedtak. Av dette følger dermed at også offentlighetsloven får anvendelse på børsstyrevedtaket.

Offentlighetsloven § 9 fastsetter regler om saksbehandling og klage. Det følger av § 9 tredje ledd at den som har fått avslag på begjæring om innsyn, kan klage til det forvaltningsorgan som er nærmest overordnet det forvaltningsorgan som har truffet vedtaket.

I følge børsforskriften § 35 første ledd første punktum, jf. børsløven § 41 første ledd tredje punktum, er Børsklagenemnden klageinstans for de vedtak som er fattet av regulert marked og som er gjenstand for klage.

3.2 Offentlighetsloven og børsløven § 14

Etter offentlighetsloven § 2 første ledd er forvaltningens saksdokumenter offentlige så langt det ikke er gjort unntak i lov eller i medhold av lov. Det fremgår videre av annet ledd at enhver kan kreve å få gjøre seg kjent med det offentlige innholdet i saksdokumentene hos vedkommende forvaltningsorgan.

Offentlighetsloven § 5 a inneholder unntak for opplysninger som er undergitt lovbestemt taushetsplikt:

“Opplysninger som er undergitt taushetsplikt i lov eller i medhold av lov er unntatt fra offentlighet.”

Taushetsplikt for ansatte mv. ved regulert marked er fastsatt i børsløven § 14 første ledd:

“Tillitsvalgte, ansatte og revisor ved regulert marked plikter å hindre at noen får adgang eller kjennskap til det som de i sitt arbeid får vite om andres forretningsmessige eller personlige forhold med mindre annet følger av denne eller annen lov. Vedkommende må heller ikke gjøre bruk av slike opplysninger ved ervervsvirksomhet eller ved kjøp og salg av finansielle instrumenter. Bestemmelsene i forvaltningsloven 3 §§ 13a til 13e får tilsvarende anvendelse.”

Børsløven § 14 er i det vesentlige en videreføring av børsløven av 17. juni 1988 nr. 56 § 2-11. Ved tolkingen av gjeldende bestemmelse vil derfor forarbeidene til den tidligere bestemmelsen være relevante. I Ot.prp. nr. 83 (1986-87) side 97-98 uttales blant annet følgende om forholdet mellom taushetsplikten etter henholdsvis børsløven og forvaltningsloven:

“Den foreslåtte bestemmelse går lenger enn forvaltningsloven, idet taushetsplikten etter forvaltningsloven når det gjelder forretningsmessige forhold bare omfatter opplysninger om tekniske innretninger og fremgangsmåter, samt drifts- og forretningsforhold det vil være av konkurransemessig betydning å hemmeligholde av hensyn til dem opplysningen angår.”

Uttrykkene “forretningsmessige forhold” og “personlige forhold” i børsløven § 14 er ikke omtalt nærmere i forarbeidene til loven. Det kan derfor være naturlig å se hen til forståelsen av de tilsvarende uttrykk i forvaltningsloven § 13. Det vises i denne sammenheng til at de øvrige bestemmelsene i forvaltningsloven som omhandler taushetsplikt (§§ 13 a til 13 f) er gitt anvendelse etter børsløven og at fvl. § 13 ble ansett overflødig da børsløven § 14 ble vedtatt jf. Ot.prp. nr. 73 (1999-2000) punkt 8.1.2.4. Bestemmelsen inngår derfor ikke i opplistingen av hvilke bestemmelser som gjelder, jf. børsløven § 40.

Forvaltningsloven § 13 første ledd lyder som følger:

”Enhver som utfører tjeneste eller arbeid for et forvaltningsorgan, plikter å hindre at andre får adgang eller kjennskap til det han i forbindelse med tjenesten eller arbeidet får vite om:

- 1) noens personlige forhold, eller*
- 2) tekniske innretninger og fremgangsmåter samt drifts- eller forretningsforhold som det vil være av konkurransemessig betydning å hemmeligholde av hensyn til den som opplysningen angår.”*

I fvl. § 13 annet ledd er det gitt uttrykk for enkelte forhold som ikke skal anses som personlige forhold. Etter bestemmelsen skal ikke fødested, fødselsdato og personnummer, statsborgerforhold, sivilstand, yrke, bopel og arbeidssted regnes som personlige forhold, med mindre slike opplysninger røper et klientforhold eller andre forhold som må anses som personlige. Det fremgår av forarbeidene (Ot.prp. nr. 3 (1976-77)) at opplysninger om enkeltpersoners boligforhold, økonomi og arbeidsforhold som hovedregel vil gå inn under personlige opplysninger som er underlagt taushetsplikt. Videre fremgår det at § 13 første ledd nr. 1 bare omfatter fysiske personers forhold, slik at selskaper, foreninger etc. ikke er beskyttet. I juridisk teori er det uttalt at typiske personlige forhold etter bestemmelsen vil være slektskaps-, familie- og hjemforhold, fysisk og psykisk helse, karakter og følelsesliv.

Taushetsplikten for næringsopplysninger etter § 13 første ledd nr. 2 tar sikte på å hindre spredning av slike opplysninger som kan føre til økonomiske tap for vedkommende bedrift enten direkte eller ved at konkurrenter utnytter opplysningene. Taushetsplikt vil ofte også være nødvendig eller ønskelig for å sikre et tillitsforhold mellom bedriften og det offentlig, både generelt og for å gi større sikkerhet for at det gis riktige og fullstendige opplysninger. Det legges til grunn i forarbeidene (Ot.prp. nr. 3 (1976-77)) at opplysningene må være av en viss betydning, og at det må være av en slik art at det er naturlig å regne med at en i vedkommende virksomhet anses den som en hemmelighet.

4. Børsens vedtak

4.1 Bilag 2, 3, 4, 6 og 7 – innsidelister

Utstedere av finansielle instrumenter er pålagt å føre lister over personer som gis tilgang til innsideinformasjon, jf. verdipapirhandelloven § 3-5. Formålet med listene er at myndighetene i ettertid skal kunne foreta en kontroll med hvilke personer selskapet har gitt innsideinformasjon og igjen for å kontrollere eventuelle lekkasjer, misbruk, om informasjonen er håndtert tilbørlig osv. Børsen vurderer listen slik i forhold til innsynsbejæringen:

”Etter børsens vurdering inneholder innsidelister både informasjon om personlige forhold og om forretningsmessige forhold som børsen i medhold av børsloven § 14 er ilagt taushetsplikt om. For så vidt gjelder personlige forhold, vises det til at innsidelisten inneholder navn, funksjon og arbeidssted. Når det gjelder forretningsmessige forhold, vises det til at innsidelisten bl.a. angir hvilke personer som har vært involvert i en konkret prosess, hvilke arbeidssteder disse personene tilhører, årsaken til at personene er på listen og dato for når disse personene fikk innsideinformasjon. Slik informasjon vil kunne avsløre strategi og fremgangsmåte i den konkrete prosessen, valg og bruk av rådgivere mv. i prosessen.”

4.2 Bilag 7 – Non Disclosure Agreements

Bilag 7 inneholder delvis informasjon knyttet til Non Disclosure Agreements mellom partene i transaksjonen. Børsen vurderer dokumentet på følgende måte:

”Dette er konfidensielle avtaler mellom partene. Henvvisninger til disse avtalene samt avtalene i seg selv er etter børsens oppfatning opplysninger om forretningsmessige forhold som faller inn under børsens lovpålagt taushetsplikt.”

For så vidt gjelder de delene av bilag 7 som er innsidelister vises til punkt 4.1 ovenfor.

4.3 Bilag 8 – annen sak

Til dette skriver børsen følgende:

"Bilag 8 inneholder enkelte henvisninger til og informasjon om tredjeparter som har vært involvert i prosessen, som etter børsens vurdering utgjør forretningsmessige forhold som børsen i medhold av børsloven § 14 er ilagt taushetsplikt om.

Bilag 8 inneholder videre informasjon som er relatert til en annen sak enn styrevedtaket 23. april 2008. Innsynsbegjæringen omfatter ikke den andre saken og informasjonen er derfor unntatt offentlighet. For øvrig er bilag 8 offentlig."

4.4 Bilag9 – FASTs anførsler i brev av 17. mars 2008

Til dette skriver børsen følgende:

"Bilag 9 inneholder delvis informasjon av forretningsmessig art, herunder forholdet til tredjeparter, som etter børsens vurdering utgjør forretningsmessige forhold som børsen i medhold av børsloven § 14 er ilagt taushetsplikt om."

4.5 Bilag 10 – tillegg til Non Disclosure Agreements

Bilaget utgjør i sin helhet et tillegg til Non Disclosure Agreement. Børsen uttaler følgende om bilaget:

"Etter børsens oppfatning inneholder bilaget i sin helhet opplysninger om forretningsmessige forhold som børsen i medhold av børsloven § 14 er ilagt taushetsplikt om."

5. Klagers anførsler

Dagens Næringsliv har i klagen, under "Dagens Næringslivs vurderinger" anført følgende:

"1) Dagens Næringsliv kan ikke se at det foreligger noe grunnlag for å tolke opplysningene på de nevnte innsidelistene som omfattet av Fvl § 13 1. ledd om "noens personlige forhold. Det som vil fremgå av er arbeidssted samt en dato og kanskje et tidspunkt. Det er eksplisitt skrevet i lovens forarbeider at personers arbeidssted ikke er å anse som et personlig forhold. Videre vises til Justisdepartementets uttalelse, som i stor grad vil sammenfalle med herværende sak når det gjelder identifisering. Også her er det personer som indirekte eller direkte har deltatt i den handling som senere er straffet av Oslo Børs.

2) Dagens Næringsliv kan ikke se at det foreligger noen grunn til å se på informasjonen i de nevnte innsidelister som "tekniske innretninger og fremgangsmåter samt drifts- og forretningsforhold som det vil være av konkurransemessig betydning å hemmeligholde". Vi viser til lovavdelingens uttalelse om at " Kjerneområdet for taushetsplikten er opplysninger som andre kan bruke på tilsvarende måte i sin egen virksomhet, " Informasjonen i de sladdede dokumentene antas å være en opplysting av hvilke personer som har deltatt i en prosess, og videre på hvilket tidspunkt disse personene ble delaktige i prosessen. At disse opplysningene på noen som helst måte kan benyttes av andre konkurrerende virksomheter fremstår som usannsynlig.

3) I den grad dette skulle være å anse som sensitiv informasjon under selve oppkjøpsprosessen, er dette nå i ettetid definitivt ingen forretningshemmelighet av sensitiv karakter. Innsidelistene vil ikke gi informasjon om tekniske innretninger eller fremgangsmåter. Selve fremgangsmåten i denne saken - at Fast Search & Transfer og

*Microsoft benyttet seg av både juridiske og finansielle rådgivere - er allerede kjent.
Det er også kjent hvilke selskaper dette var - noe Oslo Børs for øvrig ikke har funnet grunn til å unnta i de dokumentene som allerede er utlevert."*

I brev 18. juni 2008 anføres videre følgende:

*"5 Generelt om Oslo Børs sine anførsler
Det er vanskelig å finne en rød tråd i Oslo Børs sin argumentasjon for hemmelighold i denne saken. Ikke bare har Børsen hatt problemer med å finne riktig hjemmel for unntaket. Når hjemmelen først ser ut til å være funnet, blir det argumentert med to løse begrep uten nærmere redegjørelse for hvilke tungtveiende hensyn som taler for taushet.*

5.1 Forretningsmessige forhold

I forhold til "forretningsmessige forhold" kan det virke som Oslo Børs indirekte argumenterer med at det finnes en magisk, hemmelig måte å gjennomføre et oppkjøp på som - om den ble kjent for konkurrenter - vil kunne kopieres, og dermed skade Fast og Microsoft. Denne magiske måten har altså kun blitt benyttet av Microsoft - og det ville gjøre ubotelig forretningsmessige skade om den skulle bli kjent. Dette faller på sin egen urimelighet. Ethvert oppkjøp vil ha sin egen dynamikk, og det er vanskelig - for ikke å si umulig - å se hvordan informasjon om personnavn, stilling, arbeidssted og klokkeslett på en innsideliste kan ha noen som helst konkurransemessig og forretningsmessig betydning når prosessen nå er avsluttet.

5.2 Personlige forhold

I forhold til såkalte "personlige forhold" er det ikke mulig å se hvilke interesser Oslo Børs mener skal beskyttes. Men det kan fastslås at Oslo Børs sin vurdering av hva som er personlige forhold går langt utenfor det som normalt i Forvaltningsloven beskrives som personlige forhold. Det er her grunn til å bemerke at man i lovforarbeidene til Børsloven overhode ikke har gått inn på - eller konkretisert - at det foreligger en utviding av taushetspliktbegrepet i Børsloven i forhold til personopplysninger i forhold til Børsloven. Denne utvidelsen nevnes kun i forbindelse med de forretningsmessige forholdene.

I ot prp 83 1986-87 heter det:

"Den foreslåtte bestemmelsen går lenger enn forvaltningsloven, idet taushetsplikten etter forvaltningsloven når det gjelder forretningsmessige forhold bare omfatter opplysninger om tekniske innretninger og fremgangsmåter, samt drifts- og forretningsmessige forhold det vil være av konkurransemessig betydning å hemmeligholde av hensyn til dem opplysningen angår."

Denne omtalte utvidelsen, som det ikke blir angitt noen størrelse på, blir altså kun omtalt i forhold til "forretningsmessige forhold". Dersom Børsen får medhold i at de nevnte opplysninger i denne saken er å anse som taushetsbelagte personlige forhold vil det bety en dramatisk utvidelse av mulighetene til å gjøre informasjon taushetsbelagt. DN kan ikke se at det har vært lovgivers intensjon, verken direkte gjennom lovteksten eller indirekte gjennom forarbeidene."

6. Børsklagenemndens vurdering

6.1 Børsklagenemndens kompetanse

Børsklagenemnden er etter børsloven § 41 (1) gitt som oppgave å avgjøre klager på vedtak som er nevnt i børsloven § 40. Det som omhandles i § 40 gjelder markedsmessige forhold, som vedtak om suspensjon og strykning, medlemskap på børs, vedtak om mulkt for overtredelse av opplysningsplikten, overtredelsesgebyr, opptak til notering og vedtak i forhold enkelte bestemmelser i verdipapirhandelloven. Det fremgår

videre i § 41 at departementet i forskrift kan fastsette at også andre vedtak fattet av børs enn de som er nevnt i § 40 skal kunne påklages.

I børsforskriften av 29. juni 2007 er Børsklagenemndens kompetanse omhandlet i § 35. Denne er en videreføring av tidligere forskrift. Her heter det:

"Børsklagenemnden er klageinstans for de vedtak av regulert marked som er gjenstand for klage. I klagesaken kan børsklagenemnden prøve alle sider av vedtaket."

Bestemmelsen er helt generell med hensyn til at Børsklagenemnden er gitt myndighet til å behandle klager over alle typer børsvedtak. Ordlyden i forskriften omfatter dermed også en klage som i dette tilfellet følger av offentlighetsloven § 9, tredje ledd når børsen treffer forvaltningsvedtak. Det hadde kanskje vært å forvente at en slik utvidelse av Børsklagenemndens kompetanse i forhold til lovens § 41 jf. § 40 ville blitt mer eksplisitt uttrykt i forskriften. Når det ikke er gjort, er det antakelig fordi ingen har tenkt på at man med denne ordlyden i forskriften utvidet området for Børsklagenemndens virkeområde betraktelig ved at den etter forskriftens ordlyd f. eks vil gjelde all forvaltningsrettslig saksbehandling.

Børsklagenemndens sammensetning og arbeidsmåte passer bedre for de saker som er nevnt i børsloven § 41 enn for saker om alminnelig forvaltning. Det er i offentlighetsloven § 9 sagt at krav om innsyn skal behandles uten ugrunnet opphold. I henhold til uttalelser fra Sivilombudsmannen betyr det 2-3 dager. Det er også i praksis forutsatt at klager over avslag på innsyn skal behandles raskt av det overordnede forvaltningsorgan. Å forelegge slike spørsmål for en klagenemnd av Børsklagenemndas karakter er atskillig mer omstendelig og passer derfor ikke helt i denne sammenheng.

På den annen side har børsen ikke noe "nærmest overordnet" forvaltningsorgan. Kongen er i slike tilfeller bemyndiget til å bestemme hvilke myndigheter som skal treffe avgjørelse på forskjellige saksområder, jf. offentlighetsloven § 9, siste ledd. I mangel av særskilt klageordning i henhold til § 9, siste ledd, og på bakgrunn av den generelle ordlyden i børsforskriften § 35, finner Børsklagenemnden å kunne behandle saken.

6.2 Realiteten

Utgangspunktet er at alle forvaltningens saksdokumenter er offentlige med mindre det er gjort unntak. Slikt unntak er gjort for opplysninger som er undergitt lovbestemt taushetsplikt. Taushetsplikten er for børsens vedkommende fastsatt i børsloven § 14, som i henhold til forarbeidene er antatt å gå noe lenger enn den alminnelige bestemmelse i forvaltningsloven § 13 når det gjelder forretningsforhold. Spørsmålet i saken er om de opplysninger som fremgår i det som er holdt tilbake fra innsyn, er taushetsbelagte opplysninger.

Dette dreier seg først og fremst om innsidelistene som utsteder av finansielle instrumenter er pålagt å føre, jf. verdipapirhandeloven § 3-5. Disse listene skal etter § 3-5 (2) "...oppdateres fortløpende og inneholde opplysninger om identiteten til personene med tilgang til innsideinformasjonen, dato og klokkeslett personen fikk tilgang til slik informasjon, funksjonen til personene, årsaken til at personene er på listen og dato for nedtegning og endring av listen."

Børsen og Kredittilsynet kan be om å få oversendt listene som del av sin overvåking og kontroll av markedsplassen. De skal oppbevares i minst fem år. Dette er altså lister som de børsnoterte selskaper er forpliktet til å føre fortløpende i kontrolløyemed, i tillegg til primærinnsidelistene som skal holdes å jour til enhver tid og rutinemessig oversendes børsen. Innsidelistene skal dermed føres når det skjer noe i selskapet av kurssensitiv karakter. Hensikten er at børsen skal kunne ha full kontroll over hvem som til enhver tid er orientert om kurssensitive omstendigheter. Det sier seg derfor selv at børsen er avhengig av at alle opplysninger om dette kommer frem av listene. For at selskapene

skal være sikre på at de oppfyller plikten etter § 3-5, går de gjerne lenger enn nødvendig med hensyn til antall personer som oppføres og hvor tidlig de oppføres på listene.

Taushetsplikten etter § 14 omfatter "forretningsmessige eller personlige forhold". Spørsmålet er om innsidelistene kan sies å inneholde opplysninger av den karakter som er taushetsbelagt. Personer som er ansatt i det aktuelle selskapet, vil fremgå av listene enten i kraft av sin posisjon i selskapet, eller fordi de deltar i spesielle kontraktsforhandlinger eller prosjekter som pågår. Rådgivere og andre utenforstående vil måtte oppføres når de får innsideinformasjon, dvs. opplysninger om selskapet som er egnet til å påvirke kursen og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet, jf. definisjonen i verdipapirhandelloven § 3-2. Dette kan være opplysninger i forbindelse med regnskapsavleggelse, eller opplysninger i forbindelse med påtenkte eller pågående kontraktsforhandlinger, transaksjoner eller strategier.

Det at personer er oppført på listene ene og alene i kraft av sin sentrale posisjon i selskapet, kan ikke sies å være underlagt taushetsplikt. Dette er ikke mer enn enhver som har eller skaffer seg kjennskap til selskapet vil vite. Når andre ansatte eller utenforstående rådgivere tas inn på listen, vil det som oftest ha sin bakgrunn i at det foregår noe spesielt som har sammenheng med forretningsmessige forhold, forhold som vil være underlagt børsens taushetsplikt. Det kan være forberedelser til eller gjennomføring av større salg, oppkjøp eller andre transaksjoner, eller inngåelse av viktige kontrakter.

Personnavnene på listen enkeltvis vil ikke nødvendigvis røpe så mye, men en sammenstilling av navnelisten med opplysninger om den enkeltes funksjon, dato, klokkeslett og årsak til at de befinner seg på listen, vil være egnet til å kunne avdekke hva som er, eller i det minste at noe er på gang. Det å la innsidelistene være undergitt offentlighet vil ut fra dokumentets spesielle karakter i utgangspunktet være problematisk.

Det å fremlegge listen med alle navn sladdet, bortsett fra selskapets sentrale ledelse, vil også kunne være problematisk. Alene det at det fremgår at det her står mange navn, selv om de er anonyme, kan etter omstendighetene være tilstrekkelig til at det kan trekkes slutninger om forretningsmessige forhold. De få navn som står åpne er heller ikke av betydning for den som søker innsyn, da disse navn vil være tilgjengelige også uten innsyn i innsidelisten.

Nettopp det poeng at listen må ses under ett, gjør at Børsklagenemnden er av den oppfatning at disse listene må være unntatt offentlighet. Selv om det ikke er avgjørende for Børsklagenemndens syn, skal det nevnes som et tilleggsmoment at innsidelister er pålagt utarbeidet av kontrollhensyn. For å være på den sikre side vil selskapene gjerne rapportere som innsidere både flere enn strengt tatt nødvendig og tidligere enn strengt tatt nødvendig. Dersom disse listene ble underlagt offentlighet og rett til innsyn, kan det medføre en mer restriktiv holdning fra selskapenes side med hensyn til når det rapporteres og hva som rapporteres, hvilket ikke tjener det hensyn som bærer regelen oppe, snarere tvert imot.

Når det gjelder spørsmålet om hvor lenge innsidelister skal være unntatt offentlighet, er Børsklagenemnden for så vidt enig med klager i at der en transaksjon er gjennomført, kan det reises spørsmålsteget ved børsens fortsatte taushetsplikt. Her kommer imidlertid de foran nevnte hensyn inn. Det er bedre om listene omfatter for mye enn for lite, og det kan være opplysninger i innsidelistene som gjør det mulig å si noe om selskapets fremtidige strategi. Selskapet har dessuten rett til å bevare taushet om klientforhold, jf. forvaltningsloven § 13, annet ledd, noe som ikke nødvendigvis oppheves overfor omverdenen selv om kontrollmyndighetene er gitt rett til innsyn. Videre kan innsidelistenes funksjon som kontrollmiddel tale for at taushetsplikten også gjelder i tiden etter at transaksjonen er gjennomført.

Der et forsøk på salg, overtakelse og lignende ikke fører frem i første omgang, vil det kunne komme til å bli tatt opp igjen senere, og det kan være viktig at innsidelistene ikke kan brukes til å trekke slutninger om hva som har vært på gang en periode. Rett til innsyn i en innsideliste på et senere tidspunkt vil føre til problematiske grensdragninger for børsen når de, med fare for å pådra seg ansvar for brudd på den taushetsplikten de er pålagt i børsloven § 14, må avgjøre når opplysningene ikke lenger kan anses å være omfattet av taushetsplikten. Det vises for øvrig her til den generelle bestemmelse i offentlighetsloven § 7 om at Kongen kan bestemme når et dokument som går innunder unntakene i § 6 kan gjøres offentlig når det på grunn av den forløpne tid er åpenbart at hensynene som har begrunnet unntaket, ikke lenger gjør seg gjeldende. Ved denne vurderingen må det tas hensyn til behovet for ikke å svekke innsidelistenes funksjon som kontrollinstrument.

Børsklagenemnden finner etter dette at innsidelistene må være underlagt taushetsplikt og dermed unntatt offentlighet både før og etter gjennomføringen av (eventuelle) transaksjoner.

Når det gjelder de øvrige bilag hvor det delvis er nektet innsyn, har Børsklagenemnden gjennomgått samtlige bilag i usladdet stand og har hatt anledning til å vurdere om innholdet omfattes av taushetsplikten. Bilagene 7, 8 og 9 er delvis og bilag 10 helt unntatt offentlighet av børsen.

For bilag 7's vedkommende dreier det seg, så vidt Børsklagenemnden kan se, utelukkende om opplysninger vedrørende innsidelistene. Her er Børsklagenemnden enig i at dette er opplysninger hvor innsyn kan nektes, jf. ovenfor. De sladdede avsnitt i bilag 8 gjelder dels opplysninger om innsidelister, hvor Børsklagenemnden er enig i begrunnelsen for sladding. Dels gjelder det henvisning til en annen sak, hvor børsen har begrunnet nektelsen av innsyn med at det ikke er begjært innsyn i denne saken. Her er Børsklagenemnden enig med klager i at det ikke kan være grunn god nok til å nekte innsyn. Det må vurderes selvstendig om de opplysninger som fremkommer, selv om de dreier seg om en annen sak, er av en slik forretningsmessig karakter at de faller innunder børsens taushetsplikt. Unntakelsen av dette avsnitt vil derfor børsen bli bedt om å vurdere på nytt.

De sladdede avsnitt i bilag 9 gjelder forretningsmessige forhold hvor Børsklagenemnden er enig med børsen i at deres taushetsplikt stiller seg hindrende i veien for å utgi opplysningene til offentligheten. Når det gjelder bilag 10, som er et addendum til en forretningsmessig konfidensialitetsavtale mellom to selskaper, finner Børsklagenemnden i likhet med børsen at dette dokument i sin helhet må være unntatt offentlighet. At dokumentet daterer seg fra november 2007, og også hva det er benevnt, fremgår av den del av bilag 8 det er gitt innsyn i, og kan ikke regnes som forretningshemmeligheter, heller ikke i dette tilfellet dokumentets underskrifter.

BØRSKLAGENEMNDENS VEDTAK:

Børsens vedtak av 3. juni 2008 om hvilke vedlegg til børsstyrevedtak av 23. april 2008 "Fast Search and Transfer ASA" det skal gis innsyn i, stadfestes med den endring at børsen gjennomgår vedlegg 8 på nytt, og gir opplysninger om overskrift og underskrifter på vedlegg 10.