

# **BØRSRETTSDAGENE**

**30. OG 31. JANUAR 2006**

**Vedtak og uttalelser 2005**

**Juridisk direktør Atle Degré**

# Innholdsfortegnelse

|           |  |           |
|-----------|--|-----------|
| <b>1.</b> | <b>INNLEDNING</b> .....  | <b>4</b>  |
| 1.1       | GENERELT .....   | 4         |
| 1.2       | INFORMASJON PÅ WWW.OSLOBORS.NO .....   | 4         |
| 1.3       | OVERSIKT OVER BØRSSIRKULÆRER 2005 .....  | 5         |
| <b>2.</b> | <b>EMISJONSKONTROLL OG PROSPEKTPLIKT</b> .....   | <b>6</b>  |
| 2.1       | OVERSIKT OVER KONTROLLERTE PROSPEKTER OG TILBUKSDOKUMENTER I 2005.....   | 6         |
| 2.2       | NYE PROSPEKTREGLER.....  | 8         |
| 2.2.1     | <i>Nye prospektregler i verdipapirhandelloven kapittel 5 og tilhørende forskrifter – implementering av prospektdirektivet (børssirkulære nr. 9/2005)</i> ..... | 8         |
| 2.3       | PROSPEKTPLIKT.....   | 8         |
| 2.3.1     | <i>Prospektplikt – omgjøring av B-aksjer for utbetaling av utbytte (brev av 10.03.2005)</i> .....  | 8         |
| 2.3.2     | <i>Overføring av myndighet til å godkjenne prospekt (e-post av 17.01.06)</i> .....   | 9         |
| 2.4       | PROSPEKTERS INNHold OG FORM.....   | 10        |
| 2.4.1     | <i>Tolkning av asal. § 2-13 og forholdet til "soft underwriting" (brev av 27.06.2005)</i> .....  | 10        |
| <b>3.</b> | <b>OPPTAK TIL BØRSNOTERING</b> .....   | <b>12</b> |
| 3.1       | NYE SELSKAPER PÅ OSLO BØRS I 2005 .....  | 12        |
| 3.2       | NYE BØRSREGLER.....  | 13        |
| 3.2.1     | <i>Nye børsregler om opptak av aksjer/grunnfondsbevis og obligasjoner samt løpende forpliktelser for utstedere (børssirkulære nr. 7/2005)</i> .....            | 13        |
| 3.3       | OPPTAKSVILKÅR.....   | 13        |
| 3.3.1     | <i>Børsintroduksjoner og selskapshandlinger (børssirkulære nr. 8/2005)</i> .....   | 13        |
| 3.3.2     | <i>Endring av kravet til styrets uavhengighet i forbindelse med opptak til notering (børssirkulære nr. 4/2005)</i> .....                                       | 13        |
| 3.3.3     | <i>Styrets uavhengighet (e-post av 25.10.2005)</i> .....   | 13        |
| 3.3.4     | <i>Thule Drilling ASA – Søknad om notering (børsstyresak av 26.10.2005)</i> .....  | 14        |
| 3.4       | OVERFØRING MELLOM HOVEDLISTE OG SMB-LISTEN .....   | 30        |
| 3.5       | FORTSATT NOTERING VED FISJON/FUSJON, BF § 2-7.....   | 30        |
| 3.6       | OBLIGASJONER.....  | 30        |
| 3.6.1     | <i>Børsregler (børssirkulære nr. 7/05)</i> .....   | 30        |
| 3.6.2     | <i>Alternative Bond Market (www.abmportal.no)</i> .....  | 30        |
| <b>4.</b> | <b>STRYKNING/SUSPENSJON</b> .....  | <b>31</b> |
| 4.1       | SELKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING I 2005.....   | 31        |
| 4.2       | SAKER – STRYKNING OG MIDLERTIDIG STRYKNING .....   | 31        |
| 4.2.1     | <i>Decision to permanently de-list Northern Offshore Limited (brev av 04.04.2005)</i> .....  | 31        |
| <b>5.</b> | <b>INFORMASJONSPLIKT – UTSTEDERFORPLIKTELSE</b> .....  | <b>32</b> |
| 5.1       | NYE REGLER.....  | 32        |
| 5.1.1     | <i>Nye regler om informasjonsplikt m v (børssirkulære nr. 3/2005)</i> .....  | 32        |
| 5.1.2     | <i>Ad begrenset revisjon av børsforskriften - implementering av EUs markedsmissbruksdirektiv (brev av 23.08.2005)</i> .....                                    | 32        |
| 5.1.3     | <i>Nye børsregler (børssirkulære nr. 7/2005)</i> .....   | 35        |
| 5.2       | INFORMASJONSPLIKT .....  | 35        |
| 5.2.1     | <i>MediCult A/S – Overtredelse av informasjonsplikten (børsstyresak av 15.02.2005)</i> .....   | 35        |
| 5.2.2     | <i>PA Resoures AB – Overtredelse av informasjonsplikten (børsstyresak av 17.03.2005)</i> .....   | 42        |
| 5.2.3     | <i>PhotoCure ASA – Overtredelse av informasjonsplikten (børsstyresak av 17.03.2005)</i> .....  | 49        |

|           |  |            |
|-----------|--|------------|
| 5.3       | UTTALELSER OM INFORMASJONSPLIKT .....  | 57         |
| 5.3.1     | <i>Børsmelding vedrørende krav til Oslo Børs om undersøkelser (e-post av 17.11.2005)</i> .....   | 57         |
| 5.4       | OVERGANG TIL INTERNASJONALE REGNSKAPSSTANDARDER IAS - IFRS .....   | 57         |
| 5.4.1     | <i>Overgangen til IAS/IFRS (børssirkulære nr. 1/2005)</i> .....  | 57         |
| 5.5       | FRI OMSETTELIGHET - STEMMERETTSBEGRENSNING .....   | 57         |
| 5.5.1     | <i>Cermaq ASA – Omsetningsbegrensning og børsnøtering (brev av 08.08.2005)</i> .....   | 57         |
| 5.6       | LIKEBEHANDLING/GOD BØRSSKIKK .....   | 58         |
| 5.6.1     | <i>Vedr. likebehandling og omsettelige tegningsretter i reparasjonsøvelse (brev av 27.05.2005)</i> .....   | 58         |
| 5.7       | INFORMASJONSPLIKT – OBLIGASJONER .....   | 61         |
| 5.7.1     | <i>Nye børsregler (børssirkulære nr. 7/2005)</i> .....   | 61         |
| 5.7.2     | <i>Vedrørende børsforskriften § 10-11 - søknad om dispensasjon fra kravet om umiddelbar offentliggjøring av resultat etter styrets vedtak</i> .....            | 61         |
| <b>6.</b> | <b>TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD</b> .....   | <b>63</b>  |
| 6.1       | TILBUDSPLIKT .....   | 63         |
| 6.1.1     | <i>Opticom ASA - Spørsmål om konsolidering av aksjeeiere - Orkla ASA m fl (brev av 07.12.2005)</i> .....   | 63         |
| 6.1.2     | <i>Klage fra Alcoa Inc. over børsens godkjenning 8. februar 2005 av Orkla ASAs pliktige tilbud på aksjene i Elkem ASA (Børsklagenemndens sak 1/2005)</i> ..... | 68         |
| 6.1.3     | <i>Pan Fish ASA – verdipapirhandelloven § 4-3 (brev av 04.05.2005)</i> .....   | 80         |
| 6.1.4     | <i>Gresvig ASA – Melding fra tilbyder om pliktig tilbud (e-post av 31.08.2005)</i> ..  | 81         |
| 6.1.5     | <i>Awilco Offshore ASA og Sinvest ASA – konsolidering og tilbudsplikt i Petrojack ASA (brev av 01.09.2005)</i> .....   | 82         |
| 6.1.6     | <i>Tilbudsplikt – overdragelse mellom selskaper i samme gruppe (brev av 04.11.2005)</i> .....  | 83         |
| 6.2       | FRIVILLIGE TILBUD .....  | 84         |
| 6.2.1     | <i>Ad tilbud fra Seadrill Ltd på Smedvig ASA – børsens kontroll (e-post av 09.01.2006)</i> .....   | 84         |
| 6.2.2     | <i>Exploration Resources ASA – Request regarding duty to make voluntary offer (brev av 31.08.2005)</i> .....   | 86         |
| 6.3       | GARANTI VED PLIKTIG TILBUD .....   | 87         |
| 6.3.1     | <i>Pliktig tilbud - forsinkelsesrente</i> .....  | 87         |
| <b>7.</b> | <b>MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER</b> .....   | <b>87</b>  |
| 7.1       | NYE MEDLEMMER 2005 .....   | 87         |
| 7.2       | OVERTREDELSE .....   | 88         |
| 7.2.1     | <i>Klage fra Carnegie ASA over børsstyrets vedtak 27. april 2005 om å illegge selskapet et overtredelsesgebyr (Børsklagenemndens sak 2/2005)</i> .....         | 88         |
| 7.2.2     | <i>Deutsche Bank AG London – Violation of trade reporting of agreed transactions (protokoll fra børsstyremøte 30.11.2005)</i> .....                            | 96         |
| 7.2.3     | <i>Kaupthing ASA – brudd på børsforskriften § 13-3 annet ledd og Norex Member Rules 4.6.1 (børsstyresak av 16. desember 2005)</i> .....                        | 105        |
| 7.3       | NOREX MEMBER RULES/HANDELSREGLER .....   | 115        |
| 7.3.1     | <i>NOREX Member Rules – New version 1.5 (brev sendt mai 2005)</i> .....  | 115        |
| 7.3.2     | <i>Notification of amendments to the NOREX Member Rules – new version NMR 1.6 (brev av 16.11.2005)</i> .....   | 116        |
| <b>8.</b> | <b>INNSIDE – MELDEPLIKT – FLAGGING</b> .....   | <b>120</b> |
| 8.1       | FLAGGING .....   | 120        |
| 8.1.1     | <i>Vurdering av reglene om tilbudsplikt, flagging og primærinnsideres meldeplikt i forhold til ETF (brev av 04.02.2005)</i> .....                              | 120        |
| 8.1.2     | <i>Endret meldeplikt etter vphl § 3-1 - handel av aksjer i konsernselskaper (e-post til Kredittilsynet av 01.09.2005)</i> .....                                | 123        |

# 1. INNLEDNING

## 1.1 GENERELT

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

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

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

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

Børsklagenemndens vedtak, enkelte av børsstyrets vedtak og børs sirkulærer publiseres i børsens publikasjon: Oslo Børs – Vedtak & Sirkulærer. Denne er tilgjengelig som abonnementsserie, som samles i bokform ved årets slutt. Sirkulærene legges løpende ut på [www.oslobors.no](http://www.oslobors.no). For sirkulærer er det i kompendiet kun inntatt en innholdsversikt.

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

The screenshot shows the website <http://www.oslobors.no/ob/loverogregler>. The page features the Oslo Børs logo and navigation menus. The main content area is titled "Om lover og regler" and contains the following text:

**Om siden Lover og regler**

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

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

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

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

### 1.3 OVERSIKT OVER BØRSSIRKULÆRER 2005

|       |  |
|-------|--|
| Nr.10 | Informasjonsplikt – utvidet åpningstid   |
| Nr. 9 | Nye prospektregler i verdipapirhandelloven kapittel 5 og tilhørende forskrifter – implementering av prospektdirektivet |
| Nr. 8 | Børsintroduksjoner og selskapshandlinger   |
| Nr. 7 | Nye børsregler om opptak av aksjer/grunnfondsbevis og obligasjoner samt løpende forpliktelser for utstedere            |
| Nr. 6 | Avgifter for 2006  |
| Nr. 5 | Oppheving av obligasjonsutstederes meldeplikt ved utsatt offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger         |
| Nr. 4 | Endring av kravet til styrets uavhengighet i forbindelse med opptak til notering                                       |
| Nr. 3 | Nye regler om informasjonsplikt m v  |
| Nr. 2 | Anleggsmidler – verdsettelse ved overgangen til IFRS   |
| Nr. 1 | Overgangen til IAS/IFRS  |

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

## 2. EMISJONSKONTROLL OG PROSPEKTPLIKT

### 2.1 OVERSIKT OVER KONTROLLERTE PROSPEKTER OG TILBUKSDOKUMENTER I 2005

| OVERSIKT OVER KONTROLLERTE PROSPEKTER OG TILBUKSDOKUMENTER I 2005 |                                  |            |
|---|----------------------------------|------------|
| Selskap   | Type øvelse                      | Godkj.brev |
| Northern Oil  | Fusjon                           | 22.02.2005 |
| Elkem   | Pliktig tilbud                   | 08.02.2005 |
| Sinvest   | Konvertible obligasjoner         | Obl. avd   |
| Petrojack   | Børsintroduksjon                 | 22.02.2005 |
| Goodtech  | Pliktig tilbud                   | 03.03.2005 |
| PA Resources  | Erverv av virksomhet (bf §19a-1) | 21.02.2005 |
| Exploration Resources   | Fisjon som medfører introavgift  | 22.02.2005 |
| Birdstep  | Emisjon                          | 24.02.2005 |
| Tsakos Energy   | Emisjon                          | 09.02.2005 |
| Fjord Seafood   | Emisjon                          | 14.03.2005 |
| IMAREX  | Børsintroduksjon                 | 15.03.2005 |
| APL ASA   | Børsintroduksjon                 | 03.03.2005 |
| Wilson  | Børsintroduksjon                 | 07.03.2005 |
| Allianse  | Børsintroduksjon                 | 20.05.2005 |
| Odfjell Invest  | Emisjon                          | 30.03.2005 |
| Scana Industrier asa  | Emisjon                          | 30.03.2005 |
| Oslo Areal  | Børsintroduksjon                 | 26.04.2005 |
| Polymoon  | Børsintroduksjon                 | 03.04.2005 |
| Kitron  | Emisjon                          | 20.04.2005 |
| BN Bank   | Pliktig tilbud                   | 10.04.2005 |
| Vizrt Ltd   | Børsintroduksjon                 | 29.04.2005 |
| Sparebanken Midt-Norge  | Emisjon                          | 23.05.2005 |
| Awilco Offshore   | Børsintroduksjon                 | 10.05.2005 |
| Hands ASA   | Emisjon                          | 17.06.2005 |
| Exense ASA  | Emisjon                          | 02.05.2005 |
| Guinor  | Emisjon                          | 01.07.2005 |
| Privatbanken ASA  | Frivillig tilbud                 | 18.05.2005 |
| Via Travel Group ASA  | Børsintroduksjon                 | 19.05.2005 |
| Pan Fish  | Emisjon                          | 18.05.2005 |
| Havila Shipping   | Børsintroduksjon                 | 23.05.2005 |
| Questerre   | Børsintroduksjon                 | 20.06.2005 |
| Sinvest (avbrutt)   | Fisjon                           | 09.06.2005 |
| Kongsberg Automotive  | Børsintroduksjon                 | 10.06.2005 |
| Aker Seafoods   | Børsintroduksjon                 | 18.05.2005 |
| IGE   | Emisjon                          | 21.06.2005 |
| Eidesvik Offshore ASA   | Børsintroduksjon                 | 20.06.2005 |
| Revus Energy ASA  | Børsintroduksjon                 | 17.06.2005 |
| Altinex   | Emisjon                          | 16.06.2005 |
| Ibas  | Emisjon                          | 30.06.2005 |
| Norway Energy & Marine Insurance                                  | Børsintroduksjon                 | 23.05.2005 |
| Simrad Optronics ASA  | Børsintroduksjon                 | 11.08.2005 |
| Eastern Drilling ASA  | Børsintroduksjon                 | 29.06.2005 |

|  |                  |            |
|--|------------------|------------|
| Via Travel Group ASA                   | Børsintroduksjon | 17.06.2005 |
| Axxessit ASA                           | Frivillig tilbud | 01.07.2005 |
| PA Resources                           | Emisjon          | 09.08.2005 |
| Artumas Group Inc.                     | Børsintroduksjon | 20.06.2005 |
| Pan Fish                               | Pliktig tilbud   | 05.07.2005 |
| Aker American Shipping                 | Børsintroduksjon | 11.07.2005 |
| Choice Hotels                          | Pliktig tilbud   | 02.08.2005 |
| Allianse ASA med Egroup                | Fusjon           | 22.07.2005 |
| Exense ASA                             | Emisjon          | 14.09.2005 |
| Siem Offshore Inc                      | Fisjon           | 22.07.2005 |
| Ignis ASA                              | Emisjon          | 25.08.2005 |
| Axxessit ASA                           | Pliktig tilbud   | 02.08.2005 |
| Unitor ASA (WWI tilbyd.)               | Pliktig tilbud   | 11.08.2005 |
| Media & Research Group                 | Børsintroduksjon | 19.09.2005 |
| Consafe Offshore AB                    | Børsintroduksjon | 30.08.2005 |
| C. Tybring Gjedde                      | Emisjon          | 31.08.2005 |
| Deep Sea Supply Offshore ASA           | Børsintroduksjon | 30.08.2005 |
| Exploration Resources (Fugro tilbyder) | Frivillig tilbud | 16.09.2005 |
| Via Travel Group ASA                   | Frivillig tilbud | 13.12.2005 |
| Aker                                   | Fusjon           | 01.10.2005 |
| Q-Free                                 | Fisjon           | 01.10.2005 |
| Petrojack ASA (Awilco offs. tilbyder)  | Frivillig tilbud | 03.10.2005 |
| Exploration Resources (CGG tilbyder)   | Pliktig tilbud   | 19.09.2005 |
| Privatbanken ASA                       | Pliktig tilbud   | 19.09.2005 |
| Bluewater Insurance                    | Børsintroduksjon | 30.09.2005 |
| Awilco Offshore ASA, ref. nr. 65       | Emisjon          | 03.10.2005 |
| Rocksource ASA                         | Emisjon          | 23.09.2005 |
| Norske Skog                            | Emisjon          | 20.10.2005 |
| Gresvig ASA (ONS Invest tilbyder)      | Pliktig tilbud   | 17.10.2005 |
| Biotec Pharmacon ASA                   | Børsintroduksjon | 01.11.2005 |
| Power ASA                              | Børsintroduksjon | 04.10.2005 |
| Catch Communication (Ventelo tilbyder) | Pliktig tilbud   | 05.10.2005 |
| Cermaq ASA                             | Børsintroduksjon | 06.10.2005 |
| SeaDrill                               | Børsintroduksjon | 06.12.2005 |
| Bergesen Worldwide Gas ASA             | Børsintroduksjon | 17.10.2005 |
| Rygge-Vaaler Sparebank                 | Børsintroduksjon | 17.10.2005 |
| Via Travel Group ASA                   | Pliktig tilbud   | 17.10.2005 |
| Geo ASA                                | Børsintroduksjon | 08.12.2005 |
| Grenland Group ASA                     | Børsintroduksjon | 23.11.2005 |
| Norgani ASA                            | Børsintroduksjon | 03.11.2005 |
| Firm ASA                               | Børsintroduksjon | 06.12.2005 |
| Odim                                   | Børsintroduksjon | 28.11.2005 |
| Funcom                                 | Børsintroduksjon | 28.11.2005 |
| Crew Gold Corporation                  | Emisjon          |            |
| PSI ASA                                | Fisjon           | 23.11.2005 |
| Nordiag ASA                            | Børsintroduksjon | 23.11.2005 |
| Oslo Areal ASA                         | Pliktig tilbud   | 13.12.2005 |
| Kverneland ASA                         | Emisjon          | 13.12.2005 |
| TFDS (fusjon med OVDS)                 | Fusjon           | 05.12.2005 |
| Hands ASA                              | Pliktig tilbud   | 13.12.2005 |
| Trefoil                                | Børsintroduksjon |            |
| Scorpion Offshore Ltd                  | Børsintroduksjon | 19.12.2005 |

|                         |                  |            |
|-------------------------|------------------|------------|
| Ibas Holding            | Frivillig tilbud |            |
| Global Geo Services ASA | Emisjon          |            |
| Deep Ocean ASA          | Børsintroduksjon | 06.12.2005 |
| Altinex                 | Emisjon          | 15.12.2005 |
| HÅG                     | Frivillig tilbud |            |

## 2.2 NYE PROSPEKTREGLER

### 2.2.1 Nye prospektregler i verdipapirhandelloven kapittel 5 og tilhørende forskrifter – implementering av prospektdirektivet (børssirkulære nr. 9/2005)

## 2.3 PROSPEKTPLIKT

### 2.3.1 Prospektplikt – omgjøring av B-aksjer for utbetaling av utbytte (brev av 10.03.2005)

Det vises til e-post av 2. mars 2004 hvor det er reist spørsmål knyttet til prospektplikt ved omgjøring av B-aksjer til A-aksjer i Aker ASA ("Aker") for utbetaling i form av utbytte til aksjonærene i Kværner ASA ("Kværner").

Det er opplyst at Kværner eier 100 % av B-aksjene i Aker og det er planer om å omgjøre B-aksjer til A-aksjer med et bytteforhold på 1:1. I den forbindelse er det reist spørsmål om omgjøringen utløser prospektplikt. De "nye" A-aksjene skal utdeles som utbytte til aksjonærene i Kværner. Det er ikke opplyst om øvrige aksjonærer i Aker mottar annet utbytte eller kompensasjon som følge av omgjøringen. Dette er spørsmål som ikke behandles nedenfor, men det forutsettes at likebehandlingsregler og øvrige regler i hhv. børsforskriften og allmennaksjeloven overholdes.

#### Prospektplikt i henhold til børsforskriften § 18-1

Det følger av børsforskriften ("bf") § 18-1:

*"Selskap med børsnoterte aksjer skal utarbeide emisjonsprospekt ved utstedelse av børsnoterte aksjer dersom pålydende eller markedsverdi av aksjene som utstedes i forbindelse med emisjonen utgjør 10 prosent eller mer av tilsvarende verdi av aksjekapitalen i samme klasse som allerede er notert."*

B-aksjene i Aker er ikke børsnoterte, og omgjøringen medfører således en økning av den børsnoterte aksjekapitalen i den aksjeklasse som allerede er børsnotert. Spørsmålet er om omgjøringen representerer en "utstedelse av børsnoterte aksjer" etter § 18-1.

Omgjøringen av B-aksjer forutsetter et generalforsamlingsvedtak som endrer rettighetene til aksjene. Aksjerettslig utstedes imidlertid ingen nye aksjer og det foretas ingen aksjetegning. Dette tilsier at omgjøringen av aksjene ikke direkte kan anses som en utstedelse av aksjer, men kun en endring av rettigheter knyttet til allerede eksisterende aksjer.

På den andre siden kan det argumenteres for at omgjøringen medfører at flere børsnoterte aksjer utstedes og at det derfor faller inn under prospektplikten. En slik tolkning vil også være i samsvar med formuleringen i Rdir 2001/34 (opptaksdirektivet) art 20 som bf. § 18-1 er basert på. Etter opptaksdirektivet er det krav om at prospekt utarbeides ved:



*“admission of securities to official listing on a stock exchange situated or operating within their territories is conditional upon the publication of an information sheet, hereinafter referred to as “listing particulars””*

Basert på direktivteksten er det avgjørende for prospektplikten at det børsnoteres flere aksjer, uavhengig av om de utstedes samtidig med noteringen eller på et tidligere tidspunkt. Prospektplikten etter bf. §18-1 er ment å implementere denne forpliktelsen og bør derfor tolkes i samsvar med direktivet. Hensynet bak bestemmelsen er å sørge for at investorene/aksjonærene får informasjon ved endringer i det børsnoterte selskapet. Riktignok er ikke en omgjøring av en aksjeklasse av de vesentligste endringer, men prospektplikten etter § 18-1 er kun betinget av at det utstedes aksjer, ikke nødvendigvis av om selskapsendringene er av betydning for vurderingen av selskapet.

Børsen mener på denne bakgrunn at bf. § 18-1 bør tolkes utvidende til også å pålegge prospektplikt i de tilfeller der det noteres nye aksjer selv om det ikke skjer ved utstedelse men ved omgjøring av en aksjeklasse til en annen. Omgjøring av B-aksjer i Aker til A-aksjer krever derfor at det utarbeides et prospekt i henhold til bf. § 18-1 første ledd.

#### Unntak fra prospektplikt, § 18-1 nr. 2

For det tilfellet at børsen finner at det foreligger prospektplikt, er det anført at unntaket i bf. § 18-1 nr. 2 kommer til anvendelse. Unntaket forutsetter at aksjene utstedes til selskapets aksjeeiere uten vederlag. Bestemmelsen forutsetter at utstedelsen skjer til aksjeeiere, dvs. samtlige aksjonærer i selskapet. Så vidt opplyst er det kun en aksjonær – Kværner – som skal få de nye A-aksjene. Ettersom forutsetningen er at alle akseeiere skal motta vederlaget, er ikke unntaket anvendelig i dette tilfellet.

#### Unntak fra prospektplikt, § 18-1 nr. 1

Det neste spørsmålet er om det foreligger unntak fra prospektplikten etter bf. §18-1 nr.1. Det følger av bestemmelsen at det kan unnlates å utarbeide prospekt dersom aksjene utstedes som vederlag for innskudd i annet enn penger. I tillegg må det i løpet av de siste 12 måneder ha vært utarbeidet et prospekt etter børsforskriften. Det må i tillegg utarbeides et dokument som inneholder alle vesentlige endringer som har funnet sted etter at prospektet er utarbeidet.

Vilkåret etter bf. § 18-1 nr.1 må anses oppfylt, i den forstand at B-aksjene i Aker må anses som innskudd for de "nye" A-aksjene. Det er i tillegg opplyst at Aker har utarbeidet et prospekt som er offentliggjort etter bf. § 14-5 i september 2004, og det forutsettes fra børsens side at det oppfylder innholdskravene etter bf. § 15-2.

Når det gjelder dokumentet som skal utarbeides, må det legges til grunn at det ikke er tilstrekkelig å kun offentliggjøre vesentlige endringer som ikke er kommunisert til markedet gjennom børsmeldinger. Det forutsettes at dokumentet gir en samlet redegjørelse for de vesentlige endringer som har funnet sted enten de er offentliggjort tidligere eller ikke. I tillegg må selve beslutningen om å omgjøre aksjekapitalen beskrives.

### **2.3.2 Overføring av myndighet til å godkjenne prospekt (e-post av 17.01.06)**

Viser til telefonsamtale vedrørende mulig overføring av myndighet til å godkjenne et prospekt utarbeidet av x fra svenske myndigheter (Finansinspektionen) til Oslo Børs. Etter prospektdirektivets hovedprinsipp skal prospekter godkjennes av den stat der utsteder er registrert. Det følger imidlertid av prospektdirektivet art 13(5) at godkjennelsesmyndigheten kan overføres til den kompetente myndigheten i annen EØS-stat, forutsatt at sistnevnte samtykker. Kommisjonen har antatt at benyttelse av

adgangen vil være aktuelt der tilbudet eller noteringen skal gjennomføres i annen EØS-stat.

X AB (publ) er registrert i Sverige, men selskapets aksjer er kun notert på Oslo Børs. Det legges til grunn at den aktuelle prospektpliktige transaksjon ikke gjelder et offentlig tilbud mot det svenske markedet.

Vi har på generelt grunnlag tatt opp spørsmålet om overføring av godkjenningssmyndighet i slike tilfeller med Finansinspektionen. Finansinspektionen signaliserte at man vil stille seg positiv til en henvendelse om dette fra det aktuelle selskap, jf. også den svenske lov 1991:980 om handel med finansiella instrument § 27

"Finansinspektionen får besluta att en ansökan om godkännande av prospekt skall lämnas över till en behörig myndighet i en annan stat inom EES, om den myndigheten går med på det. Sökanden skall underrättas om ett överlämnande inom tre arbetsdagar från det att Finansinspektionen fattade sitt beslut."

Oslo Børs vil naturligvis stille seg positiv til en slik overføring. Riktig fremgangsmåte vil være at selskapet anmoder Finansinspektionen om å overføre sin godkjenningssmyndighet for det aktuelle prospekt til Oslo Børs. Slik anmodning må etter det vi forstår gjøres for hvert enkelte tilfelle.

## **2.4 PROSPEKTERS INNHOLD OG FORM**

### **2.4.1 Tolkning av asal. § 2-13 og forholdet til "soft underwriting" (brev av 27.06.2005)**

Det vises til brev datert 7. juni 2005 hvor det redegjøres for praksisen med "soft underwriting" og stilles spørsmål ved tolkningen av allmennaksjeloven (asal.) § 2-13. Videre vises det til samtaler vedrørende temaet ved flere anledninger.

#### Rettslig utgangspunkt

Både asal og verdipapirhandelloven (vphl) har regler om prosedyrer ved forsinket betaling ved hhv. tegning av aksjer og kjøp av aksjer gjennom et verdipapirforetak. Det følger av asal. § 2-13 (3) at dersom en tegner misligholder sin betalingsforpliktelse, skal vedkommende varsles i rekommandert brev om at aksjene kan tegnes av en annen dersom betaling ikke skjer innen syv dager, alternativt kan aksjekapitalen nedsettes. Ved kjøp av aksjer i annenhåndsmarkedet gjennom et verdipapirforetak, gjelder prosedyrene i vphl. § 11-5. Dersom en kjøper ikke betaler innen oppgjørsfristen, vil verdipapirforetaket kunne selge aksjene for kjøperens risiko etter tre dager og uten forutgående varsel. I de tilfeller der verdipapirforetaket/tilrettelegger i en emisjon foretar innbetaling av hele aksjekapital som er tegnet forut for oppgjørsdatoen, har det vært spørsmål om hvilken av disse to prosedyrer som skal følges for det tilfelle at tegneren/kjøperen ikke betaler på oppgjørsdatoen.

Spørsmålet om hvilken prosedyre som skal anvendes har vært reist i tilknytning til utarbeidelse av flere prospekter, men har ikke fått en endelig avklaring. I redegjørelsen nedenfor er det forutsatt at de aksjer som tegnes er nyutstedte aksjer, og ikke aksjer som skriver seg fra et nedsalg fra en eller flere aksjonærer. Spørsmålet om hvilke prosedyrer som skal følges vil kun være aktuelt ved emisjoner ettersom betalingsmislighold ved et nedsalg vil følge prosedyrene i vphl. § 11-5. Hvordan dette forholder seg der det er en kombinasjon av emisjon og nedsalg er kort omtalt til slutt.

#### Børsens utgangspunkt og forutsetninger

Børsen har normalt forutsatt at det i emisjoner hvor tilrettelegger foretar en forskuttering av aksjekapitalen som tegnes, enten vises til prosedyren i asal § 2-13 ved betalingsmislighold eller, dersom det vises til vphl § 11-5, at det klart fremkommer av prospektet at transaksjonen er et videresalg av aksjer. Børsen har regelmessig reist spørsmål om forholdet til tegnerne reelt sett må anses som en emisjon/tegning, noe som har vært underbygget av prospekts ordlyd som i stor grad beskriver transaksjonen som en tegning direkte fra tegnerne mot selskapet. Begrunnelsen har således vært at tegnerne ikke kan fratras den beskyttelse som ligger i varslingsprosedyren etter asal. Det forhold at tilrettelegger foretar en intervensjonsbetaling av aksjekapitalen har fra børsens side vært vurdert til å være en oppgjørsteknisk fornuftig løsning, uten at transaksjonen dermed nødvendigvis mister karakteren av å være en emisjon i forholdet mellom tegner og selskapet.

Børsen har, basert på et gjennomskjæringsperspektiv, vært usikker på om det overhodet er lovlig å fravike asals bestemmelser knyttet til emisjoner selv om det oppgjørsteknisk gjøres som et videresalg. Samtidig ser børsen nytten av og behovet for å finne frem til en hensiktsmessig oppgjørsform som både medfører en hurtig børsnotering av de nytutstedte aksjene og samtidig gir investorene et DVP-oppgjør. At investorene tilbys en oppgjørsform som er anerkjent internasjonalt og som reduserer deres risiko er også viktig for børsen. Vi ser også at asal. § 2-13 kan fremstå som lite hensiktsmessig, og er neppe skrevet med tanke på de krav dagens transaksjoner stiller.

Børsen skal gjennomføre en lovlighetskontroll av prospekter og kan nekte godkjenning dersom det er i strid med lov eller forskrift. Etter børsens oppfatning er det relevante vurderingstema for problemstillingen knyttet til "soft underwriting" og asal § 2-13, hvilken rettslig status tilrettelegger har i forhold bestemmelsene i asal. Børsen er usikker på mellommannens rettslige status i en slik transaksjon, og om mellommannsrollen (handel i eget navn, men for fremmed regning) kan slå igjennom overfor enkelte regler i asal, mens andre ikke berøres av mellommannens rolle, jf f eks asal §§ 10-1 (2) nr. 4, 10-5. Dersom tilrettelegger generelt må identifiseres med selskapet i forhold til bestemmelsene i asal som regulerer kapitalforhøyelser, kan børsen vanskelig se at det er adgang til å fravike asal § 2-13. I forlengelsen av den nyttige redegjørelse som fremkommer i Deres brev, vil vi sette pris på en nærmere utredning eller betenkning av hvilke kriterier som skiller når mellommannen anses som tegner og når han ikke gjøre det i relasjon til asals øvrige bestemmelser. For børsen er det sentralt at den informasjon som fremkommer i prospektet både er basert på korrekt anvendelse av rettsreglene, men også at den informasjon som gis er tilstrekkelig fyllestgjørende for investorene.

Når det gjelder krav til innhold i prospekt, er det viktig for børsen at det for tegnerne fremstår som klart hvordan oppgjøret skjer og at det skjer i henhold til de lover og regler som gjelder. I den grad mellommannen ikke identifiseres med selskapet, forutsettes at informasjon om hvordan intervensjonsbetalingen foregår fremkommer klart (som inntatt i prospekt for Revus ASA pkt. 3.3.3), og at det evt gjenspeiles i beskrivelse av generalforsamling og evt styrets vedtak i den grad det er påkrevet, jf. ovenfor. Når det gjelder "retail transjen", kan det dessuten stilles spørsmål ved om regler som beskytter forbrukere avskjærer tilrettelegger fra å fraskrive seg ethvert ansvar som selger. Beskrivelsen i prospektet vil således være avhengig av hvilke regler i hhv. asal. og andre relevante lover som kommer til anvendelse og som særskilt må omtale tilrettelegges forhold i egenskap av å være mellommann.

I transaksjoner der en emisjon kombineres med et nedsalg, vil det under enhver omstendighet ikke kunne kreves at et oppgjør for de solgte aksjene følger prinsippene i asal. § 2-13. Følges denne prosedyren vil det imidlertid neppe være i strid med vphl. § 11-5. I transaksjoner som kombinerer nedsalg og emisjon og hvor asal. § 2-13 kommer til anvendelse for emisjonsdelen, må nedsalget således kunne atskilles fra emisjonen som finner sted og det må fremkomme klart av beskrivelsen i prospektet.

På denne bakgrunn finner børsen det vanskelig å komme med en endelig avklaring av problemstillingen som reises i brevet. Vi imøteser imidlertid en nærmere redegjørelse for mellommannens juridiske stilling ved intervensjonsbetalinger i forhold til øvrige bestemmelser som regulerer forholdet mellom tegner og et selskap.

### 3. OPPTAK TIL BØRSNOTERING

#### 3.1 NYE SELSKAPER PÅ OSLO BØRS I 2005

Selskaper som har søkt om notering og blitt tatt opp i 2005 (inneholder ikke selskap som har blitt notert som følge av § 2-7 prosesser)

| Selskap                                    | Liste | Vedtaks dato |
|--|-------|--------------|
| Petrojack ASA                              | SMB   | 15.02.2005   |
| Wilson Holding ASA                         | HL    | 15.02.2005   |
| International Maritime Exchange ASA        | HL    | 17.03.2005   |
| Polimoon ASA                               | HL    | 17.03.2005   |
| APL ASA                                    | SMB   | 17.03.2005   |
| Vizrt Ltd                                  | HL    | 27.04.2005   |
| Oslo Areal ASA                             | SMB   | 27.04.2005   |
| Awilco Offshore ASA                        | SMB   | 27.04.2005   |
| Aker Seafood ASA                           | SMB   | 27.04.2005   |
| Havila Shipping ASA                        | SMB   | 23.05.2005   |
| Questerre Energy Corp.                     | SMB   | 23.05.2005   |
| Norway Energi & Marine Insurance ASA       | SMB   | 23.05.2005   |
| Via Travel Group ASA                       | SMB   | 23.05.2005   |
| Allianse ASA                               | SMB   | 23.05.2005   |
| Eastern Drilling ASA                       | SMB   | 23.06.2005   |
| Artumas Group Inc                          | SMB   | 23.06.2005   |
| Eidesvik Offshore ASA                      | SMB   | 23.06.2005   |
| Kongsberg Automative ASA                   | SMB   | 23.06.2005   |
| Revus Energy ASA                           | SMB   | 23.06.2005   |
| Simrad Optronics ASA                       | SMB   | 23.06.2005   |
| Aker American Shipping ASA                 | SMB   | 23.06.2005   |
| Media & Research Group                     | SMB   | 24.08.2005   |
| Consafe Offshore AB                        | HL    | 24.08.2005   |
| Deep Sea Supply ASA                        | SMB   | 24.08.2005   |
| Bergesen Worldwide Gas ASA                 | HL    | 28.09.2005   |
| Bluewater Insurance ASA                    | SMB   | 28.09.2005   |
| Powel ASA                                  | SMB   | 28.09.2005   |
| Biotec Pharmacon ASA                       | SMB   | 28.09.2005   |
| Cermaq ASA                                 | HL    | 28.09.2005   |
| Seadrill Ltd                               | SMB   | 28.09.2005   |
| Grenland Group ASA                         | SMB   | 26.10.2005   |
| Odim ASA                                   | SMB   | 26.10.2005   |
| Geo ASA                                    | SMB   | 26.10.2005   |
| Norgani ASA                                | SMB   | 26.10.2005   |
| NorDiag ASA                                | SMB   | 30.11.2005   |
| DeepOcean ASA                              | SMB   | 30.11.2005   |
| Future Information Research Management ASA | SMB   | 30.11.2005   |
| Funcom N.V.                                | SMB   | 30.11.2005   |
| Scorpion Offshore Ltd                      | SMB   | 16.12.2005   |
| Aker Drilling ASA                          | SMB   | 16.12.2005   |

|                                    |     |            |
|------------------------------------|-----|------------|
| Trefoil Ltd                        | SMB | 16.12.2005 |
| Petrobank Energy And Resources Ltd | SMB | 16.12.2005 |
| Rygge-Vaaler Sparebank             | GRF | 26.10.2005 |

### 3.2 NYE BØRSREGLER

#### 3.2.1 Nye børsregler om opptak av aksjer/grunnfondsbevis og obligasjoner samt løpende forpliktelser for utstedere (børssirkulære nr. 7/2005)

### 3.3 OPPTAKSVILKÅR

#### 3.3.1 Børsintroduksjoner og selskapshandlinger (børssirkulære nr. 8/2005)

#### 3.3.2 Endring av kravet til styrets uavhengighet i forbindelse med opptak til notering (børssirkulære nr. 4/2005)

#### 3.3.3 Styrets uavhengighet (e-post av 25.10.2005)

Vi har mottatt valgkomiteens forslag til nytt styre i DeepOcean ASA, og er bedt om tilbakemelding i form av våre synspunkter på en slik sammensetning. Vi ser at valgkomiteen i DeepOcean legger til grunn at Toril Eidesvik er uavhengig av Solstad. Etter den norske CG-anbefalingen er det generelle synspunkt i forbindelse med vurderingen av et styremedlems uavhengighet om vedkommende *"ikke har forretningsmessige, familiære eller andre relasjoner som må antas å kunne påvirke vedkommendes vurderinger og beslutninger"*. Som utgangspunkt må det være naturlig å anta at et styremedlem som fra før sitter i styret hos en hovedforretningsforbindelse ikke vil tilfredsstillende et slikt uavhengighetskrav.

Dette har også støtte i Kommisjonens anbefaling av 15. februar 2005 (2005/162/EC) Annex II, hvoretter det ved vurderingen av et styremedlems uavhengighet bl.a skal legges vekt på om vedkommende har eller har hatt: *"a significant business relationship with the company or an associated company, either directly or as a partner, shareholder, director or senior employee of a body having such relationship. Business relationships include the situation of significant supplier of goods or services (including financial, legal, advisory or consulting services), of a significant customer, and of organisations that receive significant contributions from the company or its group;"* Se også den svenske "Kod för bolagsstyrning" punkt 3.2.5, som fastsetter at et styremedlem i alminnelighet ikke skal anses som uavhengig der medlemmet *"har omfattande affärsförbindelser eller andra omfattande ekonomiska mellanhavanden med bolaget i egenskap av kund, leverantör eller samarbetspartner antingen själv eller genom att tillhöra företagsledningen eller styrelsen eller genom att vara delägare i annat företag som har en sådan"*

*afførsrelation med bolaget ...*” I innledende møte ble det for øvrig opplyst at man ved å ha en representant for Østensjø og en fra Solstad oppnådde en slags "maktbalanse", og Solstads representasjon synes ivaretatt av Toril Eidesvik i forslaget til nytt styre.

Vi har, ut fra de opplysninger vi så langt er forelagt, vanskelig for å se at Eidesvik kan anses som uavhengig av Solstad.

Videre vil vi henvise til våre tidligere kommentarer ifht reduksjon av styrets størrelse ved inhabilitet i enkeltsaker, jf. allmennaksjeloven § 6-27 første ledd. I nær sagt enhver diskusjon av vesentlige forretningsavtaler ville i tilfelle antall styremedlemmer bli redusert til tre (i ytterste konsekvens til to), hvilket ville gjøre at styret ved ett styremedlems forfall ikke er beslutningsdyktig, jf. allmennaksjeloven § 6-24 første ledd. Dette synes ikke hensyntatt i valgkomiteens forslag.

Selskapet tar sikte på å utvide styret med ett uavhengig (kvinnelig) medlem i 2006 eller 2007. Dette kan imidlertid ikke tillegges vekt i børsens vurdering av en eventuell søknad. Som nevnt på det innledende møtet er det selskapet *slik det fremstår på søknadstidspunktet* som skal vurderes ifht opptakskravene.

I forhold til Lande legger nevnte kommisjonsanbefaling i uavhengighetsvurderingen vekt på at styremedlemmet ikke skal motta eller ha mottatt vesentlig vederlag ut over styrehonoraret, men der et ikke gitt at historiske forhold skal medføre tap av uavhengighet. Vi legger uansett til grunn at vurderinger omkring Landes uavhengighet, og hvorledes denne søkes ivaretatt for fremtiden, vil bli behørig omtalt i en eventuell søknad om børsnotering.

Det er imidlertid vår oppfatning at valgkomiteens forslag til nytt styre i DeepOcean ASA ikke vil være tilfredsstillende ifht de krav til styrets uavhengighet som gjelder ved en børsintroduksjon. Børsens gjentar således sin anbefaling om at selskapet gjør endringer i styrets sammensetning slik at det etableres et uavhengig styre i samsvar med CG-anbefalingen, eventuelt at søknad om børsnotering utsettes til et slikt styre er klart.

### **3.3.4 Thule Drilling ASA – Søknad om notering (børsstyresak av 26.10.2005)**

#### 1. Innledning

Thule Drilling ASA (heretter benevnt "Thule" eller "selskapet") har i brev av 31. august 2005 søkt om opptak av selskapets aksjer til notering på SMB-listen ved Oslo Børs. Søknaden med vedlegg er tilgjengelig hos administrasjonen og oversendes på forespørsel.

|                     |                               |
|---------------------|-------------------------------|
| Selskapsform:       | Allmennaksjeselskap           |
| Aksjekapital:       | NOK 4.240.000                 |
| Stiftelsesdato:     | 7. februar 2005               |
| Sektor/bransje:     | Energi                        |
| Type virksomhet     | Riggselskap                   |
| Forretningsadresse: | Lysaker torg. 8, 1366 Lysaker |
| Antall ansatte:     | 2                             |

Thule kjøpte våren 2005 den havarerte jack-up riggen "Arabadrill 19", som senere er omdøpt til "Thule Power". Årsaken til at riggen havarerte var at det ene benet sank ned i havbunnen slik at riggen veltet. Selskapet har inngått avtale med QGM Group LLC ("QGM") i de Forente Arabiske Emirater om gjenoppbygging av riggen. Arbeidet med gjenoppbyggingen ble påbegynt i mai i år og skal etter planen være ferdig i juli 2006. Selskapet har lagt følgende tidsplan til grunn for gjenoppbyggingsprosjektet (hentet fra utkast til prospekt):

| Milestones                                 | Date                  | Status    |
|--|-----------------------|-----------|
| Effective date                             | May 9, 2005           |           |
| Essential yard preparations complete       | End of May 2005       | Completed |
| Design freeze                              | End of September 2005 | Completed |
| Diesel generators delivered                | Mid December 2005     |           |
| Refloat hull                               | Mid January 2006      |           |
| Generator black start operational          | Mid January 2006      |           |
| Accommodation module ready to load on deck | End of January 2006   |           |
| Commissioning start                        | Mid March 2006        |           |
| Cantilever construction complete           | End of March 2006     |           |
| Thule deliverables (drawings, manuals etc) | End of May 2006       |           |
| Jacking system in service                  | End of May 2006       |           |
| Mechanical completion                      | Mid June 2006         |           |
| Delivery                                   | Mid July 2006         |           |

Som det fremgår av tidsplanen gjenstår det ett betydelig arbeid før riggen er ferdig og kan settes i drift. Selskapet opplyser at riggen etter endt oppbygging vil være mest egnet for å operere i midt Østen, men kan også operere i blant annet sør øst Asia, vest Afrika og Mexico Gulfen. Riggen vil ikke bli utstyrt slik at den kan operere i værharde strøk. Selskapet har inngått en fastpris-kontrakt med QGM vedrørende ombyggingen med en kontraktpris på MUSD 61,3. I tillegg vil det påløpe prosjekt- og finansierings-kostnader slik at totale ombyg-gings-kostnader vil beløpe seg til MUSD 72,9.

Selskapet opplyser at konsulentfirmaene London Offshore Consultans og Nobel Denton & Associates har, uavhengig av hverandre, gjennomgått de tekniske sidene av ombyggingsprosjektet. Utdrag fra rapportene er gjengitt nedenfor.

Utdrag av executive summery rapport fra London Offshore Consultans 8. februar 2005;

*"In view of the extent and location of the damage we would consider that repair and rebuilding of the unit afloat would be difficult, alignment of the legs would not be easily achieved. If however, the unit is brought ashore and set up correctly we would consider that from a technical point of view the re-build would be relatively straightforward. QGM have the necessary space available and the specialist heavy lift equipment and the personnel are readily available in the U.A.E."*

Konklusjon fra Noble Denton rapport per 17. mars 2005;

*"Since the initial issue of this report we have had meetings with Thule Drilling and QGM to address key issues. We remain of the opinion that there are no 'showstoppers' and the project is feasible. The project success is fully dependent on the ability of QGM to organise the project, keep control of subcontractors and vendors and act pro-actively to prevent delays and cost overruns. The project schedule is largely driven by the delivery of equipment from key vendors and their production progress will need to be monitored carefully. There is potential for cost growth on the project and an allowance has already been made in the funding of about 8.5 million, which should be adequate for a project of this nature."*

Selskapet har videre inngått en manage-ment-avtale med Nobel Denton som skal ha ansvaret for oppfølging av ombyggingen av riggen.

Selskapet har videre kjøpt to halvt-nedsenkbare rigger i september i år. Disse to riggene kan, i følge selskapet, brukes som flotell, serviceplattform eller hjelpefar-tøy. Selger av

riggene har nedlagt forbud mot at riggene skal brukes eller oppgraders til borerigger. Selskapet opplyser at man anser det som mest nærliggende å bruke riggene som flotell. Begge riggene vil imidlertid være avhengig av en oppgradering og modifisering før de kan tas i bruk. Arbeidet med å oppgradere riggene er ikke påbegynt og selskapet opplyser at man fortsatt er i en planleggingsfase. Kjøpet av riggene ble finansiert gjennom egenkapital som ble hentet inn ved en emisjon.

Thule eier i tillegg opsjoner for bygging av 13 jack-up rigger ved QGM. Opsjonene forfaller med jevne mellomrom i perioden november 2005 til april 2011. Opsjonsavtalene er betinget av at før selskapet kan utøve opsjonene skal det foreligge en endelig byggeavtale som inkluderer spesifikasjoner for riggene. På søknadstidspunktet foreligger det ikke noen byggeavtale mellom QGM og Thule relatert til de nevnte opsjonene.

QGM opererer et verksted i Hamariyah Free Zone, Sharja, Emiratene som skal gjennomføre oppgraderingen av "Thule Power". Selskapet opplyser at dette verkstedet ble først etablert i 2003 og har siden gjennomført flere onshore/offshore prosjekter i størrelsesorden 0,3 til 5,0 MUSD. Ombyggingen av "Thule Power" vil således være det største prosjektet som verkstedet hittil har påtatt seg. Selskapet opplyser videre at ledelsen/eierne med Tony Bromham og Chris Walton i QGM Group har lang erfaring fra offshore industrien, samt god tilgang til mindre underleverandører og arbeidskraft.

Avtalen med QGM er inngått som en fastpriskontrakt med en total ramme på MUSD 61,3. Av total beløpet skal MUSD 25,3 betales til verkstedet og de øvrige MUSD 35,8 betales direkte til utstyrsleverandørene. Direkte betaling er et krav fra leverandørenes side som følge av at de ønsker å minimere sin kredittrisiko, som åpenbart skyldes verkstedets begrensede kredittverdighet.

Selskapet opplyser at verftet garanterer for eventuelle kostnadsoverskridelser som også skyldes underleverandører. Selskapets rådgivere har overfor børsen opplyst at QGM har en totalbalanse på MUSD 5. Børsen har bedt om en nærmere beskrivelse av verkstedets finansielle stilling og har fått følgende svar fra selskapet;

*"Det er ingen ytterligere kapital som er tilført verkstedet direkte i egenkapital innskudd, MEN det er gjort (og gjøres) betydelig investeringer for å bygge opp verkstedsområdet. Det er investert i accomodation for 200 arbeidere og nytt administrasjonsbygg i tillegg til at det er ytterligere bygg under oppføring. Kapitalen for å finansiere dette er kommet fra Thule Drilling prosjektet samt fra andre prosjekter som selskapet har. Thule Drilling har ikke en oversikt over hva dette betyr i kroner/øre for verftet totalt sett, men poengterer at dette utgjør betydelige verdier og at dette således øker verdien av verftet betydelig.*

*Både den bokførte og reelle verdien av egenkapitalen i QGM antas således å ligge betydelig over 5 MUSD pt. Verdien av dette vil derimot ikke bli synliggjort før regnskapsavslutning for 2005, dvs i 2006."*

I den grad verftet skulle få finansielle problemer vil dette kunne medføre en økt risiko for at selskapet kan pådra seg ytterligere kostnader for å fullføre riggen. Ombyggingskontrakten til Thule er etter børsens vurdering beheftet med større risiko enn det som har vært tilfelle for de øvrige riggselskapene som har hatt fastpriskontrakter og som er tatt opp til notering de to siste årene.

Nedenfor følger hovedtallene fra selskapets resultatregnskap for 1. og 2. kvartal 2005 og balanse per 30. juni 2005.



| TNOK           | Q2 2005 | Q1 2005 | 1. halvår<br>2005 |
|----------------|---------|---------|-------------------|
| Omsetning      | 0       | 0       | 0                 |
| Driftsresultat | (5 287) | (905)   | (6 192)           |
| Årsresultat    | (4 178) | (905)   | (5 083)           |
| Totalkapital   | 501 615 | 273     | 501 615           |
| Egenkapital    | 231 911 | (805)   | 231 911           |

Selskapet har hittil ikke generert noen omsetning som følge av at virksomheten så langt kun har vært gjenoppbygging av "Thule Power". Balansen per 30.06 viser kun den kapitalen selskapet innhentet i forbindelse med finansieringen av ombyggingen og ikke det siste kjøpet av rigger.

Nedenfor følger selskapets aksjonæroversikt (hentet fra utkast til introduksjonsprosket).

| <b>Aksjonærer</b>                    | <b>Antall aksjer</b> | <b>Eierandel</b> |
|--------------------------------------|----------------------|------------------|
| Goldman Sachs & Co                   | 2,343,000            | 11.05%           |
| Deutsche Bank AG London              | 1,747,900            | 8.25%            |
| Morgan Stanley and Co. Intl. limited | 1,707,500            | 8.05%            |
| Deutsche Bank (SUISSE) S.A           | 1,535,000            | 7.24%            |
| Norinvest Ltd                        | 1,467,500            | 6.92%            |
| Credit Suisse First Boston           | 1,218,500            | 5.75%            |
| Morgan Stanley & Co. Inc             | 789                  | 3.72%            |
| VBI Corporation                      | 751,5                | 3.54%            |
| Skandinaviske Enskilda Banken        | 696,5                | 3.29%            |
| Skagen Vekst                         | 532                  | 2.51%            |
| TECO Invest AS                       | 500 000              | 2.36%            |
| Bank of New York, Brussels Branch    | 494,743              | 2.33%            |
| Goldman Saches International         | 385,7                | 1.82%            |
| Eagle AS                             | 349                  | 1.65%            |
| Tannlege Terje Mikkelsen AS          | 302,1                | 1.43%            |
| SEB Private Bank S.A. Luxembourg     | 300,6                | 1.42%            |
| MP Pensjon                           | 275,5                | 1.30%            |
| Selvaag Invest                       | 270                  | 1.27%            |
| Carnegie Investment Bank AB          | 250                  | 1.18%            |
| Torstein Tvenge                      | 236,5                | 1.12%            |
| <b>Sum 20 største</b>                | <b>16,154,543</b>    | <b>76.20 %</b>   |
| Øvrige aksjonærer                    | 5,045,457            | 23.80%           |
| <b>Totalt</b>                        | <b>21,200,000</b>    | <b>100.00%</b>   |

## 2. Selskapsspesifikke opptakskrav

### 2.1 Tre års virksomhetskrav

"Det kreves i utgangspunktet at selskapet skal ha bestått i minst tre år og at det skal ha drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år. Børsstyret kan gi dispensasjon fra kravet om kontinuitet i virksomheten ved:

Diskontinuitet pga. formelle forhold

I noen tilfeller vil børsforskriftens krav til at selskapet skal ha bestått i minst tre år ikke kunne oppfylles grunnet forhold som gjennomførte fusjoner, fisjoner, oppkjøp, utskilling av en tidligere avdeling til et eget allmennaksjeselskap e.l. Dersom kontinuitet i den reelle virksomhet kan dokumenteres ved f.eks.

proformatall, vil børsstyret normalt gi dispensasjon fra kravet om at selskapet har bestått i minst tre år dersom øvrige vilkår er oppfylt.

Virksomhet som har bestått mindre enn tre år

I særlige tilfeller kan børsstyret også dispensere fra kravet til tre års virksomhet når dette er begrunnet i allmennhetens og investorenes interesse samt at markedet på annen måte har tilstrekkelige opplysninger til å danne seg en begrunnet oppfatning om selskapet og de verdipapirene som søkes notert.

Børsstyret vil i de tilfeller dispensasjon gis normalt kreve at det enten utarbeides et proformaregnskap eller at det settes opp en velbegrunnet prognose for de neste års inntjening."

Thule oppfyller ikke kravet om at selskapet skal ha bestått i minst tre år og ha drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år, jf børsforskriften § 2-1 3. ledd. Selskapet må derfor innvilges en dispensasjon fra kravene dersom selskapet skal tas opp til notering. Spørsmålet om dispensasjon er behandlet under avsnittet Dispensasjoner nedenfor.

## 2.2 Økonomi

### "Egenkapital

Selskapet må ha en tilfredsstillende egenkapitalsituasjon. Det vil ikke være mulig å trekke opp en nedre grense for tilfredsstillende egenkapitalandel som er lik for alle selskaper. Hvorvidt selskapets egenkapitalsituasjon er tilfredsstillende eller ikke, må vurderes konkret for det enkelte tilfelle. Ved vurderingen vil det blant annet ses hen til det som er normalt for andre selskap innenfor samme bransje. I tillegg vil det bli lagt vekt på hvorvidt selskapets egenkapital er godt innenfor det som kreves etter bestemmelser i selskapets låneavtaler (covenants).

### Likviditet

Høyvekstselskaper og selskaper som er i en prekommersiell fase skal ha nok tilgjengelige likvide midler i form av bankinnskudd, verdipapirer e.l. til å kunne drive videre i ca 18 måneder innenfor det virksomhetsomfang det legges opp til. Øvrige selskaper som søker om børsnotering, må sannsynliggjøre at de vil ha tilstrekkelig med likvide midler til å kunne drive videre i ca ett år innenfor planlagt virksomhetsomfang.

### Positivt driftsresultat

For opptak på hovedlisten kreves det at selskapet har hatt positivt driftsresultat i minst ett av

de siste tre årene. I helt spesielle tilfeller kan også selskaper som ikke har hatt positivt driftsresultat i minst ett av de siste tre årene tas opp til notering på hovedlisten.

Dispensasjon fra kravet om positivt driftsresultat kan gis av børsstyret i de tilfeller det finner at dette er i allmennhetens og investorenes interesse. I søknaden må dispensasjon fra dette vilkåret særskilt begrunnes. Det vil blant annet bli lagt vekt på spredning og markedsverdi ved vurdering av hvorvidt dispensasjon skal innvilges eller ikke. "

### Egenkapital og gjeld

|                                  |               |
|----------------------------------|---------------|
| Egenkapitalandel pr 30.06.2005   | 46 %          |
| Rentebærende gjeld pr 30.06.2005 | MNOK 243      |
| Planlagt emisjon                 | Ingen emisjon |
| Egenkapitalandel etter emisjon   | 46 %          |

Selskapets egenkapitalandel per 30.06.2005 var på om lag 46 %. I forbindelse med kjøpet av de to halvt-nedsenkbare riggene gjennomførte Thule en rettet emisjon som tilførte selskapet MNOK 199 i ny egenkapital. Hensyntar man denne emisjonen vil selskapets egenkapitalandel være på rundt 61 %. Hvorvidt selskapets egenkapitalandel

er tilstrekkelig må ses i nærmere sammenheng med likviditetssituasjonen (se nærmere beskrivelse under likviditet).

### *Likviditet*

Selskapets virksomhetsplaner er presentert som ombygging av "Thule Power", i tillegg til en eller annen form for ombygging og utnyttelse av de to sist ervervede riggene.

Thule innhentet i april 2005 MNOK 250 i ny egenkapital og utstedte samtidig et obligasjonslån på MNOK 250 i forbindelse med finansieringen av ombyggingsprosjektet. Det er i utkast til selskapets prospekt opplyst at obligasjonslånet i sin helhet forfaller etter to år. Totalt innhentet kapital tilsvarer om lag MUSD 81. Total prosjektkostnad i forbindelse med gjenoppbyggingen av riggen er MUSD 72,9. I tillegg påløper det ikke prospektrelaterte kostnader på om lag MUSD 2. Dersom verkstedet gjennomfører en vellykket levering av riggen i forhold til tid og budsjett vil det i tillegg til påløpe et suksesshonorar på MUSD 2,75.

Selskapet gjennomførte i september 2005 en rettet emisjon på MNOK 199. Emisjonen ble gjennomført for å finansiere ervervene av de to halvt-nedsenkbare riggene. Som nevnt foreligger det ingen konkrete planer knyttet til oppgradering av riggene. Thule opplyser at en eventuell oppgradering er planlagt finansiert med verkstedets finansiering og bank-/obligasjonslån. Dersom selskapet skal gjennomføre en oppgradering av disse riggene vil man være avhengig av å skaffe nødvendig finansiering, da selskapet i dag ikke har tilgjengelige likvide midler til dette.

Som nevnt tidligere eier Thule opsjoner for bygging av 13 jack-up rigger ved QGM. Selskapet meddelte markedet i børsmelding den 29. september 2005 at selskapet har inngått avtale med QGM om forlengelse av firsten for utøvelse av de to første opsjonene. Den nye fristen er fast satt til 15. november 2005. Thule opplyser videre at selskapet har til hensikt å utøve begge opsjonene. Det er ikke redegjort nærmere overfor børsen hvordan selskapet eventuelt skal finansiere disse riggene.

Etter børsens oppfatning synes selskapet å ha tilgang til likvide midler for å gjennomføre den planlagte ombyggingen av Thule Power, men det hefter usikkerhet til om den budsjetterte likviditetsbeholdningen er tilstrekkelig til å hensynta den risikoen som potensielt ligger i prosjektet. Videre har selskapet ikke redegjort for planer eller kapitalbehov knyttet til en eventuell ombygging eller bruk av de to andre riggene, som har behov for oppgradering, samt finansiering av eventuell nybygg.

Etter børsens oppfatning er det knyttet noe usikkerhet til om selskapet har nok likvide midler eller tilgang på finansiering til å kunne drive videre innenfor det virksomhetsomfang det legges opp til. Usikkerheten knytter seg til både ombyggingen av "Thule Power" og til eventuelle planer for de andre riggene.

Positivt driftsresultat

Selskapet søker ikke notering på hovedlisten.

### *Konklusjon – økonomi*

Utviklingen i selskapets finansielle stilling vil i stor grad avhenge av QGM's evne til å gjennomføre ombyggingen av "Thule Power" i henhold til den kontrakten som er inngått. Som nevnt ovenfor knytter det seg en betydelig risiko til verkstedets finansielle evne til å bære en eventuell kostnadsoverskridelse, en risiko som etter børsens vurdering har vært vesentlig mindre i tilsvarende prosjekter som har vært tatt opp til børsnotering.

I tillegg er det ikke fremlagt informasjon som gjør det mulig for børsen å foreta en kvalifisert vurdering av hvordan fremtidig utnyttelse av de andre riggene vil kunne påvirke selskapet finansielle stilling.

Etter en helhetsvurdering synes det å være en usikkerhet knyttet til selskapets soliditet og likviditet i forhold til børsens opptaksvilkår.

### 2.3 Regnskap - revisjonsberetning – revisorskifte

Selskapet skal ha offentliggjort årsregnskap og årsberetning for de siste tre årene. Videre krever opptaksreglene at revisor ikke har tatt forbehold i siste års revisorberetning og at presiseringer av alvorlig karakter fra revisor skal vurderes i forhold til egnethetskriteriet. Revisorskifter de siste 3 år skal det redegjøres for og grunnene skal prøves på tilsvarende måte.

Selskapet har ikke eksistert i 3 år. Selskapets revisor er Ernst & Young AS. Selskapets delårsrapport har vært underlagt begrenset revisjon og revisjonsberetningen er avgitt uten forbehold eller presiseringer.

### 2.4 Styre, ledelse og børskompetanse

#### *Selskapets styre*

Selskaper som søker notering ved Oslo Børs forventes å ha et uavhengig styre i overensstemmelse med Norsk Anbefaling for Eierstyring og Selskapsledelse. Styret bør sammensettes slik at det kan handle uavhengig av særinteresser. Anbefalingen angir retningslinjer for styresammensetning som utdypes, forklares og begrunnes i egne kommentarer.

Alle selskaper som søker notering ved Oslo Børs skal i søknaden, eller vedlegg til søknaden, gi en særskilt redegjørelse for styrets uavhengighet.

Redegjørelsen skal:

1. beskrive de avhengighetsforhold som foreligger for hvert enkelt styremedlem og for styret som helhet i samsvar med retningslinjer i Norsk Anbefaling for Eierstyring og Selskapsledelse (med tilhørende forklaringer, utdypinger og begrunnelser). Ved tvil eller avvik fra Norsk Anbefaling for Eierstyring og Selskapsledelse skal forholdet mellom aktuelle styremedlemmer og særinteresser utdypes
2. forklare bakgrunnen for eller årsaken til eventuelle avvik fra Norsk Anbefaling for Eierstyring og Selskapsledelse. Dersom de hensyn anbefalingen bygger på er ivaretatt på annen måte bør også dette fremgå tydelig

For selskaper som ikke følger Norsk Anbefaling for Eierstyring og Selskapsledelse, men forklarer avvik, kan styresammensetningen og begrunnelsen for avvik ha betydning for om selskapet ansees egnet for notering. Finner børsen at selskapet er egnet for notering, skal selskapet offentliggjøre hele eller et godkjent sammendrag av redegjørelsen i børsmelding. Børsen kan bestemme tidspunktet for offentliggjøring.

I henhold til Selskapets vedtekter skal styre bestå av tre til syv medlemmer.

| Navn på styremedlemmer | Styreposisjon | Uavhengig av administrasjon | Uavhengig av hovedforretningsforbindelse | Uavhengig av hovedaksjonær(er) | Annet |
|------------------------|---------------|-----------------------------|--|--------------------------------|-------|
| Tore Enger             | Styreformann  | Ja                          | Ja                                       | Ja                             | IA    |
| Henrik A. Christensen  | Styremedlem   | Ja                          | Ja                                       | Ja                             | IA    |
| Johan Fr. Friis        | Styremedlem   | Ja                          | Ja                                       | Ja                             | IA    |
| Brita Eilertsen        | Styremedlem   | Ja                          | Ja                                       | Ja                             | IA    |

## Selskapets ledelse

"Selskapet skal ha tilstrekkelig kompetanse og bemanning i ledelsen til å kunne gjennomføre den forretningsidé og aktivitet selskapet legger opp til. De personer som sitter i selskapets ledelse eller styre, må ikke tidligere gjennom opptreden eller aktivitet ha opptrådt på en slik måte at det gjør dem uskikket til å delta i ledelsen av et børsnotert selskap. Det bør være tilstrekkelig kontinuitet i ledelsen til at markedet kan forvente en organisasjonsmessig stabilitet den nærmeste tiden etter børsnotering. Administrerende direktør skal være ansatt før søknad sendes."

Selskapets ledelse består av følgende personer:

| Navn               | Posisjon                 | Eierpost i selskapet % | Styre-medlem | Merknad |
|--------------------|--------------------------|------------------------|--------------|---------|
| Kai Solberg-Hansen | Administrerende direktør | 0,34                   | Nei          | IA      |
| Tore Berg          | Teknisk direktør         | 0,07                   | Nei          | IA      |

Solberg-Hansen kommer fra stillingen som administrerende direktør i Ocean Rig ASA (2002-2005). Før dette var han administrerende direktør i Northern Offshore ASA (1999-2002) og finans direktør i henholdsvis Kværner Maritime AS (1995-1998), Wilrig ASA (1994-1995) og Ross Offshore AS (1990-1994).

Berg har bakgrunn fra Wilh. Wilhelmsen/Wilrig (1967-1995) innenfor teknisk og kommersiell ledelse, sist som driftsdirektør i Wilrig. Siden 1995 har Berg arbeidet som selvstendig konsulent i offshore- og shippingsektoren. Det opplyses til børsen at Berg har blant annet vært engasjert av henholdsvis Prosafe ASA/Prosafe Offshore Ltd. i forbindelse med ombygging av halvt nedsenkbare rigger, Ocean Rig ASA i forbindelse med ferdigstilling av "Eirik Raude" som prosjekt direktør.

Det foreligger ingen indikasjon på at selskapets ledelse ikke har tilstrekkelig kompetanse til å kunne gjennomføre den forretningsidé og aktivitet selskapet legger opp til.

Selskapet har inngått en management-avtale med TECO Management AS ("TECO") om kjøp av administrative tjenester. Thule har videre inngått en kommisjonsavtale med TECO som gjelder eventuelle langsiktige beskjeftigelsesavtaler, salg av rigger eller av nybyggingsopsjonene, hvor TECO har fremforhandlet avtalene. TECO Management AS er heleid av TECO Invest AS hvor styreformann/styremedlem Tore Enger har en eierandel på 80 %.

Selskapet opplyser til børsen at de sentrale ledelsesfunksjonene i Thule vil bli foretatt av Solberg-Hansen og Berg som begge er ansatt i selskapet. TECO Management vil rapportere til Solberg-Hansen i forbindelse med utførelsen av sine management oppgaver. Selskapet opplyser videre at ledelsen i Thule ikke har noen tilknytning til Tore Enger, TECO Invest eller TECO Coating Services.

Thule opplyser at under management-avtalen skal TECO bistå selskapet med bl.a. regnskapsførsel, finansiell rapportering, bistand med oppfyllelse av forpliktelser overfor Oslo Børs, forsikring, kontakt med bank og långivere etc. Avtalt honorar for management- og tjenestene er TNOK 300 per måned. Avtalen er ifølge selskapet inngått på markedsmessige vilkår, imidlertid opplyses det om at det i praksis ikke lar seg gjøre å finne avtaler med identisk omfang, men styret i Thule har sett hen til kjent informasjon om prising av tilsvarende avtaler når honoraret ble forhandlet.

Advokat firmaet Wikborg Rein & Co, som har gjennomført juridisk due diligence av selskapet, har overfor børsen opplyst at det ikke har vært mulig å innhente eksterne

erklæringer i forhold til om management- og kommisjonsavtalen er inngått på markedsmessige vilkår. Thule har derfor besluttet å kalle inn til ekstraordinær generalforsamling den 4. november hvor avtalene skal godkjennes.

Forutsatt at generalforsamlingen godkjenner både management- og kommisjonsavtalen anser børsen det som tilstrekkelig sannsynliggjort at avtalene ikke er til hinder for en børsnotering av selskapets aksjer.

Selskapet har en aksjonær som eier mer en 10 % av aksjene i selskapet. Denne aksjonæren har ikke styreprerentant. Følgelig oppfyller styret kravet til uavhengighet i forhold til hovedaksjonær(er). Tre av fire styremedlemmer anses helt uavhengig av selskapets administrasjon. Det kan stilles spørsmål ved om Tore Enger er å anse som uavhengig i forhold til administrasjonen på grunn av sitt indirekte eierskap i TECO Management. Som følge av at selskapet har en egen ledelse uten tilknytning til Enger, anses også styrefor–mannen som uavhengig av administrasjonen. Styret vil uansett vurderingen av Engers posisjon oppfylle kravet til et tilstrekkelig uavhengig styre. Dette medfører at vurdering av Engers posisjon er av mindre betydning for vurderingen av egnetheten for notering.

#### *Selskapets kompetanse og tilgjengelighet*

Selskapet skal ha tilstrekkelig kompetanse til å tilfredsstillere kravene til korrekt informasjonsgivning og -håndtering. Selskapet skal også være organisert slik at selskapets kontaktperson overfor børsen eller en annen representant for selskapets ledelse til enhver tid kan være tilgjengelig for børsen. Selskapet må ha etablerte rutiner og være organisert på en måte som sikrer at nødvendig informasjon uten ugrunnet opphold blir kjent for ledelsen og de som har ansvar for å informere markedet. Videre må selskapet ha tilstrekkelig faglig kompetanse til å kunne avlegge regnskaper - herunder delårsrapporter - som tilfredsstillere kravene i børsforskriften og god regnskapsskikk. Selskapet må i tillegg ha en intern organisering av sin økonomistyring som sikrer både tilstrekkelig kvalitet og hurtighet på den finansielle rapportering.

Selskapet har innrettet seg slik at det kan håndtere informasjonsgivning overfor markedet samt slik operativ kontakt med børsen som kreves.

#### *Konklusjoner styre – ledelse – kompetanse mv*

Etter dette legger børsen til grunn at selskapet har et tilstrekkelig uavhengig styre, at ledelsen har den nødvendige kompetanse og bemanning som er nødvendig for forretningsdriften samt at selskapet har tilstrekkelig kompetanse og er tilstrekkelig tilgjengelig for å håndtere sine plikter overfor markedet.

## 2.5 Andre forhold av betydning

#### *Due diligence*

Advokatfirmaet Wikborg Rein & Co har foretatt juridisk due diligence. I følge opplysninger presentert for børsen ble det gjort enkelte funn som er håndtert på en tilfredsstillende måte. Dette var i det vesentligste relatert til byggekontrakten. Det er således ingen forhold under den juridiske due diligence som anses å være til hinder for en børsnotering. Wikborg Rein har overfor børsen opplyst at det ikke har vært mulig å innhente eksterne erklæringer i forhold til om management- og kommisjons–avtalen er inngått på markedsmessige vilkår.

Som følge av at selskapet ikke har hatt virksomhet i mer enn seks måneder, er det ikke gjennomført finansiell due diligence i forbindelse med børsnoterings–prosessen. (er det korrekt?)

Konsulentfirmaene London Offshore Consultants og Nobel Denton & Associates har, uavhengig av hverandre, gjennomgått de tekniske sidene av prosjektet. Det fremgår av rapporten til Nobel Denton at prosjektets grad av suksess vil i vesentlig grad være avhengig av verkstedets evne til å organisere prosjektet, holde kontroll på underleverandører og pro-aktivt unngå forsinkelser og kostnads- over- skridelser.

### *Konklusjon – selskapsspesifikke opptaksvilkår*

Etter børsens vurdering er det usikkerhet knyttet til selskapets mulighet for å gjennomføre prosjektet "Thule Power", samt til selskapets økonomiske stilling ved kostnadsoverskridelser relatert til prosjektet, og ved eventuell materialisering av virksomhet ved de sist ervervede rigger. Ytterligere drøftelse av dette fremkommer nedenfor da det etter børsens vurdering er av betydning for spørsmålet om selskapets egnethet for notering og innvilgelse av dispensasjon.

## 3. Eierstruktur – spredning og verdi

### 3.1 Spredning og antall eiere

"Minst 25% av verdipapirene skal være spredt blant allmennheten, dvs personer som ikke har slik tilknytning til selskapet som angitt i børsforskriften § 2-3 og som hver eier aksjer som tilsvarer minst en børspost.

Det skal være minst 1.000 aksjeeiere på hovedlisten, minst 100 aksjeeiere på SMB-listen og minst 200 grunnfondsbevisiere på listen for grunnfondsbevis som hver eier verdipapirer tilsvarende en børspost (dvs. verdipapirer for ca. kr 10.000,-). Personer tilknyttet selskapet som angitt i børsforskriften § 2-3 medregnes ikke. "

Selskapet hadde på søknadstidspunktet 214 børsposteiere. Det fremgår av utkast til introduksjonsprospekt at Thule hadde per 16. oktober 327 aksjonærer. Videre er 96,6% av selskapets aksjer eiet av personer som ikke anses tilknyttet selskapet.

### *Emisjon og spredningssalg*

Det vil ikke bli gjennomført noen emisjon eller nedsalg i forbindelse med børsnoteringen.

### *Bindingsavtaler*

Det vil ikke bli inngått noen bindingsavtaler i forbindelse med børsnoteringen.

### 3.2 Antatt markedsverdi

"Selskapet skal ha en markedsverdi på de aksjer som søkes børsnotert på minst NOK 300 mill. for notering på hovedlisten og minst NOK 8 mill. for notering på SMB-listen og grunnfondsbevislisten. Dersom markedsverdien av selskapets verdipapirer ikke kan anslås, vil den bokførte verdien av egenkapitalen bli lagt til grunn ved vurderingen. "

|  |                    |
|--|--------------------|
| Kursinterval i planlagt emisjon (rådgivers anslag)   | ikke aktuelt       |
| Kurs i annet marked – OTC 13.10.05   | NOK 28             |
| Kurs ved nylige transaksjoner  | NOK 26,5           |
| Kurs anslått av tilrettelegger ved analyse av sammenlignbare selskaper/transaksjoner/kapitalverdianalyse | nei                |
| Markedsverdi før emisjon:  | MNOK 593 (kurs 28) |
| Planlagt emisjon:  | MNOK 0             |
| Markedsverdi etter emisjon:  | MNOK 593 (kurs 28) |
| Minimumskrav til kapitaltilførsel før notering (emisjon):  | IA                 |

Selskapets aksjer er i dag omsatt på OTC-listen til Norges Fondsmeglerforbund. Siste omsatte kurs 13.10.2005 var NOK 28,- som verdsetter selskapet til MNOK 593. Thule gjennomførte en emisjon i september hvor tegningskursen var NOK 26,5. Denne kursen verdsetter selskapet til om lag MNOK 562. Selskapet søker om notering på SMB-listen. Det anses tilstrekkelig sannsynliggjort at selskapets markedsverdi kvalifiserer for opptak på SMB-listen.

#### Konklusjon Eierstruktur og spredning

Det legges etter dette til grunn at selskapet oppfyller kravet om minimum 25% spredning og i tillegg kravet om antall børsposteiere for notering på SMB-listen.

#### 4. Oppsummering opptaksvilkår

| Opptaksvilkår   | Disp | Forut-setn. | Klart opp-fyllt | Så vidt oppfylt | Tvil/komp-lisert | Ikke opp-fyllt | Merknad |
|---|------|-------------|-----------------|-----------------|------------------|----------------|---------|
| <b>SELSKAPSSPESIFIKKE VILKÅR</b>  |      |             |                 |                 |                  |                |         |
| <b>Selskapet og virksomheten</b>  |      |             |                 |                 |                  |                |         |
| Aksjene utstedt av allmennaksjeselskap eller tilsvarende  |      |             | x               |                 |                  |                |         |
| Selskapet har bestått i minst 3 år  | x    |             |                 |                 |                  | x              |         |
| Det vesentlige av virksomheten drevet i minst 3 år  | x    |             |                 |                 |                  | x              |         |
| <b>Økonomi</b>  |      |             |                 |                 |                  |                |         |
| Egenkapitalsituasjonen er tilfredsstillende   |      |             |                 |                 |                  |                |         |
| Likvide midler til ca ett års drift   |      |             |                 |                 |                  |                |         |
| Likvide midler til 18 måneders drift (kun for prekommersiell virksomhet)                              |      |             |                 |                 | x                |                |         |
| Selskapets virksomhet har hatt positivt driftsresultat minst ett av de siste 3 årene [kun hovedliste] |      |             |                 |                 |                  |                | IA      |
| <b>Regnskap</b>   |      |             |                 |                 |                  |                |         |
| Selskapet har offentliggjort årsregnskap og årsberetning for de siste tre år                          |      |             |                 |                 |                  | x              |         |
| Det er utarbeidet revisorbekreftede proformatall  |      |             |                 |                 |                  |                | IA      |
| Selskapets revisor har ikke forbehold eller presiseringer av betydning                                |      |             | x               |                 |                  |                |         |
| <b>Styre, ledelse og børskompetanse</b>   |      |             |                 |                 |                  |                |         |
| Tilstrekkelig uavhengig styre   |      |             | x               |                 |                  |                |         |
| Tilstrekkelig kompetanse og bemanning i ledelsen  |      |             | x               |                 |                  |                |         |
| Tilstrekkelig kompetanse og tilgjengelighet for informasjonshåndtering                                |      |             | x               |                 |                  |                |         |
| <b>Annet</b>  |      |             |                 |                 |                  |                |         |
| Disponentselskap kvalifisert og har inngått avtale  |      |             |                 |                 |                  |                | IA      |
| Selskapet er ikke involvert i eller varslet om rettssaker av betydning                                |      |             |                 |                 |                  |                | IA      |
| <b>EIERSTRUKTUR OG SPREDNING</b>  |      |             |                 |                 |                  |                |         |
| Selskapets aksjer er fritt omsettelige  |      |             | x               |                 |                  |                |         |
| Minst 25% av selskapets aksjer er spredt blant allmennheten   |      |             | x               |                 |                  |                |         |
| Selskapet hadde ved søknadstidspunktet [XX] børsposteiere basert på forventet børspost.               |      |             | x               |                 |                  |                |         |



|  |  |  |   |  |  |  |                                     |
|--|--|--|---|--|--|--|-------------------------------------|
| Tilstrekkelig markedsverdi for hoved/SMB-liste |  |  | X |  |  |  | Antatt markedsverdi er MNOK 560-590 |
|--|--|--|---|--|--|--|-------------------------------------|

## 5. Egnethetsvurdering

Selskapet virksomhet har bestått i mindre enn 3 år. Virksomheten består av ombygging av "Thule Power", og eierskap til to øvrige rigger hvoretter bruk eller virksomhet for tiden ikke er klart definert. Videre har selskapet indikert at Thule har til hensikt å utøve 2 av de 13 nybygg opsjonene. Begge opsjonene har forfall 15. november 2005. Gjennom søknadsprosessen har selskapet i hovedsak kun redegjort for ombyggingsprosjektet, anvendelse av de to nye riggene som er kjøpt og eventuelle ny rigger i forbindelse med utøvelse av opsjonene er det i begrenset grad redegjort for. I følge selskapets søknad var markedsverdien av selskapet MNOK 370 før kjøpet av de to brukte riggene og MNOK 562 etter kjøpet. Basert på markedsverdi må kjøpet anses å være en vesentlig del av Thules virksomhet. Etter børsens oppfatning er det derfor vanskelig å ta stilling til omfanget av selskapets virksomhet.

Etter børsens vurdering er det likheter mellom Thules ombyggingsprosjekt og øvrige selskaper børsen har tatt opp til notering på en rekke punkter. Ved ferdigstillelse vil Thule Power operere innen samme bransje som nybyggingsprosjekter, og det er således ikke ulikt de øvrige riggprosjektene. Det må derfor antas at de elementer som inngår i prisingen av aksjene i Thule og som er relatert til fremtidig utnyttelse og inntekter for Thule Power er forholdsvis kjente. Selskapet har blant annet inngått en fastpriskontrakt i forbindelse med ombyggingen, hvilket har vært et krav ved tilsvarende opptakssaker tidligere. Det at Thule selv er ansvarlig for betaling overfor underleverandørene, avviker imidlertid fra en "vanlig" fastpriskontrakt. For Thules prosjekt, og andre nybyggings-prosjekter, synes det ikke å være avgjørende om det foreligger kommersielle kontrakter eller ikke på børsnoteringstidspunktet. I dette tilfellet har selskapet ikke inngått kommersielle kontrakter, men skiller seg på dette området ikke fra øvrige rigg-selskaper som er tatt opp til notering. Med tiden må det dessuten antas at de særskilte risikoforhold knyttet både til avtaleforholdet og ombyggingsprosjektet elimineres. Disse risikoforhold eksisterer imidlertid i dag. Sammenlignet med tidligere saker (nybygg) foreligger en noe høyere samlet risiko i den aktuelle saken. Likviditetsbehovet er derfor tilsvarende mer usikkert.

Et av opptaksvilkårene som skal vurderes er hvorvidt selskapet som søker notering har tilstrekkelig likvide midler til å kunne drive innenfor planlagt virksomhets-omfang. Som nevnt ovenfor er virksomhetsomfanget ikke klart definert. Dette fører til at det knytter seg tilsvarende usikkerhet til om selskapet oppfyller opptakskravet til å ha dokumentert tilstrekkelig likvide midler for å dekke kapita-lbehovet de nærmeste 18 månedene. Selskapets likviditets-situasjon er, etter børsens oppfating, av sentral betydning for hvorvidt Thule er egnet for notering eller ikke.

Basert på en helhetsvurdering har børsen kommet frem til at selskapet ikke oppfyller likviditetskravet. Dette skyldes primært vanskeligheter med å vurdere omfanget av virksomheten, og da særlig eventuelle ombyggingskostnader knyttet til de to nyervervede riggene, men også kapitalbehov ved utøvelse av opsjonene. Basert på dette har børsen under tvil konkludert med at selskapet på det nåværende tidspunkt ikke kan anses egnet for notering. Det kan imidlertid ikke utelukkes at en nærmere avklaring av bruken av de utnyttede riggene og eventuelt kapitalbehov frem til ferdigstillelse av Thule Power og for utøvelse av byggeopsjonene kan medføre at likviditetsrisiko minimeres slik at vurderingen ev egnetheten blir en annen.

## 6. Dispensasjoner

Børsen har under tvil kommet til at Thule på det nåværende tidspunkt ikke er egnet for notering. For det tilfellet at styret skulle vurderer dette annerledes, er også spørsmålet om dispensasjon kan innvilges behandlet.

Dersom selskapet anses egnet for notering må børsstyret ta stilling til om det skal gis dispensasjon fra kravene om at:

- selskapet skal ha bestått i minst tre år, jf børsforskriften § 2-1
- selskapet skal ha drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år, jf børsforskriften § 2-1

Oslo Børs kan gi dispensasjon fra kravet dersom det er i *"allmennhetens og investorenes interesse, og at investorene har tilgang til tilstrekkelige opplysninger til å danne seg en begrunnet oppfatning om selskapet, dets virksomhet og de aksjer som søkes børsnotert"*. Etter en samlet vurdering finner børsen at vilkårene for å kunne gi dispensasjon i dette tilfellet ikke er tilstede. Oslo Børs har ikke innvilget dispensasjon basert på følgende;

Børsen har ved enkelte anledninger innvilget dispensasjon fra kravet om tre års virksomhet og historikk for riggselskaper og lignende hvor eneste virksomhet på børsnoterings-tidspunktet er nybygg prosjekter. Selskapene det vises til er henholdsvis Odfjell Invest Ltd. ("OIL"), Petrojack ASA ("JACK"), Eastern Drilling ASA ("EDRILL") og Sevan Marine ASA ("SEVAN").

Begrunnelsen for å innvilge dispensasjoner i disse sakene har vært relativt lik, hvor det blant annet er vektlagt følgende:

- Det har vært prosjekter som omfatter nybygg ved store etablerte verft som etter børsens vurdering har gitt vesentlig sikkerhet knyttet gjennomføring både tids- og kostnadmessig. Selskapene har inngått fastpriskontrakter med verftene, og hvor verftene bærer den kommersielle risikoen ved eventuelle kostnadsover-skridelser. Videre har verftene hatt tilstrekkelig finansielle ressurser til å kunne bære eventuelle kostnadsoverskridelser. I tre av de fire sakene har verftet bidratt med finansiering av prosjektene. På dette grunnlaget har børsen konkludert med at selskapene vil ha en kjent kostnadsstruktur.
- Finansieringstruktur, herunder beløp og betingelser, har vært kjent.
- Det har vært prosjekter hvor det i markedet foreligger transparente og lett tilgjengelig rater og annen nødvendig prisingsinformasjon, og således vil virksomheten operere i et marked hvor hovedparameterne for prising er transparent, herunder antatt rate- og kostnadsnivå for rigger, utnyttelsesgrad, leveringstid, herunder verdien av opsjoner på nybygg. Videre er utviklingen i oljeprisen et viktig parameter som inngår i verdsettelse av rigger.

I utgangspunktet er manglende historikk diskvalifiserende for opptak til notering, med mindre det til tross for manglende historikk er mulig å danne en begrunnet oppfatning om selskapet og dets virksomhet. I de nevnte opptakssakene, har børsen kommet til at fravær av tidligere virksomhet og historiske regnskaper ikke har medført en for stor ulempe for investor ved prising av disse selskapenes aksjer og risiko i forhold til ferdigstilling av riggene har vært relativt begrenset.

Ombyggingsprosjektet til Thule er konstruert slik at risiki i stor grad samsvarer med risiki knyttet til prosjektene til de selskapene børsen har innvilget dispensasjon. Gjenoppbyggingen av "Thule Power" skiller seg imidlertid fra de øvrige prosjektene på flere områder.

For det første er ikke "Thule Power" et nybygg, men en eldre rigg som skal gjenopp-bygges og moderniseres. En eventuell dispensasjon vil således "flytte grensen" for typen prosjekter som til tross for manglende historikk kan børsnoteres. Ved vurdering av dispensasjonsspørsmålet må det derfor tas stilling til om de usikkerhetsmomenter

knyttet til det å bygge om en eksisterende rigg i forhold til det å bygge en ny rigg er så omfattende eller vesentlige at det totalt sett er vanskelig å gjøre en begrunnet oppfatning av selskapet.

Et nybygg-prosjekt basert på et kjent og utprøvd design må anses å være beheftet med lite ekstraordinær prosjekt risiko ("OIL" og "JACK"). Nybygg prosjekter basert på nytt design ("EDRILL" og "SEVAN") må anses å innholde en noe større projektrisiko sammenlignet med prosjekter basert på kjent design. I forbindelse med disse dispensasjonssakene er det lagt til grunn at variasjoner innenfor denne type risiko ikke har vært til hinder for en dispensasjon. Et ombyggingsprosjekt representerer en større risiko enn et nybygg basert på kjent design, for eksempel skal man tilpasse ny teknologi til en rigg som er over 20 år, samt reparere de skadene riggen pådro seg i havariet. Sammenligner man ombyggingsprosjekter med nybygg basert på nytt design er derimot forskjellen noe mindre. Begge typer prosjekt vil etter børsens oppfatning stå overfor relativt like utfordringer. For det ene prosjektet vil det være en viss risiko for at det nye designet/teknologien ikke fungerer tilfredsstillende. Tilsvarende for et ombyggingsprosjekt vil det være en viss risiko for at man ikke klarer å tilpasse ny teknologi til en gammel rigg innenfor projektrammene. I tillegg er "Thule Power" en havarert rigg hvor det er usikkert om man har klart å beregne hele omfanget av skaden.

På den annen side er tidsaspektet ved ombyggingsprosjekter vesentlig kortere enn ved nybygg. Det er sannsynlig at Thule vil kunne være operativ – og dermed generere inntekter – på et tidligere tidspunkt enn sammenlignbare nybyggingsprosjekter som har fått dispensasjon. Det reduserer usikkerheten i forhold til prisingen av selskapet til en viss grad. I tillegg er det antatt at Thule vil ferdigstilles på et tidspunkt da det fremdeles er et underskudd av tilgang til jack-up rigger, et behov som må antas å bli mindre etter hvert som prosjekterte rigger ferdigstilles. Selskapet har opplyst at arbeidet med Thule Power er kun fem dager forsinket, og at de største usikkerhetsmomenter knyttet til gjennomføringen av prosjektet er overstått. Det vesentligste av gjenstående arbeid er montering av nye elementer samt teknologi og mye av utstyret som skal leveres fra underleverandører er levert. Børsen er av den oppfatning at det på det nåværende tidspunkt fremdeles er risikomomenter knyttet til endelig ferdigstilling som går utover den risiko som er tilfelle ved nybygg av rigger. Etter hvert som arbeidet med ombyggingen går fremover elimineres imidlertid risikoen knyttet til ferdigstilling av denne riggen. Det er således vanskelig å se at ombyggingsprosjektet i seg selv er til hinder for dispensasjon, men i dette tilfelle er det tvil om prosjektet er kommet langt nok til at vilkårene for å gi dispensasjon er oppfylt.

For det andre skal ombyggingen gjennomføres ved et relativt nyetablert verksted. Dette verkstedet ble etablert i 2003 og har i senere tid blitt oppgradert slik at verksteder skal kunne gjennomføre ombyggingsprosjekter av denne størrelsen. Selskapet opplyser at verkstedet tidligere har gjennomført flere prosjekter i størrelsesorden MUSD 0,3 til 5,0. Gjennombyggingen av "Thule Power" vil således være det største prosjektet som verkstedet hittil har håndtert og om lag 12 ganger større enn tidligere prosjekter. Ombyggingen av "Thule Power" vil være verkstedets eneste beskjefligelse frem til levering av riggen. Basert på de opplysninger som er forelagt børsen, må det antas at ombyggingen av riggen vil representere en større utfordring for verkstedet i forhold til tidligere ombyggingsarbeid QGM har gjennomført. I tidligere dispensasjonssaker har nybyggene vært innenfor verftenes normal prosjekter. Det foreligger imidlertid ingen indikasjoner på at QGM ikke besitter den nødvendige kompetansen, har tilstrekkelig utstyr eller kvalifisert arbeidskraft til å gjennomføre prosjektet innenfor avtalt tid og kostnadsramme. Valg av verksted isolert sett kan ikke anses å være til hinder for å innvilge selskapet en dispensasjon, dog er dette også et usikkerhetsmoment i forhold til muligheten for å kunne danne seg en begrunnet oppfatning om selskapet og dets virksomhet, og dermed prisingen av aksjene.

For det tredje er fastpriskontrakten som er inngått mellom Thule og verkstedet bygget opp etter en annen struktur enn det som har vært tilfelle ved tidligere

dispensasjons-saker. Thule skal betale QGM MUSD 25,3 for kostnader knyttet direkte til verkstedets arbeid. Videre følger det av kontrakten at Thule skal betale utstyrsleverandørene direkte for deres leveranser. Det siste har vært et krav fra leverandørenes side som følge av at de ønsker å minimere sin kredittrisiko. QGM har imidlertid i henhold til kontrakten forpliktet seg til at den totale kostnadsrammen for ombyggingen ikke skal overstige MUSD 61,3, herunder også eventuelle kostnads-overskridelser knyttet til utstyrs-leveranser. Den delen av avtalen som relatere seg til verkstedets arbeid er utformet som en "pay as you go" avtale. Selskapet hevder at denne strukturen gir Thule en bedre mulighet til å styre økonomien i prosjektet, herunder på et tidlig tidspunkt fangen opp eventuelle kostnadsavvik. For investor vil imidlertid avtalestrukturen fremstå som uoversiktlig som følge av flere kontraktsomparter og klart ulik alminnelige fastpriskontrakter. Isolert sett kan ikke avtalestrukturen anses å være til hinder for å innvilge selskapet en dispensasjon, men i tillegg til øvrige usikkerhets momenter som foreligger er det vanskelig å danne et klart bilde av selskapets virksomhet og risiko knyttet til denne.

QGM har etter børsens oppfatning begrensede finansielle ressurser til å møte sine forpliktelser under avtalen dersom det skulle oppstå kostnadsoverskridelser. Selskapet har opplyst til børsen kun størrelsen på totalbalansen til QGM som utgjør MUSD 5. QGM har således en forpliktelse under kontrakten som overstiger verkstedets balanse om lag 12 ganger. Thule hevder imidlertid at den reelle forpliktelsen til verkstedet er betydelig lavere enn hele kontraktsbeløpet. Thule har i denne sammenhengen utarbeidet en oppstilling som etter selskapets oppfatning nærmere kvantifiserer risikoen knyttet størrelsen på verkstedets leveranse.

#### **Kvantifisering av risiko knyttet til kontrakten med QGM**

| <i>Spesifisering av kontraktspris:</i>                  | <i>Tall i MUSD</i> |
|---|--------------------|
| Total kontraktspris med QGM                             | 61,3               |
| <u>-Leveranse fra utstyrsleverandør</u>                 | <u>36,0</u>        |
| Verkstedets direkte leveranse                           | 25,3               |
| <u>- Herav leveranse av større utstyr</u>               | <u>15,0</u>        |
| <u>Direkte kostnader knyttet til verkstedets arbeid</u> | <u>10,3</u>        |

#### *Spesifisering av bufferkapital*

|   |            |
|---|------------|
| Buffer ved kapital innhenting                   | 5          |
| Insentivbonus til QGM                           | 2,8        |
| <u>Bankgaranti/tilbakeholdt fra "WIP"</u>       | <u>0,7</u> |
| <u>Sum reserver for ubudsjetterte kostnader</u> | <u>8,5</u> |

Selskapet viser til at leveransen fra utstyrsleverandørene ikke er beheftet med noen vesentlig risiko som følge av at dette er signerte avtaler med avtalt leveringstid og direkte betaling til store internasjonale anerkjente leverandører. Dette er i følge Thule, de samme leverandørene som også leverer utstyr til de rigg-prosjektene som er notert på Oslo Børs. Videre opplyser Thule at kostnader på MUSD 15 knytter seg til leveranse av større utstyr som allerede er levert verkstedet, og at det således knytter seg mindre risiko til denne delen av verkstedets forpliktelse. Som det fremgår av oppstillingen vil MUSD 10,3 være kostnader knyttet direkte til verkstedets arbeid og hvor potensialet for kostnadsoverskridelser, etter selskapets oppfatning, først og fremst ligger. Dersom det skulle oppstå en kostnadsoverskridelse, opplyser selskapet at de allerede har en bufferkapital som skal kunne dekke inntil 13,9% av total kostnadsramme, 33,6% av total leveranse fra verkstedet og 82,5% av direkte kostnader knyttet til verkstedets arbeid. Det er opplagt en større risiko knyttet til verkstedets evne til å kunne dekke eventuelle kostnadsoverskridelser enn det som har vært tilfelle ved tidligere dispensasjonssaker. Finansiell risiko er det først og fremst markedet som er best egnet til å vurdere og prise. Jo større den finansielle risiko er jo vanskeligere vil det imidlertid være å kunne danne

seg en begrunnet oppfatning om selskapet. Hefter det stor nok usikkerhet til den finansielle risiko er det et vesentlig moment i vurderingen av om dispensasjon bør innvilges.

Selskapet har i tillegg til "Thule Power" også anskaffet to andre rigger som eventuelt skal ombygges og oppgraderes. Arbeidet med å oppgradere riggene er ikke påbegynt og selskapet opplyser at man fortsatt er i en planleggingsfase. Manglende planer for disse riggene skaper usikkerhet i forhold til selskapets fremtidige kapitalbehov, jf drøftelsene foran. På det nåværende tidspunkt har ikke selskapet likvide midler til utføre arbeider på riggene.

Thule eier videre opsjoner på bygging av 13 rigger ved QGM. Det er usikkert om disse opsjonene representerer noen verdi for selskapet da utøvelse av opsjonen er betinget av at det skal foreligge en endelig byggeavtale som inkluderer spesifikasjoner for riggene. Dette er etter børsens oppfatning et informasjonsspørsmål som det må redegjøres for i introduksjonsprospektet. Opsjonsavtalene er således ikke tillagt vekt ved børsens vurderinger.

Vurderingen av om Thule skal innvilges dispensasjon fra kravet om tre års virksomhet, har voldt atskillig tvil. Dette gjelder særlig fordi en eventuell dispensasjon åpner for at andre typer prosjekter med større risiko enn det som tidligere har vært akseptert, kan børsnoteres. Kriteriet for å innvilge dispensasjon er at det er i allmennhetens og investorenes interesse, og at investorene har tilgang til tilstrekkelige opplysninger til å danne seg en begrunnet oppfatning om selskapet. Det er således spørsmål om de særlige forholdene som er knyttet til Thule vanskeliggjør vurderingen av selskapet og dermed gjør det mindre attraktivt for investorene og allmennheten.

I børsens vurdering er det ingen enkeltelementer som har vært avgjørende, men en totalvurdering av at de usikkerhetsmomenter og risiki knyttet til Thule anses så omfattende i forhold til andre riggprosjekter at vilkårene for å gi dispensasjon ikke anses oppfylt. Det er i den sammenheng lagt vekt på den finansielle risiko, særlig verkstedets finansielle stilling, som både er noe større og ukjent i forhold til andre riggprosjekter. Det er også lagt vekt på at det er vanskelig å få et klart bilde av selskapets virksomhet med de to uutnyttede riggene som i tillegg skaper usikkerhet i forhold til fremtidige kapitalbehov. Tilsvarende representerer ombyggingsprosjektet ikke bare en risiko ift. ferdigstilling, men også i forhold til om riggen kan utnyttes slik planlagt. I motsatt retning vektlegges imidlertid at riggen forventes å være ferdig mye før nybygde rigger, og at de mest risikofylte arbeidene er utført. Samlet sett har imidlertid børsen kommet frem til at de usikkerhetsmomenter og risikoforhold som er fremhevet tilsier at det er vanskelig å få tilgang til tilstrekkelige opplysninger for å kunne danne en begrunnet oppfatning om selskapet. Den usikkerhet som er knyttet til selskapet gjør at det for investor er vanskelig å vurdere betydningen av den informasjon selskapet gir. Dette vil igjen gi seg utslag i prisingen av selskapet, og redusere børsens mulighet for å kontrollere selskapets informasjon til markedet. Børsen har på denne bakgrunn kommet til at vilkårene for å gi dispensasjon heller ikke er oppfylt.

Søknaden om dispensasjon fra kravet til tre års virksomhet avslås.

## 8. Vedtak

Basert på ovenstående anses selskapet å ikke oppfylle vilkårene for opptak til notering etter børsforskriften og børssirkulære nr. 5/2001 og nr. 4/2005.

Børsstyret fattet følgende vedtak:

*"Børsstyret vedtok å avslå søknaden fra Thule Drilling ASA om å opptak av selskapets aksjer til børsnotering på SMB-listen ved Oslo Børs.*

*Vedtaket kan påklages Børsklagenemnden. Klagefristen er 2 – to – uker.”*

### **3.4 OVERFØRING MELLOM HOVEDLISTE OG SMB-LISTEN**

Ingen.

### **3.5 FORTSATT NOTERING VED FISJON/FUSJON, BF § 2-7**

Videreføring av børsnotering ved fusjon/fisjon:

|                   |        |                       |
|-------------------|--------|-----------------------|
| Selskap           |        |                       |
| Siem Offshore Inc | Fisjon | Subsea 7              |
| Q-Free            | Fisjon | Fara                  |
| PSI ASA           | Fisjon | Captura               |
| Rieber Shipping   | Fisjon | Exploration Resources |
| Northern Oil      | Fusjon | Med Naturgass         |
| Allinanse ASA     | Fusjon | Egroup                |
| Aker              | Fusjon | Kværner               |
| TFDS              | Fusjon | OVDS                  |

### **3.6 OBLIGASJONER**

#### **3.6.1 Børsregler (børssirkulære nr. 7/05)**

#### **3.6.2 Alternative Bond Market ([www.abmportal.no](http://www.abmportal.no))**

Alternative Bond Market (ABM) er en markeds plass for notering og handel i obligasjoner og sertifikater. ABM er et alternativ til det tradisjonelle børs markedet for både nye og eksisterende låntakere og investorer.

ABM er en egen markeds plass som ikke er regulert av eller underlagt konsesjon iht børsloven, men som vil bli administrert og organisert av Oslo Børs.

Bakgrunnen for etablering av ABM er nye EU-direktiver som gjelder børs markedene. Oslo Børs har valgt å etablere en ny markeds plass som et alternativ for låntakere til å tilpasse seg kravene som følger av de nye EU-direktivene.

Prospektreglene for ABM vil være noe mindre omfattende enn for børs markedet, og søknadsprosessen er noe forenklet. Informasjonsplikten og handelsreglene er imidlertid lik som for børs markedet slik at markedsaktørene skal ha tilgang på den informasjonen de har behov for å kunne sette markedsriktige kurser. Regelverket på ABM vil kunne spesialtilpasses det norske markedet og ivareta norske markedsaktørers behov, uavhengig av de nye EU-direktivene.

## 4. STRYKNING/SUSPENSJON

### 4.1 SELSKAPER SOM ER STRØKET FRA NOTERING I 2005

| Selskaper som er strøket fra Oslo Børs i 2005 |       |             |                    |
|---|-------|-------------|--------------------|
| Selskap                                       | Liste | Vedtaksdato | Siste noteringsdag |
| Nordic American Tanker Shipping Ltd           | SMB   | 20.12.2004  | 14.01.2005         |
| Kredittbanken                                 | SMB   | 21.12.2004  | 04.01.2005         |
| Exploration Resources ASA                     | SMB   | 17.10.2005  | 18.10.2005         |
| Tsakos Energy Navigation Ltd.                 | SMB   | 09.03.2005  | 18.03.2005         |
| Nothern Offshore Ltd.                         | SMB   | 04.04.2005  | 05.04.2005         |
| Bolig og Næringsbanken ASA                    | SMB   | 06.05.2005  | 09.05.2005         |
| Elkem ASA                                     | HL    | 23.05.2005  | 24.05.2005         |
| Axxessit ASA                                  | SMB   | 01.09.2005  | 07.09.2005         |
| Via Travel Group ASA                          | SMB   | 25.10.2005  | 25.10.2005         |
| Privatbanken ASA                              | SMB   | 07.11.2005  | 07.11.2005         |
| Catch Communication ASA                       | SMB   | 16.11.2005  | 18.11.2005         |
| SeaDrill Invest Ltd                           | SMB   | 06.12.2005  | 23.12.2005         |
| Choice Hotels Scandinavia ASA                 | HL    | 07.12.2005  | 09.12.2005         |
| Findexa Ltd                                   | SMB   | 16.12.2005  | 16.12.2005         |

### 4.2 SAKER – STRYKNING OG MIDLERTIDIG STRYKNING

#### 4.2.1 Decision to permanently de-list Northern Offshore Limited (brev av 04.04.2005)

On 15 December 2004 the Board of Directors of Oslo Børs made the following decision:

*"The Board reversed its decision of 24 November 2004 to permanently de-list Northern Offshore Ltd. (NOF).*

*The Board decided to continue temporary de-listing in accordance with the Stock Exchange Regulations Section 25-3 paragraph from 5 December 2004 until 5 April 2005. It is a condition for the continued temporary de-listing that the Joint Provisional Liquidators (JPL's) of NOF keep Oslo Børs updated on the progress of the restructuring process and any deviations from the timeframe indicated in the Supplement received from Wiersholm on 15 December 2004.*

*At the expiry of the temporary de-listing the company may be re-listed if the following conditions are met:*

- 1. The JPL's have declared and documented to the satisfaction of Oslo Børs that the restructuring of Northern Offshore Ltd. has legally been completed and effectuated*
- 2. The Company complies with the process for continuous listing applicable in Stock Exchange Regulations Section 2-7 continuous listings in accordance with Circular No 5/2001.*
- 3. The company publicises a prospectus in accordance with the Stock Exchange Regulations Chapter 15 and 16, controlled and approved by Oslo Børs in accordance with the Stock Exchange Regulations Section 14-4.*

4. *In addition to 3, the prospectus shall include a detailed description of the events leading up to the temporary de-listing, the events occurred during the period of de-listing and the results of the restructuring of the company.*

*If the JPLs does not keep Oslo Børs updated of the progress, or if it becomes highly likely that the restructuring will not be completed, or that the restructuring will not render the company able to fulfil the listing conditions or obligations, Oslo Børs may before the expiry of the temporary de-listing period initiate a process and make the decision to permanently de-list the Company's shares.*

*The authority to temporary de-list, permanently de-list or re-list NOF, is delegated from the Board to the administration of Oslo Børs."*

*Oslo Børs has subsequent to the decision received one progress report from the JPLs and has maintained its dialouge with the advisors of the company and main shareholders.*

*As of 4 April 2005 Oslo Børs has not received any documentation required to re-list the company nor information that the Company will work to fullfill the requirements for re-listing. In accordance with the authority granted by the Board of Directors on 15 December 2005 the administration has therefore made the following decision:*

*"Oslo Børs has in accordance with the Stock Exchange Regulations of § 25-3 third paragraph decided to permanently de-list the shares of Northern Offshore Limited with effect from 5 April 2005.*

*The decision may be appealed to the Stock Exchange Appeals Committee within two weeks of receipts of the decision."*

Oslo Børs thanks Northern Offshore Ltd for its cooperation and welcomes the company back at a later time.

## **5. INFORMASJONSPLIKT – UTSTEDERFORPLIKTELSER**

### **5.1 NYE REGLER**

#### **5.1.1 Nye regler om informasjonsplikt m v (børssirkulære nr. 3/2005)**

#### **5.1.2 Ad begrenset revisjon av børsforskriften - implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv (brev av 23.08.2005)**

Finansdepartementet fastsatt i brev 1. juli 2005 blant annet forskrift om endring av børsforskriften som ledd i implementeringen av EUs markedsmisbruksdirektiv. Oslo Børs vil med dette be departementet vurdere å supplere de nye reglene med en meldeplikt for utstedere som utsetter offentliggjøring av innsideinformasjon. Formålet med en slik regel vil være å unngå at de nye reglene øker risikoen for innsidehandel.

De nye reglene i børsforskriften åpner for at børsnoterte selskaper på visse vilkår kan beslutte å utsette offentliggjøring av opplysninger som er informasjonspliktig. Markedsmisbruksdirektivet angir at medlemsstatene kan kreve at foretak som utsetter offentliggjøring av innsideinformasjon gir beskjed til den kompetente myndigheten. Et forslag om en slik meldeplikt til børsen var foreslått i Kredittilsynets høringsutkast vedlagt departementets høringsbrev av 2. februar 2005, men er i departementets forskrift bare gjort gjeldende for børsnoterte obligasjoner, jf børsforskriften § 10-3 første ledd annet pkt. For børsnoterte aksjer vil det altså ikke være noen slik meldeplikt, jf børsforskriften § 5-3.



Etter Oslo Børs' vurdering vil mangelen på en slik meldeplikt redusere den forebyggelse av innsidehandel som børsens markedsovervåkning forestår gjennom intensivt overvåkning og bruk av virkemidler i kursnoteringene. Den mulighet til utsatt offentliggjøring som de nye reglene innebærer vil gjøre at det oftere enn før vil være kurssensitive opplysninger som ikke er offentliggjort i markedet. Selv om et vilkår for utsettelse er at selskapet kan behandle opplysningene konfidensielt, vil det være en betydelig risiko for at innsideopplysningene blir kjent for uvedkommende som da kan handle aksjer. At kjøper og selger har tilgang til samme informasjon er et av grunnprinsippene for et velordnet verdipapirmarked.

Dersom børsens markedsovervåkning er kjent med at det foreligger ikke-offentliggjorte innsideopplysninger kan overvåkingen av det aktuelle verdipapiret intensiveres, og virkemidler iverksettes dersom overvåkingen gir mistanke om lekkasje. Overvåkingen vil da særlig bestå i kursovervåking, men også av mulige kanaler for spredning av informasjon. Typiske virkemidler vil være *børspause* som avbryter den automatiske ordrematchingen, eller *suspensjon* hvor verdipapirforetak forbys å medvirke i handelen. Begge deler kan kombineres med ytterligere undersøkelser for å få bekreftet eller avkreftet mistanken. Dersom selskapene har grunn til å tro at innsideopplysninger er kjent for eller i ferd med å bli kjent for uvedkommende, skal det umiddelbart og uoppfordret offentliggjøre opplysningene, jf børsforskriften § 5-3 siste ledd.

Dersom børsen ikke på forhånd er gjort kjent med at det foreligger innsideopplysninger i selskapet vil dette ha flere konsekvenser:

1. Lekkasje oppdages på et senere tidspunkt fordi overvåkingen av det aktuelle verdipapiret ikke er intensivt. Det vil altså være lenger tid med *risiko* for innsidehandel.
2. Bruk av virkemidler i kursnoteringen vil bli *mindre treffsikkert*. Mistanken som utløser virkemiddelet vil oftere avkreftes etter nærmere undersøkelser dersom børsen ikke er underrettet om utsettelser. Det at selskapene lovlig kan utsette offentliggjøring innebærer at børsen for å forebygge innsidehandel må bruke virkemidler tidligere enn om man kjente disse tilfellene på forhånd. Generelt sett er det uheldig å redusere investorenes tilgang til handel ved bruk av virkemidler som senere viser seg å være uten grunn. Børsens virkemidler i kursnoteringen kan også sette i gang ubegrunnede rykter i markedet som også vil være uheldig både for det aktuelle selskap og investorene.
3. *Håndhevelse* av informasjonsplikten vil bli vanskeligere. Informasjonsplikten er det sentrale i forebyggelse av innsidehandel, og håndhevelsen er nødvendig for å sikre tilliten til verdipapirmarkedet. Vilårene for utsettelse av offentliggjøring er derfor ment å være snevre. Uten meldeplikt til børsen vil notoriteten rundt beslutninger om utsettelse være begrenset. Selv om vi i utgangspunktet ikke har grunn til å tro at ikke selskapene vil søke å være lojale mot den nye ordningen, vil det i en del tilfeller være behov for å undersøke om selskapet faktisk har hatt legitime grunner til utsettelse, eller om utsettelsen skyldes forglemmelse eller grunner som ikke kan anses som legitime.

Kredittilsynet har i sitt høringsnotat pkt 3.3.2 påpekt betydningen av meldeplikt som redskap for markedsovervåking, og at en meldeplikt vil skape økt bevissthet om spørsmål rundt utsatt offentliggjøring i selskapene.

Etter børsens vurdering vil en meldeplikt ikke være noen uforholdsmessig byrde for selskapene i forhold til de øvrige plikter som oppstår ved slik utsettelse. Meldeplikten oppstår i situasjoner omtrent når eller noe før de etter dagens regler har full informasjonsplikt. Skal selskapene utsette offentliggjøring må de uansett vurdere om vilårene er til stede og sette i verk tiltak for å sikre konfidensialitet herunder opprette og føre lister med personer som gis tilgang til opplysningene og kunne dokumentere at de har gjort disse personene kjent med plikter og ansvar ved å ha innsideopplysninger, jf

verdipapirhandelloven §2-5. Ingen høringsinstanser synes å ha ment at en meldeplikt ville være en uforholdsmessig byrde for selskapene.

Børsen er enig med NHO som i sin høringsuttalelse har ment at dersom en meldeplikt ville bli en særregel for det norske verdipapirmarkedet, ville det talt tungt i mot en slik meldeplikt. Det er vist til at Danmark ikke har innført meldeplikt. Men både i Sverige og Finland er det innført slik meldeplikt; i Sverige som del av børsreguleringen. Børsene i Norex-alliansen<sup>1</sup> har i en felles uttalelse myntet på de ansvarlige for å forberede implementering av markedsmissbruksdirektivet i de ulike land (vedlagt og tidligere er oversendt departementet) uttalt følgende:

*"The NOREX exchanges believe it is highly important that the Nordic legislators opt for applying such duty to inform the competent authority when the directive is implemented into national law. In addition, nothing should prohibit an exchange from requiring such information from the issuer or even demand pre-vetting or approval from the exchange, under contractual terms, in order for delayed dissemination to be acceptable. The driver for an exchange to have such powers would be that it would be the most efficient way to safeguard that appropriate action is taken, if required, including but not limited to decisions with regard to trading halts."*

Undersøkelser av flere land vil sikkert kunne vise variasjoner, men disse variasjonene vil gjerne variere med måten markedsovervåkingen i de enkelte land er organisert. I Norge (og etter hvert Norden) har vi hatt et særlig stort fokus på overvåking og forebygging av innsidehandel, og kan derfor ha behov som ikke nødvendigvis ikke alle andre land har. Vi antar at NHO er enig i at internasjonal tilpasning ikke er noe argument mot at Norge innfører ha en slik meldeplikt.

Økokrim gir i sin høringsuttalelse uttrykk for at ulempene med meldeplikten kan være større enn fordelene, særlig fordi ansvarsfordelingen mellom selskapene og børsen ville forrykkes. Økokrim forutsetter da at "(b)børsen ... i et hvert tilfelle av melding om utsatt offentliggjøring (vil) måtte ta stilling til om det foreligger tilstrekkelig legitime interesser for utsettelsen; tilsvarende en art etterfølgende godkjennelse". Vi mener denne forutsetningen er uriktig. Det vises til Kredittilsynets høringsnotat der det under pkt 3.3.2 blant annet heter:

*"Etter Direktivets art. 6 nr. 2 kan et foretak "under [its] own responsibility", utsette offentliggjøring. Foretaket må selv vurdere om offentliggjøring skal utsettes. Det vil således ikke etableres noen ordning for forhåndsgodkjenning hos Kredittilsynet eller børsen med hensyn til om vilkårene for utsatt offentliggjøring er tilstede. Kredittilsynet antar at en presisering i forskriften om at utsatt offentliggjøring skjer på eget ansvar, ikke er nødvendig. I den grad foretaket velger å utsette offentliggjøring og det i etterkant viser seg at vurderingen ikke var korrekt, vil dette kunne få konsekvenser for foretaket, jf. børsf. kapittel 25 og vphl § 12-1 nytt fjerde ledd."*

Tilsvarende er påpekt overfor selskapene i børs sirkulære 3/2005 for så vidt gjelder selskaper som underretter børsen frivillig.<sup>2</sup> Ansvarsdelingen mellom børsen og foretakene skal derfor ikke forrykkes med en slik meldeplikt.

Økokrim nevner også at en meldeplikt etter all sannsynlighet medfører økte kostnader for børsen. Børsen er oppmerksom på at en meldeplikt kan medføre økt mengde meldinger å håndtere, men ønsker å prioritere de tiltak som gir størst effektivitet for markedskvaliteten. Som påpekt ovenfor mener vi en slik meldeplikt vil være et slikt

<sup>1</sup> Norex-alliansen består av Stockholmsbørsen, Københavns Fondsbørs, Helsinkibørsen, Iceland Stock Exchange, Oslo Børs samt børsene i Baltikum.

<sup>2</sup> Se pkt 3.6.2. Sirkulæret finnes på <http://www.oslobors.no/ob/sirkulaere2>

tiltak, jf også vår høringsuttalelse. Med disse avklaringene har Økokrim ved politiadvokat Hedvig Moe opplyst at de ikke har noen innsigelser mot at det innføres meldeplikt.

Ingen andre høringsinstanser har hatt innsigelser mot den foreslåtte meldeplikten til tross for at høringsnotatet uttrykkelig drøfter og problematiserer om direktivets mulighet til å innføre meldeplikt skal brukes eller ikke. Disse høringsinstansene må derfor antas å støtte forslaget eller ikke ha noen oppfatning av det. Norges Fondsmeglerforbund og Finansnæringens Hovedorganisasjon/Sparebankforeningen har kommentert at meldeplikten bør kunne oppfylles ved muntlig underretning. For Oslo Børs vil en muntlig underretning kunne fylle hovedformålet. Om det innføres en underretningsplikt uten skriftlighetskrav anbefales tilsvarende endring gjort for obligasjoner, jf forskriften § 10-3.

Forebyggelse av innsidehandel er en så viktig del av børsens strategi og tilsynsvirksomhet at vi i påvente av en avklaring fra Finansdepartementet har anbefalt selskapene å ta kontakt med børsen dersom de utsetter offentliggjøring selv om det ikke er noen slik plikt. Børsen er i ferd med å fastsette egne utstederregler i henhold til børsloven § 5-1 tredje ledd og vil vurdere å innføre en meldeplikt der slik det er gjort i Sverige. Inntil videre avventer vi imidlertid departementets tilbakemelding.

Oslo Børs ser at det kan være uheldig å endre en nylig fastsatt forskrift uten å ha høstet erfaringer med den nye regelen. Etter vår vurdering vil imidlertid de negative konsekvensene av ikke innføre en slik meldeplikt i nær sammenheng med innføringen av det nye informasjonspliktregimet, være så stor at man likevel bør gjøre endringen så raskt som mulig. Ikke minst bør det være ønskelig for selskapene å få dette innarbeidet samtidig med at de etablerer nye rutiner for oppfølging av informasjonsplikten. Når innsigelsene fra høringsrunden viser seg å ha begrenset relevans, er det etter vår oppfatning liten grunn til å risikere tap av markedstillit som det kan ta lang tid å bygge opp igjen, mens man prøver ut den nye regelen. Vi vil derfor sette stor pris på en rask saksbehandling fra departementet.

Ta gjerne kontakt dersom det er spørsmål eller behov for avklaringer.

[Merk: Finansdepartementet har ikke innført underrettelsesplikt for aksjer, men fjernet denne for obligasjoner, se børssirkulære nr. 5/2005. Børsen har innført underrettelsesplikt i børsreglenes 3.2.1 (aksjer) og 3.2.2.1 (obligasjoner).]

### **5.1.3 Nye børsregler (børssirkulære nr. 7/2005)**

## **5.2 INFORMASJONSPLIKT**

### **5.2.1 MediCult A/S – Overtredelse av informasjonsplikten (børsstyresak av 15.02.2005)**

#### **Innledning**

Saken gjelder spørsmål om MediCult A/S ("MEC" eller "selskapet") har brutt informasjonsplikten i børsforskriften § 5-2 første ledd. Mandag den 22. november 2004 sendte The Federal Drug Administration ("FDA") en såkalt 510k godkjennelse av produktet In Vitro Maturation ("IVM") til selskapets FDA agent, som videresendte godkjennelsen til selskapet den 23. november 2004. Informasjon vedrørende godkjennelsen av IVM ble først distribuert i børsens informasjonssystem 25. november 2004 kl. 09.50

#### **Kort om selskapet**

MEC er leverandør av et omfattende produktspekter knyttet til teknikker for prøverørsbefruktning. Selskapet forsker også på cellekulturmedier for mer effektiv utvikling av levende celler, og for benyttelse til utvikling av legemidler. MECs hovedvirksomhet og kjernekompetanse består i å optimalisere og kontrollere det kjemiske og fysiske miljøet for celler som skal brukes til behandlings- eller diagnoseformål.

Selskapet startet, og har i dag sin hovedvirksomhet, innen produkter og metoder knyttet til prøverørsbefruktning. Kundebasen er sykehus som tilbyr prøverørsbefruktning over hele verden. Selskapet har en omsetning mnok på 60 pr 31. desember 2004, og en markedsverdi på ca. mnok 210 pr 28. januar 2005.

Selskapet er et dansk selskap, stiftet i 1987 og tatt opp til børsnotering i 1996.

#### Sakens bakgrunn

MEC har utviklet et nytt produkt, IVM, som forenkler prosessen ved prøverørsbefruktning. Produktet ble oversendt FDA for godkjenning, noe som er nødvendig for markedsføring i USA. En slik godkjenning innebærer samtidig en bekreftelse på at IVM tilfredsstiller de høye krav til standard hva gjelder produkt dokumentasjon på dette området. Det amerikanske markedet for kunstig befruktning regnes for det største i verden.

FDA sendte mandag 22. november 2004 et brev til MECs eksterne FDA agent vedrørende 510k godkjenning av produktet IVM. Selskapet har en agent for innmeldelse av produkter og dokumentasjon overfor FDA.

Agenten mottok brevet fra FDA den 23. november 2004 kl. 15.58 (US tid). Informasjon om godkjenningen ble, av ukjente årsaker, først oversendt agenten til MEC den 23. november 2004 kl. 23.30 (US tid) noe som tilsvarer kl. 07.30 dansk tid. I følge MEC ble faksen således først mottatt av selskapet den 24. november tidlig om morgenen. Rette vedkommende hos MEC ble først kjent med faksen om formiddagen samme dag. Grunnen til dette var at faksen ble samlet med øvrig korrespondanse og først gjennomgått utpå formiddagen. Det var ikke gitt beskjed til agenten om viktigheten av godkjenningen, og den ble derfor ikke gitt særskilt oppmerksomhet fra agentens side ved oversendelsen. Faksen var heller ikke markert på en måte som indikerte innholdet og betydningen av den, og det tok derfor tid før MEC oppfattet at det var oversendt en viktig faks.

Selskapet påbegynte utarbeidelse av en børsmelding da det ble kjent med godkjenningen. Børsmeldingen (vedlegg 1) var imidlertid først ferdigstilt og oversendt børsen torsdag 25. november 2004 kl. 09.50. Fra børsmeldingen hitsettes;

*"MediCult obtains 510k clearance in the US for its IVM® System*

*The Federal Drug Administration (FDA) has granted MediCult a 510k clearance for its In Vitro Maturation (IVM) product. The IVM® System offered by MediCult (OSE: MEC) is without the use of hormone injections. The system eliminates side effects for the woman and provides a significant reduction in treatment costs of assisted reproduction.*

*The FDA clearance will allow MediCult to actively market its IVM® System in the United States, the world`s largest market for infertility treatment.*

*Regulatory approval is a key success factor for MediCult`s IVM® System. In addition, the FDA clearance represents a*

*key milestone for any medical product going to market` says Managing Director Lars Rønn, who continues -the clearance confirms that MediCult`s IVM® System meets the highest standards of product documentation within the industry`".*

Børsen tok, via telefon, kontakt med selskapet fredag 26. november 2004, hvorpå børsen fikk opplyst at FDA sendte godkjenningen av IVM til selskapet den 22. november 2004.

I e-post av 16. desember 2004 ba Oslo Børs om en nærmere redegjørelse for hvorfor børsmeldingen ble offentliggjort først 25. november 2004 og ikke den 22. november 2004. Den 17. desember 2004 mottok børsen svar pr. e-post, hvor det fremgikk at (vedlegg 2):

"FDA har stemplet brevet den 22/11  
Agenten har modtaget det på fax fra FDA den 23/11 kl. 15.58  
Agenten har faxet det til os 23/11 kl. 23.30 dvs. vi har set faxen dagen efter den 24/11.  
Børsmeddelelse er sendt ud den 25/11."

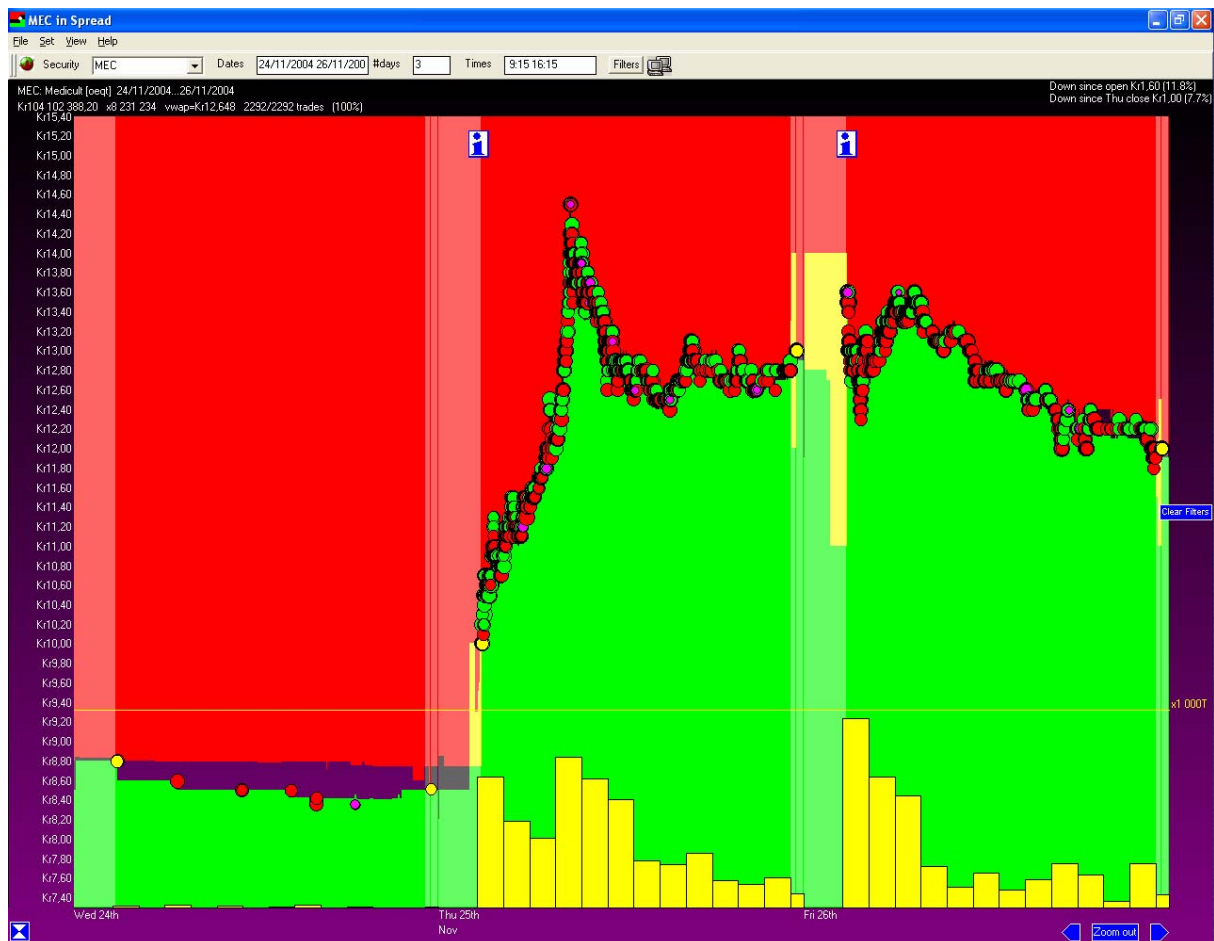
I brev av 4. januar 2005 ba børsen selskapet om en redegjørelse om hvorfor MEC ikke sendte børsmelding den 24. november 2004 før kl. 10.00 i samsvar med kravet i børsforskriften § 5 -2. Børsen mottok svar via e-post samme dag kl. 13.55 hvor det fremgikk at (vedlegg 3);

*"Fax'en blev først samlet op i dueslaget sent på formiddagen d. 24. Herefter skulle vi bruge tid til at drafte pressemeddelelse. Et vigtigt learning point fra processen er, at agenten skal informeres omkring den videre proces af en så vigtig registrering, og skal tilpasse deres handling af papirgangen derefter."*

#### Kursutvikling

Siste handel den 24. november 2004 ble foretatt i sluttauksjonen ved Oslo Børs til kurs NOK 8,51. Den 25. november 2004 kl. 09.50 sendte MEC børsmelding vedrørende godkjenningen. Selskapets åpningskurs samme dag var NOK 10.00. Frem til kl. 14.27 steg aksjen til NOK 14,5. Dette representerer en oppgang fra sluttkurs dagen før på ca 70,4 %. Sluttkurs denne dagen ble kr 13. Aksjen steg dermed ca 52,8 % den 25. desember 2004.

Det ble foretatt 13 handler i MEC den 24. november 2004. Total omsetning var NOK 290.250 fordelt på 34.000 aksjer. Dagen etterpå ble det omsatt for NOK 57 317 954,50 fordelt på 4 603.040 aksjer i MEC.



## Rettslig utgangspunkt

Det rettslige utgangspunkt for utstederselskapenes informasjonsplikt fremgår av børsloven § 5-7 første ledd:

*"Etter nærmere regler fastsatt av departementet skal utstederen av omsettelige verdipapirer offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene, og sende slike opplysninger til den børs der verdipapirene er notert."*

Informasjonsplikten er nærmere fastsatt i børsforskriften § 5-2 første ledd, som lyder:

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

Offentliggjøring anses som utgangspunkt skjedd "når opplysningene er mottatt av børsen og distribuert i børsens informasjonssystem", jf. børsforskriften § 23-2 første ledd, første punktum og § 5-2 tredje ledd.

## Selskapets anførsler

Selskapet har i brev datert 4. februar 2005 (vedlegg 4) utdypet de faktiske forholdene og redegjort for sin vurdering av saken. Når det gjelder spørsmålet om betydningen av godkjenningen fra FDA uttaler selskapet:

*"Innledningsvis vil vi fremholde at godkjennelsen fra FDA ble vurdert av selskapet som informasjonspliktig og meldt Oslo Børs innen børsåpning den 25. november 2004. Vi ble kjent med godkjennelsen utpå formiddagen den 24. november 2004 og satte umiddelbart i gang arbeidet med å utforme børsmelding. Vi klarte imidlertid ikke å få ferdig en melding med et innhold og en utforming som etter vår vurdering ville være veiledende for markedet før børsens stengetid samme dag. Følgelig ble børsmeldingen sendt innen børsåpning den påfølgende dag."*

Når det gjelder tiden selskapet benyttet for å utforme meldingen anføres:

*"På bakgrunn av ovennevnte er det ikke riktig når Oslo Børs anfører at det gikk "nesten en dag for å skrive meldingen". Fra vi ble kjent med godkjennelsen til børsens stengetid gikk det anslagsvis tre-fire timer. Normalt sett burde dette være rikelig med tid til å klargjøre en børsmelding. I det foreliggende tilfellet viste det seg imidlertid å bli for knapt.*

*Vi måtte først bruke tid på å vurdere innholdet i den aktuelle tillatelsen fra FDA. Opplysningenes karakter var av et utpreget faglig/teknisk karakter. Meldingen måtte derfor etter vår oppfatning formuleres på en utfyllende måte for å gjøre markedet i stand til å vurdere betydningen av FDA's godkjennelse. Den endelige meldingen synes også å vise at vi hadde foretatt relativt grundige overveielser. Av de samme grunner var det derfor selskapets vurdering at en minimumsmelding i denne situasjonen ikke var hensiktsmessig da vi fryktet at en slik melding kunne vilde mer enn å veilede markedet.*

*I ettertid kan vi se at børsen kunne og kanskje burde vært konsultert ved vurderingen av dette spørsmålet. Vi var imidlertid ikke i tvil om at vår vurdering var riktig på dette punkt, og antar som utgangspunkt at selskapet selv er nærmest til å vurdere utformingen av en børsmelding, herunder om det bør sendes en minimumsmelding, eller om dette i det konkrete tilfellet kan være egnet til å skape unødig usikkerhet og forvirring blant investorene i perioden frem til den endelige meldingen offentliggjøres. Vi mottar imidlertid gjerne nærmere veiledning fra børsen på hvilke løpende vurderinger man ønsker å bli involvert i."*

På denne bakgrunn deler ikke selskapet børsens vurdering av at meldingen ble oversendt for sent, men mener at det bør innrømmes en rimelig tid til å utforme børsmelding etter at de informasjonspliktige opplysningene er mottatt. Det anføres videre:

*"Spørsmålet blir hvorvidt et utstederselskap i en sak som den foreliggende kan innvilges tre til fire timer fra selskapet blir kjent med informasjonen til det skal ha gjennomgått informasjonen og utformet en børsmelding, eller om dette kvalifiserer for sanksjonering fra børsens side.*

*Etter vår oppfatning har Oslo Børs ikke påvist noen overtredelse av informasjonsplikten. Under enhver omstendighet vil det oss bekjent i tilfelle være den korteste oversittelsen av informasjonsplikten som har blitt sanksjonert fra Oslo Børs' side de siste årene. Etter vår oppfatning vil en sanksjonering av en melding som ikke er sendt tre til fire timer etter at den meldepliktige begivenheten kom til utsteders kunnskap være en klar innskjerping fra børsen, og unødig strengt. I den foreliggende sak synes de tidsmessige utfordringene med utformingen av børsmeldingen ikke å være tilstrekkelig hensyntatt."*

Selskapet påpeker også at det under hele prosessen hadde høy fokus på at opplysningene ikke skulle lekke til markedet før børsmeldingen var sendt. Kursutviklingen i aksjen viser at så var tilfelle. På bakgrunn av de konkrete forholdene i saken, mener selskapet at det ikke har brutt informasjonsplikten.

Børsens vurdering

Det første spørsmålet som må avgjøres er om informasjon om godkjenningen fra FDA var en "opplysning" som må antas å være "av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer". Dersom det er tilfelle, må det vurderes på hvilket tidspunkt informasjonsplikten inntrådte.

## 1. Betydningen av opplysningene

Selskapets hovedvirksomhet består i å utvikle og levere produkter knyttet til kunstig befruktning. USA er verdens største marked for kunstig befruktning. For å kunne markedsføre produkter som MEC utvikler i USA, er det påkrevet med godkjenning fra FDA. Det skjer i form av at dokumentasjon for produktet oversendes FDA og godkjenning vil deretter gis eller avslås. En slik godkjenning er dermed avgjørende for om det overholdet er mulig å tilby produktet i USA.

Selskapet beskriver selv IVM som et produkt som reduserer bivirkningene i forhold til tradisjonell prøverørsbehandling og kostnader knyttet til dette. Godkjenningen er en avgjørende suksess faktor for IVM produktet i følge børsmeldingen. IVM er dessuten knyttet til selskapets hovedvirksomhet, og vil derfor være av stor betydning for selskapet. Det må derfor antas at en godkjenning for salg og markedsføring i det marked som er det største innen området vil være kurssensitivt. MEC sier også i børsmeldingen at det vil styrke selskapets posisjon i USA og representerer en milepæl for et legemiddel som skal tilbys markedet. Av selskapets redegjørelser fremkommer også at det anser informasjon om godkjenningen til å være av en slik karakter at den utløser informasjonsplikt.

Generelt må det også antas at det forhold at et selskaps produkt knyttet til hovedvirksomheten godtas for salg i USA, som er verdens største marked for IVM produkter, er kurssensitivt. Kursutviklingen den 25. november på over 50 % indikerer også at informasjonen var kurssensitiv ettersom det ikke var andre forhold som tilsa en slik kursutvikling.

På denne bakgrunn er børsen av den oppfatning at informasjon om godkjenningen fra FDA var av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer, og således informasjonspliktig.

## 2. Tidspunkt for informasjonsplikten

Det neste spørsmålet er når informasjonsplikten inntraff. Det følger av børsforskriften § 5-2 at innformasjonsplikten inntreffer "uoppfordret og umiddelbart" dersom opplysningene er kurssensitive.

Selskapet har argumentert for at det må innrømmes rimelig tid for å utforme en børsmelding etter at de informasjonspliktige opplysningene er mottatt – i dette tilfellet tre til fire timer. I tillegg synes selskapet å mene at informasjonsplikten tidligst oppstod fra det tidspunkt det selv ble kjent med innholdet i godkjenningen fra FDA.

Det første spørsmålet er således om selskapet burde gjort seg kjent med innholdet i faksen da den ble oversendt selskapet eller om informasjonsplikten først oppsto på det senere tidspunkt da selskapet ble kjent med innholdet i faksen. Som et generelt utgangspunkt kan ikke informasjonsplikt inntre før selskapet er kjent med det informasjonspliktige forholdet, dog kan det ikke unnlate å gjøre seg kjent med eller unnlate å motta informasjon som kan være informasjonspliktig. Mellom disse ytterpunktene vil selskapet, avhengig av de konkrete omstendighetene, i større eller mindre grad selv måtte sørge for at det får nødvendig informasjon for å gi korrekt og tidsriktig informasjon til markedet.

Når det gjelder opplysninger som selskapet mottar pr. faks, må det forutsettes at et børsnotert selskap både har rutiner og prosedyrer for at både post og fakser gjennomgås



så snart som mulig etter at det er mottatt. Det er også naturlig at det er rutiner for gjennomgang av de fakser som er kommet inn i løpet av kvelden/natten. Slike rutiner er dessuten viktig for å kunne forsikre seg om at konfidensiell informasjon ikke tilflyter uvedkommende. Omgåelseshensyn tilsier også at informasjonsplikten inntreffer fra det tidspunkt selskapet kan gjøre seg kjent med informasjonen. Dette gjelder særlig i dette tilfellet hvor det var i selskapets kontrollsfære om informasjonen nådde frem til rette vedkommende for offentliggjøring til markedet. På denne bakgrunn må informasjonsplikten anses inntrådt da MEC mottok faksen fra sin agent i USA.

Det kan stilles spørsmål om informasjonsplikten inntraff allerede på det tidspunkt MECs agent ble kjent med godkjenningen. Selskapet har selv gitt uttrykk for at det burde ha orientert agenten om betydningen av godkjenningen slik at MEC kunne orienteres umiddelbart. Ettersom spørsmålet om agentens forsinkelse må identifiseres med selskapet ikke har betydning for vurderingen av om det foreligger et brudd på informasjonsplikten, behandles ikke spørsmålet nærmere.

Det neste spørsmålet er om selskapet kunne innvilges tre-fire timer for å utforme børsmelding. Det er ikke gitt noen nærmere begrunnelse for forsinkelsen utover det forhold at man trengte denne tiden ettersom godkjenningen fra FDA inneholdt flere opplysninger av teknisk og faglig karakter som var vanskelig tilgjengelig. Kravet etter børsforskriften er at opplysningene skal gis markedet "umiddelbart", noe som neppe er tilfelle når det går en halv dag for å skrive meldingen. Børsforskriften angir heller ikke at selskapet kan innrømmes lengre tid dersom opplysningene som skal meddeles markedet er kompliserte eller vanskelig tilgjengelige. Selskapet vil måtte få noe tid for å kunne utforme en korrekt og tilstrekkelig informativ melding, men tre-fire timer er under enhver omstendighet for lenge. I de tilfellene der meldingen viser seg å være svært kurssensitiv, er det dessuten særlig viktig at informasjonen komme raskt til markedet.

Dersom prosessen med å utarbeide en tilstrekkelig informativ melding er så tidkrevende som i dette tilfellet, er det naturlig at selskapet tar kontakt med børsen for å drøfte hvordan dette kunne håndteres. I så fall kunne det blitt innført børspause, alternativt burde selskapet vurdert en minimumsmelding hvor det ble informert om at man hadde mottatt godkjenning, men at nærmere beskrivelse ville meddeles markedet senere. Selskapet kan således ikke avvende offentliggjøring av informasjonspliktige opplysninger i tre til fire timer som følge av at børsmeldingen var vanskelig å utforme.

Børsen er på denne bakgrunn av den oppfatning at informasjonsplikten inntraff senest da selskapet mottok godkjenningen fra sine agenter den 24. november 2004. Ettersom børsmelding først sendt før børsåpning dagen etter kl. 9.50 foreligger et brudd på informasjonsplikten.

#### Sanksjonsspørsmålet

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

Oslo Børs finner at overtredelsen når det gjelder informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 er så alvorlig at det bør reageres med overtredelsesgebyr.

Oslo Børs har ilagt overtredelsesgebyr i flere saker av lignende karakter. I denne forbindelse vises blant annet til sak 59/01 Ocean Rig ASA (børsstyret), 19/98 Opticom (børsstyret), 1/98 Brøvig (børsklagenemden). I disse sakene er det ilagt gebyr på 2 eller 3 ganger kursnoteringsavgiften.

MEC har argumentert for at denne saken, i tilfelle overtredelsesgebyr ilegges, må representere den korteste oversittelse av informasjonsplikten. Det å ikke innvilge en frist på tre til fire timer for å utforme en børsmelding, er en klar innskjerping av tidligere praksis. Etter børsens oppfatning, er oversittelsen i denne saken på en dag – dvs. at det

legges til grunn at informasjon skulle vært gitt før børsåpning den 24. november. Ocean Rig (sak 59/01) ble ilagt et gebyr for en forsinkelse på to timer og 4 minutter. Et overtredelsesgebyr i denne saken vil således ikke representere en innskjerpelse av børsens praksis.

Ut fra en helhetsvurdering, og sett hen til tidligere praksis i lignende saker, finner Oslo Børs at overtredelsesgebyret i denne saken passende bør settes til 2 ganger kursnoteringsavgiften, hvilket til sammen utgjør kr. 220.000.

Vedtak

"Børsstyret vedtok å ilegge MediCult A/S overtredelsesgebyr tilsvarende 2 ganger årlig kursnoteringsavgift, jfr. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd.

Vedtaket kan påklages til børsklagenemden. Klagefristen er 2 – to - uker. "

### **5.2.2 PA Resoures AB – Overtredelse av informasjonsplikten (børsstyresak av 17.03.2005)**

#### 1. Innledning

Saken gjelder overtredelse av to av børsforskriftens sentrale informasjonspliktsregler. Overtredelsene knytter seg til samme transaksjon og behandles samlet.

Saken omfatter brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd som bestemmer at børsnoterte selskaper uoppfordret og umiddelbart skal gi børsen opplysninger som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer. Dernest gjelder saken brudd på børsforskriften § 5-3 som blant annet sier at ved avtale om erverv av virksomhet der enten selskapets driftsinntekter, årsresultat eller markedsverdi utgjør 15 prosent eller mer av tilsvarende tall for selskapet før ervervet, skal selskapet presentere bestemte opplysninger tilknyttet ervervet for børsen, herunder pro forma tall.

Onsdag 17. november 2004 signerte PA Resources AB ("PA") en avtale med det engelske selskapet Soco International plc ("Soco") om kjøp av 100% av aksjene i Soco Overseas. Kjøpet medførte eierskap i oljelisensen Zarat i Gabes-gulven utenfor kysten av Tunisia. Lisensen omfatter 22,22 prosent eierskap i det oljeproduserende feltet Didon. I tillegg omfatter lisensen 10 prosent eierskap i de oppdagede, men foreløpig ikke utviklede Zarat, Elyssa og El Nisr feltene. Didon-feltet er opplyst å produsere 8.900 fat olje i gjennomsnitt per dag i oktober 2004. PA's eierskap tilsvarte 1.985 fat olje i gjennomsnitt per dag i oktober 2004. Børsmelding om avtaleinngåelsen ble først offentliggjort via Oslo Børs sitt meldingssystem fredag 19. november 2004.

PA kjøpte andelene i Soco Overseas for ca. USD 20,5 millioner, med kontant oppgjør. Transaksjonen ble fullført 3. desember 2004. Kjøpet ble finansiert med USD 15,5 millioner av eksisterende kontantbeholdning, og USD 5 millioner med gjeld. Kjøpet er opplyst å ville medføre en tredobling av PAs oljeproduksjon.

Ervervet utgjorde mer enn PA's driftsinntekter for 2003, og utløste således prospektplikt etter børsforskriften kap. 19A. Proforma regnskapstall tilnyttet transaksjonen ble først offentliggjort i prospektet datert 14. februar 2005.

Soco er børsnotert på London Stock Exchange

#### 2. Kort om selskapet

PA er et svensk selskap med fokus på kjøp og utvikling av olje- og gassreserver, samt å drive prosjektering av nye reserver innen olje. Olje- og gassutvinningen er konsentrert til Nord Afrika og Tunisia. Selskapet er notert på SMB listen på Oslo Børs, men handles også på Nordic Growth Market, en autorisert markedsplass i Stockholm.

### 3. Overtredelse av børsforskriften § 5-2 første ledd

PA sendte fredag 19. november 2004 kl. 08.07 en børs melding hvor det fremkom at selskapet hadde inngått avtale med Soco angående ovennevnte kjøp. Kopi av børs meldingen er vedlagt som Bilag 1.

Børsen tok telefonisk kontakt med PA den 25. november 2004. I samtalen opplyste selskapet at kontrakten med Soco, ble signert den 17. november 2004, og at selskapene hadde utarbeidet en felles pressemelding om ervervet den 18. november 2004.

Basert på disse opplysningene sendte Oslo Børs en epost til PA den 27. desember 2004 hvor det ble bedt om en nærmere redegjørelse på hvorfor avtaleinngåelsen først ble meldt markedet den 19. november 2004, og ikke allerede den 17. november 2004 da avtalen ble signert av kompetent selskapsorgan i PA.

Svar på henvendelsen ble mottatt 29. desember 2004, se Bilag 2. Her fremkommer at det i sluttfasen av avtaleforhandlingene ble reist spørsmål om ervervet medførte prospektplikt for Soco etter London-børsens regelverk. I henhold til kjøpsavtalen skulle transaksjonen gjennomføres (closing) den 3. desember 2004. Hvis transaksjonen utløste prospektplikt, ville det etter selskapets mening ikke være mulig å overholde denne fristen. Gjennomføringstidspunktet ville i så fall først bli i 2005. Siden spørsmålet ble diskutert etter London-børsens stengetid den 17. november 2004, konkluderte partene foreløpig med at transaksjonen var prospektpliktig, men at dette måtte verifiseres påfølgende dag.

Følgende gjengis fra brevet fra PA datert 29. desember 2004:

*"Mot bakgrund av ovanstående kan bolaget inte se att man i något avseende brutit mot informationsplikten. Hade det krävts prospekt/godkännande för SOCO's försäljning av tillgångarna hade affären inte genomförts under 2004 eller kanske inte alls blivit genomförd och bolaget kan inte se sig skyldig att upplysa om affärer som av olika skäl inte kunnat genomföras."*

Oslo Børs ønsket å se prospektforbeholdene som PA refererte til. På forespørsel ble derfor kopi avtalen sendt børsen den 4. januar 2005. Børsen kunne imidlertid ikke lese ut av avtaleteksten at det var tatt forbehold for prospektplikt. Heller ikke annen skriftlig dokumentasjon på slike forbehold kunne selskapet fremlegge. Kopi av avtalen er vedlagt som Bilag 3.

Børsen tok derfor på nytt kontakt med PA, og forklarte at det ikke var funnet noen forbehold med hensyn til prospektutarbeidelse i dokumentasjonen som var oversendt børsen. Selskapet forklarte da at forbeholdet kunne leses ut av avtalebestemmelsen om "closing", jfr. pkt. 5 i avtalen. Avtalt "closing" skulle i henhold til denne klausulen finne sted senest 3. desember 2004 dersom avtalte "conditions", jfr. avtalens pkt. 4 var møtt. Noen prospektforbehold fremkommer ikke her. Dersom prospekt måtte utarbeides, ville det imidlertid i henhold til selskapet være umulig med "closing" innen 3. desember 2004. Prospektforbeholdet skulle således implisitt kunne tolkes ut av denne bestemmelsen.

### 4. Overtredelse av børsforskriften § 5-3

Børsen var ikke kjent med Soco-transaksjonen før det ble sendt børs melding om denne 19. november 2004. Børsen kontaktet derfor "Rådgiver" som var selskapets rådgivere i transaksjonen med spørsmål om transaksjonen ville bli omhandlet i et allerede mottatt

emisjonsprospekt som børsen holdt på å kontrollere for PA. Svaret var at Soco-transaksjonen utløste selvstendig prospektplikt, og ville derfor bli utførlig behandlet i et eget prospekt. Noe informasjon kunne imidlertid inntas i emisjonsprospektet, men ikke proforma-tall siden de ikke var ferdig utarbeidet. Børsen understreket at uavhengig av prospektplikten, måtte børsmelding etter børsforskriften § 5-3 utarbeides så raskt som mulig, herunder måtte pro forma-tall offentliggjøres. "Rådgiver" opplyste at dette ville bli gjort. Tilrettelegger kunne imidlertid ikke si eksakt når pro forma-tall kunne foreligge uten først å ha rådført seg med revisor, men sa at "i løpet av et par uker bør dette kunne være på plass."

Verken prospektutkast eller børsmelding med pro forma tall ble sendt børsen innen 2 uker. Den 19. januar 2005 kontaktet børsen selskapet pr epost med spørsmål om børsmelding med pro forma tall og prospektutkast snart kunne forventes, se Bilag 4. Følgende svar fra PA ble mottatt per email den 21. januar 2005 (Bilag 4):

*"Det refereres til telefonsamtale sist tirsdag og deres mail. Vi kan informere at et utkast til prospekt vil bli oversendt til Oslo Børs i løpet av neste uke."*

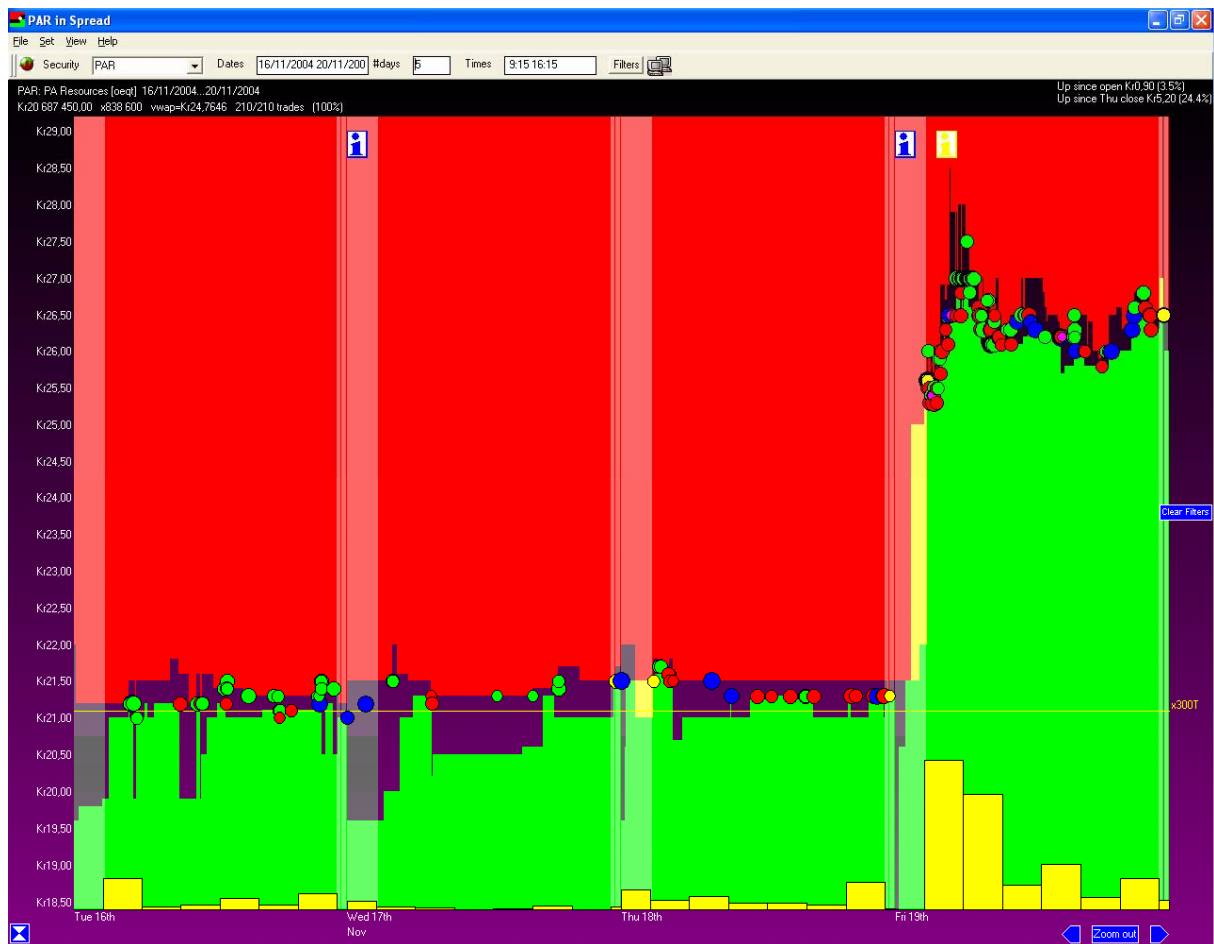
Børsen mottok utkast til prospekt den 1. februar 2005. Dette ble kontrollert og deretter offentliggjort den 14. februar 2005. Børsmelding med pro forma-tall tilknyttet Soco transaksjonen ble aldri sendt.

#### 5. Kursutvikling etter offentliggjøring av Soco-transaksjonen

Sluttkurs for PA den 18. november 2004 var NOK 21,30. Den 19. november 2004 Kl. 08.07 sendte PA børsmelding vedrørende avtalen med Soco. Selskapets aksjer ble deretter omsatt for NOK 25,60 i børsens åpningsauksjon. Sluttkursen den 19. november var på NOK 26,50. Kursoppgangen denne dagen var således på ca. 24,4%.

Den 18. november 2004 ble det gjennom børsens handelssystem utført 27 handler i PA. Det ble omsatt PA-aksjer for NOK 2.772.150 fordelt på 129.500 aksjer. Den 19. november 2004 ble omsatt PA-aksjer for NOK 15.161.700 fordelt på 579.600 aksjer gjennom børsens handelssystem.

Figuren nedenfor viser kursoppgangen i PA etter at Soco-transaksjonen ble gjort kjent for markedet.



## 6. Rettslig utgangspunkt

Børsloven § 5-7 første ledd har følgende bestemmelse om børsnoterte selskapers informasjonsplikt:

*"Etter nærmere regler fastsatt av departementet skal utstederen av omsettelige verdipapirer offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene, og sende slike opplysninger til den børs der verdipapirene er notert."*

Nærmere regler om informasjonspliktens innhold følger av børsforskriftens kapittel 5 og 6. Den generelle hovedregelen om informasjonspliktens innhold er gitt i børsforskriften § 5-2 første ledd første punktum hvor det heter:

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

Børsforskriften § 5-2 første ledd suppleres av børsforskriften § 5-3 som blant annet kommer til anvendelse ved større erverv det børsnoterte selskapet foretar. Bestemmelsen lyder:

*"Ved avtale om erverv eller avhendelse av virksomhet der enten selskapets driftsinntekter, årsresultat eller markedsverdi utgjør 15 prosent eller mer av tilsvarende tall for selskapet før ervervet eller avhendelsen, skal selskapet i tillegg til å gi opplysninger som nevnt i § 5-2 gi børsen de opplysninger som er nevnt i tredje ledd. Det samme gjelder ved erverv eller avhendelse av eiendeler hvor vederlaget utgjør 15 prosent eller mer av den balanseførte verdien av selskapets"*

*samlede eiendeler før ervervet eller avhendelsen. Utgjør ervervet eller avhendelsen mellom 5 og 15 prosent skal selskapet i tillegg til å gi opplysninger etter § 5-2 gi børsen de opplysningene som er nevnt i tredje ledd nr. 1 og 2.*

*Første ledd gjelder tilsvarende ved avtale om fusjon eller fisjon.*

*Det skal gis opplysninger om:*

- 1 Kjøpesum/salgssum*
- 2 Oppgjørsform, finansiering og spesielle forbehold eller betingelser.*
- 3 Resultatposter og balanseposter for den ervervede/avhendede virksomheten siste to regnskapsår samt siste avlagte delårsregnskap. Ved erverv eller avhendelser presenteres proformatall for siste avlagte delårsperiode og siste regnskapsår, dersom slik informasjon er vesentlig for forståelsen av den fremtidige virksomheten. Spesifikasjonsgraden bør være på samme nivå som for delårsrapportering i henhold til god regnskapsskikk og det skal opplyses om hvilke regnskapsprinsipper som er lagt til grunn. Dersom ervervet skal regnskapsføres til balanseførte verdier skal det utarbeides en oppstilling som omfatter to års balansetall og resultatregnskapstall for den samlede virksomhet. Hvis selskapet har konkrete planer om å avhende vesentlige deler av den ervervede virksomheten, bør det i tillegg gis proformatall for den del av virksomheten som er planlagt videreført*
- 4 Beskrivelse av virksomheten eller eiendelen og forventede synergieffekter i den utstrekning det kan anses viktig for å bedømme ervervet eller avhendelsen, motiv for ervervet eller avhendelsen, antall ansatte, produksjonsanleggs beliggenhet og eventuelle strategiske effekter for selskapet.*
- 5 Vesentlige eiendeler eller forpliktelser som ikke fremgår av den ervervede virksomhets balanse.*
- 6 Beskrivelse av særlige forhold som kan ha påvirket historiske regnskaper for den ervervede virksomheten og angivelse av effekten.*
- 7 Angivelse av avtaler i forbindelse med ervervet til fordel for selskapets ledende ansatte eller styremedlemmer eller for ledende ansatte eller styremedlemmer i den virksomheten som erverves. Angivelsen skal omfatte både inngåtte og forventede avtaler.*

*Børsen kan frita helt eller delvis fra opplysningsplikten etter denne bestemmelsen når de opplysninger som skal gis ikke antas å ha betydning for vurderingen av de børsnoterte aksjene.*

*Opplysningene skal gis uoppfordret og umiddelbart til børsen og offentliggjøres i henhold til § 23-2. Dersom selskapet i forbindelse med offentliggjøringen ikke har alle de nevnte opplysningene tilgjengelig, skal de manglende opplysningene gis uten ugrunnet opphold. "*

## **7. Selskapets merknader**

Selskapet har ved brev av 1. mars 2005 mottatt børsens varsel om illeggelse av overtredelsesgebyr. Selskapet har ved brev av 7. mars 2005 rettidig kommentert børsens oversendelse. Kopi av brevet er vedlagt som Bilag 5.

Når det gjelder overtredelsen av børsforskriften § 5-2 første ledd har selskapet i hovedsak anført at bindende avtale først forelå den 18. november 2004 kl. 17.00, som var det tidspunktet hvor Soco ga PA beskjed om at det ikke krevdes prospekt for transaksjonen eller "extra bolagsstämman". Først på dette tidspunktet var avtalen i henhold til PA

bindende mellom partene. PA kan derfor ikke forstå at selskapet hadde noen plikt til å informere markedet på et tidligere tidspunkt.

Når det gjelder overtredelsen av børsforskriften § 5-3, har selskapet anført at kravet om pro forma tall må vurderes i forhold den type virksomhet det er snakk om. Når det gjelder oljevirkosomhet er historiske tall av mindre interesse. Det er hva man i fremtiden tror vil bli produsert av selskapet som er interessant. Selskapet erkjenner imidlertid at det drøyde innen pro forma tall ble offentliggjort, men mener det må hensyntas at markedet ikke kan sies å ha lidd noen skade ved dette, samtidig som transaksjonen skjedde like før jul og nyttår hvor mange av de ansatte hadde juleferie.

## 8. Børsens vurdering

### 8.1 Spørsmålet om selskapet har brutt børsforskriften § 5-2 første ledd

Børsen bemerker at overholdelse av informasjonsplikten kan være av stor betydning for riktig prising av børsnoterte aksjer. Inngåelse eller bortfall av økonomisk eller strategisk viktige avtaler vil normalt bli priset inn i aksjekursen straks informasjonen gjøres kjent for markedet. Mottar således ikke markedet rettidig informasjon om kurssensitive forhold, vil det normalt oppstå en periode med feilprising, samtidig som det vil foreligge en lekkasjefare frem til offentliggjøring.

Som det fremkommer av bestemmelsen i børsforskriften § 5-2 første ledd, skal børsnoterte selskaper uoppfordret og umiddelbart gi børsen opplysninger som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer.

#### Spørsmålet om forholdet var informasjonspliktig

PA's kjøp av Soco Overseas medførte eierskap i oljelisensen Zarat i Gabes-gulven utenfor kysten av Tunisia. Lisensen omfatter 22,22 prosent eierskap i det oljeproduiserende feltet Didon. I tillegg omfatter lisensen 10 prosent eierskap i de oppdagede, men foreløpig ikke utviklede Zarat, Elyssa og El Nisr feltene. Didon feltet er opplyst å produsere 8.900 fat olje i gjennomsnitt per dag i oktober 2004. PA sitt eierskap tilsvarte 1.985 fat olje i gjennomsnitt per dag i oktober 2004. Kjøpet skal i henhold til selskapet medføre en tredobling av PAs oljeproduksjon. At avtalen måtte antas å ha stor betydning for kursen på PAs aksjer kan det således være lite tvil om. Denne oppfatning støttes også av det faktum at kursen på PA-aksjen steg med ca. 24,4% etter at opplysninger om avtaleinngåelsen ble offentliggjort. Selskapet synes ikke å bestride at forholdet er informasjonspliktig. PA er imidlertid av den oppfatning at informasjonsplikten først inntrådte den 19. november 2004 etter at prospektpliktsspørsmålet var avklart, og endelig avtale kunne sies å være på plass.

#### Tidspunktet for informasjonspliktens inntreden

Etter børsforskriften § 5-2 er ikke styregodkjennelse en nødvendig betingelse for at informasjonsplikt skal inntreffe for selskapet. Det er tilstrekkelig at kontraktsforhandlingene har kommet så langt at forholdet må antas å ha ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer. Børsklagenemnden har i sak 2/97 (Vital-saken) til og med uttalt at det normalt er tilstrekkelig at det foreligger en "realistisk mulighet" for at det informasjonspliktige forholdet skal inntreffe. Børsen har i overtredelsessaker lagt til grunn som betingelse en noe større grad av sannsynlighet. Hvor mye som skal til i det enkelte tilfelle før informasjonsplikt inntreffer må avgjøres konkret, hvor blant annet forholdets antatte betydning for kursen på selskapets aksjer må tillegges vekt. Er det overveiende sannsynlig at et forhold som må antas å ha stor betydning for kursen på selskapets aksjer skal inntreffe, det vil si at det er mer sannsynlig at det vil inntreffe enn ikke, vil normalt informasjonsplikt alltid foreligge.

Basert på den dokumentasjon Oslo Børs har mottatt fra selskapet, kan børsen ikke se at avtalen er gjort betinget av spørsmålet om prospektplikt. Dette får uansett ikke avgjørende betydning for informasjonspliktsspørsmålet. Etter børsens oppfatning fremstod det som overveiende sannsynlig at transaksjonen ville bli gjennomført senest på tidspunktet hvor kjøpsavtalen ble godkjent av styret i PA den 17. november 2004. Dette tidspunktet må således senest kunne legges til grunn for informasjonspliktens inntreden. Selv om det skal være prospektforbehold ved styregodkjennelsen av avtalen, ville et slikt forbehold, som beskrevet for børsen, med sannsynlighet kun medføre en forskyvning av avtalens gjennomføringstidspunkt, eventuelt med tillegg av et prisavslag tilsvarende prospektkostnadene. Dette er ikke tilstrekkelig for å si at avtaleinngåelsen ikke var kurssensitiv i henhold til børsforskriften § 5-2 første ledd.

Basert på ovennevnte er børsen kommet til at PA skulle ha informert børsen om avtalen med Soco senest før kl. 10.00 norsk tid den 18. november 2004.

## 8.2 Spørsmålet om selskapet har brutt børsforskriften § 5-3

### Spørsmålet om forholdet var informasjonspliktig

Det følger av børsforskriften § 5-3 femte ledd at opplysninger i henhold til bestemmelsen skal gis "uoppfordret og umiddelbart". Dersom selskapet ikke har alle de nevnte opplysningene tilgjengelig, skal de manglende opplysningene gis "uten ugrunnet opphold". Begrunnelsen for regelen som er inspirert av lignende regler ved Londonbørsen, var at markedet etterspurte mer detaljert, presis og standardisert informasjon ved større virksomhetserverv m.v., jfr. Børssirkulære nr. 6/99.

At selskapet allerede har sendt minimumsmelding etter børsforskriften § 5-2 første ledd, fritar ikke for plikten til å sende børs melding etter børsforskriften § 5-3 dersom forholdet faller innenfor bestemmelsens rekkevidde. Dette fremkommer eksplisitt i bestemmelsens første ledd hvor det står at selskapet skal "*i tillegg til å gi opplysninger som nevnt i § 5-2 gi børsen de opplysninger som er nevnt i tredje ledd.*" At transaksjonen er så stor at den utløser selvstendig prospektplikt etter børsforskriften kap. 19A endrer heller ikke dette.

Soco-transaksjonen utgjorde mer enn PA's driftsinntekter for 2003. Børsen er derfor av den oppfatning at PA skulle sendt børs melding etter børsforskriften § 5-3. Dette ble også meddelt selskapet og dets rådgivere flere ganger. Disse aksepterte at forholdet var informasjonspliktig etter nevnte bestemmelse.

Spørsmålet etter dette er derfor om det var tilstrekkelig at pro forma-tall tilknyttet transaksjonen, først ble offentliggjort i prospektet datert 14. februar 2005.

### Spørsmålet om informasjonen ble gitt innenfor børsforskriftens frist

Det er ikke uvanlig at alle opplysninger i henhold til børsforskriften § 5-3 ikke foreligger umiddelbart ved avtale om erverv m.v. som faller innunder børsforskriften § 5-3. Ofte må pro forma tall utarbeides før de kan presenteres. Dette må i så fall skje uten ugrunnet opphold. Hva som ligger i "*ugrunnet opphold*" har børsen ikke eksplisitt tatt stilling til tidligere. Trolig kan spørsmålet avhenge av transaksjonens størrelse og kompleksitet hvor raskt man har tilgang på nødvendig materiale, typisk regnskapstall. Ofte vil man ha dette forut for avtaleinngåelsen. Dertil kommer den tid det tar å utarbeide materialet.

PA offentliggjorde ikke pro forma-tall i tilknytning til Soco-transaksjonen før prospektet ble offentliggjort 14. februar 2005. Det gikk således ca. 2,5 måneder fra transaksjonen ble gjennomført og til markedet fikk alle opplysningene det har krav på etter børsforskriften. Etter børsens mening er dette langt over det akseptable. Det bemerkes at pro forma tall heller ikke ble offentliggjort ved børs melding etter at tallene var utarbeidet. Selskapet ventet med offentliggjøring inntil prospektet forelå.



Basert på ovennevnte er børsen av den oppfatning at PA i tilknytning til Soco-transaksjonen har opptrådt i strid med børsforskriften § 5-3 ved at selskapet uten ugrunnet opphold etter gjennomføringen lot være å sende børsmelding med de innholdskrav som følger av bestemmelsens tredje ledd pkt. 3 (pro forma tall).

#### 9. Sanksjonsspørsmålet

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

Oslo Børs finner at overtredelsene av børsforskriften § 5-2 første ledd og børsforskriften § 5-3 hver for seg er såpass alvorlige at de uavhengig av hverandre ville ført til illeggelse av overtredelsesgebyr.

Når det gjelder børsforskriften § 5-2 første ledd har Oslo Børs har ilagt overtredelsesgebyr i flere saker av lignende karakter. I denne forbindelse vises blant annet til sak 59/01 Ocean Rig ASA hvor børsstyret ila Ocean Rig et overtredelsesgebyr på 2 ganger årlig kursnoteringsavgift. I denne saken inngikk Ocean Rig en større avtale på en lørdag. Avtaleinngåelsen ble imidlertid først meldt i børsens meldingssystem den etterfølgende mandag kl. 12.04, noe som medførte en kursoppgang på ca 11 prosent målt etter sluttkurs den dagen. I sak 19/98 Opticom ila børsstyret selskapet et overtredelsesgebyr på 3 ganger årlig kursnoteringsavgift. Opticom inngikk en større utviklingsavtale den 24. september 1997. Avtaleinngåelsen ble først meldt i børsens meldingssystem den 7. oktober 1997. Børsstyret la i vurderingen vekt på at avtalen var av stor betydning for kursen på selskapets aksjer.

Når det gjelder børsforskriften § 5-3 finnes det ingen tilsvarende børspraksis. Børsen er imidlertid av den oppfatning at pro forma tall tilknyttet en såpass stor og viktig transaksjon for selskapet som i denne saken, burde ha vært meddelt markedet på et betydelig tidligere tidspunkt. At selskapet i hovedsak estimerer sine inntekter basert på forventet fremtidig kontantstrøm, og derfor mener at slike tall er av mindre betydning for markedet, er etter børsens mening ikke et formildende moment. Plikten til å utarbeide pro forma tall er absolutt så lenge fritak ikke er innvilget av børsen etter børsforskriften § 5-3 fjerde ledd, noe som ikke er tilfelle i denne saken. Oversittelsens lengde må således ilegges selvstendig betydning og vekt ved utmålingen av det samlede gebyrets størrelse.

Ut fra en helhetsvurdering, og sett hen til tidligere praksis i forhold til børsforskriften § 5-2 første ledd, finner Oslo Børs at overtredelsesgebyret i denne saken passende bør settes til 3 ganger årlig kursnoteringsavgift, hvilket til sammen utgjør kr. 330.000.

#### 10. Vedtak

Børsstyret vedtok å ilegge PA Resources AB overtredelsesgebyr tilsvarende 3 ganger årlig kursnoteringsavgift, jfr. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd og børsforskriften § 5-3.

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

### **5.2.3 PhotoCure ASA – Overtredelse av informasjonsplikten (børsstyresak av 17.03.2005)**

#### 1. Innledning

Saken gjelder spørsmål om PhotoCure ASA ("PHO" eller selskapet) har brutt informasjonsplikten i børsforskriften § 5-2 første ledd. PHO mottok en telefaks fredag den 3. desember 2004 om natten fra The Federal Drug Administration ("FDA") om at

foreliggende dokumentasjon ikke var tilstrekkelig for godkjenning av produktet Metvix for behandling av hudkreft (BCC) i USA. Informasjonen om FDA's vurdering ble først offentliggjort av selskapet gjennom børsen sitt meldingssystem kl. 11.23 samme dag.

## 2. Kort om selskapet

PHO er et norsk farmasøytisk selskap som utvikler og markedsfører legemidler og medisinsk utstyr for behandling og diagnose av kreft og forstadier til kreft. Selskapet utvikler produkter for behandling av flere typer innvendig kreft, hudkreft og andre hudsykdommer.

PHO hadde i 2004 en omsetning på MNOK 82,4 og selskapets aksjer hadde en markedsverdi på ca MNOK 598 per 28. februar 2005.

Selskapet ble stiftet i 1993 og har vært notert på Oslo Børs siden mai 2000.

## 3. Sakens bakgrunn

PHO har utviklet en ny type hudkreftbehandling som kombinerer lokal påføring av krem (Metvix), som selektivt tas opp i cellene, og påfølgende belysning med rødt lys for å aktivere virkestoffet. I februar 2003 sendte PHO børs melding om at søknad om godkjenning av Metvix for behandling av hudkreft (BCC) var sendt til legemiddelmyndighetene i USA (FDA) (Vedlegg 1). Selskapet uttalte i den forbindelse at:

*"ferdigstillelsen av søknaden for behandling av BCC er svært viktig for PhotoCure, ettersom USA er et av de største markedene i verden med rundt en million nye tilfeller av BCC hvert år."*

Den 11. september 2003 sendte PHO børs melding om at Metvix var evaluert av FDA's rådgivnings komité og at komiteen på dette tidspunkt ikke kunne anbefale godkjenning av Metvix for hudkreft (Vedlegg 2). Videre fremgikk det blant annet av meldingen at:

*"En endelig beslutning angående PhotoCures søknad for Metvix® for behandling av BCC er ventet så snart FDA har foretatt en videre evaluering av de uforpliktende anbefalingene fra rådgivningskomiteen."*

Den 4. desember 2003 sendte PHO børs melding om at Metvix var vurdert av FDA for behandling av hudkreft (Vedlegg 3). Her fremgikk blant annet følgende:

*"Amerikanske legemiddelmyndigheter (Food and Drug Administration, FDA) har vurdert PhotoCures registrerings søknad for Metvix® (metylaminolevulinat) for behandling av hudkreft (primær nodulær basalcellekarsinom, BCC) og konkluderer, på linje med anbefalingen fra rådgivningskomiteen (se børs melding 11. september 2003), at ytterligere data er nødvendig før Metvix® kan godkjennes for denne indikasjonen."*

*PhotoCure er bedt om å besvare visse spørsmål og er tilbudt et møte med FDA om hvorledes finne en løsning på denne situasjonen som har oppstått."*

PHO har i første, andre og tredjekvartals rapportering i 2004 informert at selskapet fortsatt er i dialog med FDA. Den 3. desember 2004 kl 11.23 ble børs melding fra PHO vedrørende FDA's vurdering av Metvix for behandling av hudkreft offentliggjort (Vedlegg 4). Fra børs meldingen siteres det:

*"Food and Drug Administration (FDA) i USA har nå vurdert PhotoCures tilleggsdokumentasjon, som ble innsendt i juni 2004, til registrerings søknaden for Metvix®"*

*(metylaminolevulinat) for behandling av hudkreft (BCC). FDA konkluderer med at de foreliggende data ikke er tilstrekkelig for godkjenning av den foreslåtte indikasjonen (BCC).*

*PhotoCure vurderer nå forskjellige alternativer for å møte kravene beskrevet av FDA. Blant disse er nye kliniske fase 3 studier som kan ta opptil 2 år. De ulike alternativene vil bli diskutert med FDA.*

*FDA har tidligere vurdert Metvix for behandling av forstadier til hudkreft (AK), og markedsføringstillatelse i USA ble utstedt i juli 2004. Det godkjente navnet for Metvix i USA er Metvixia(TM).*

*Vidar Hansson kommenterer: `Jeg er overrasket og skuffet over FDAs beslutning. Vi har en sterk tro på at våre vitenskapelige data støtter vår søknad og ser frem til å forbedre vår dokumentasjon i samarbeid med FDA`."*

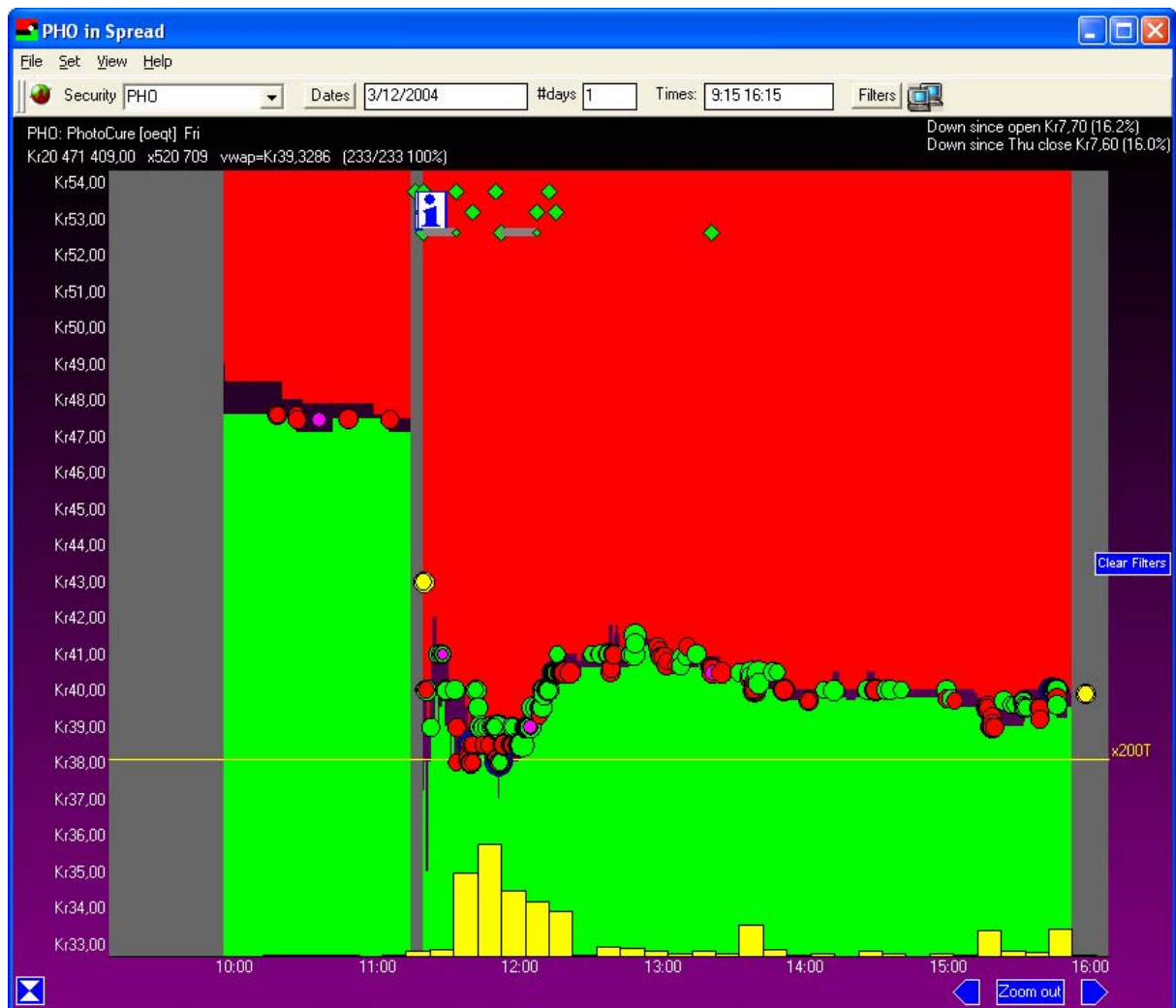
Børsen tok som ledd i en rutinemessig undersøkelse om overholdelse av informasjonsplikten kontakt med selskapet den 21. desember 2004 via e-mail og ba om en redegjørelse for når selskapet mottok FDA's vurdering. Den 22. desember mottok børsen selskapets tilbakemelding (Vedlegg 5). Herfra siteres følgende:

*"PhotoCure ventet en tilbakemelding fra de amerikanske helsemyndighetene (FDA) om ettermiddagen 3. desember 2004. Imidlertid kom denne meldingen på fax natten før til PhotoCure. Vi fikk derfor meldingen da vi kom på kontoret den 3. desember 2004. Vi brukte da kort tid på å lese og gjennomgå brevet fra FDA samt ferdigstille børsmeldingen som ble sendt ut umiddelbart."*

#### 4. Kursutvikling

Siste handel før offentliggjøringen av meldingen den 3. desember skjedde kl. 11.13 og ble gjennomført til en kurs på kr 47,70. Kl 11.23 ble børsmeldingen offentliggjort og børs-pausen ble opphevet kl. 11.25. Kursen i auksjonen som ble gjennomført etter børs-pausen var kr 43,00. Kursen falt deretter videre til kr 38,00 før den steg litt igjen. Sluttkurs den 3. desember var kr 39,90. Aksjen falt dermed ca 16,4 % denne dagen etter offentliggjøring av meldingen.

Det ble foretatt 233 handler den 3. desember 2004. Total omsetning var NOK 20.471.409 fordelt på 520.709 aksjer i PHO. Dagen før ble det foretatt 52 handler, og total omsetning var NOK 3.925.844 fordelt på 81.891 aksjer.



## 5. Rettslig utgangspunkt

Børsloven § 5-7 første ledd har følgende bestemmelse om børsnoterte selskapers informasjonsplikt:

*"Etter nærmere regler fastsatt av departementet skal utstederen av omsettelige verdipapirer offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av verdipapirene, og sende slike opplysninger til den børs der verdipapirene er notert."*

Nærmere regler om informasjonspliktens innhold følger av børsforskriftens kapittel 5 og 6. Den generelle hovedregelen om informasjonspliktens innhold er gitt i børsforskriften § 5-2 første ledd første punktum hvor det heter:

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

Etter børsforskriften § 23-2 første ledd skal opplysninger som nevnt i § 5-2 offentliggjøres i børsens informasjonssystem. Før opplysningene er offentliggjort på denne måte skal selskapet sørge for at ingen uvedkommende får tilgang på disse. Dette følger av børsforskriften § 5-1 første ledd:

*"Selskapet skal sørge for at ingen uvedkommende får tilgang til opplysninger som omfattes av kap. 5 og 6 før slike opplysninger er offentliggjort i henhold til § 23-2"*

## 6. Selskapets anførsler

Selskapet har ved brev av 1. mars 2005 mottatt børsens varsel om illeggelse av overtredelsesgebyr. Selskapet har i brev av 8. mars 2005 rettidig kommentert børsens oversendelse. Kopi av brevet med bilag er vedlagt som Vedlegg 6.

Selskapet bestrider ikke at forholdet var informasjonspliktig. PHO er imidlertid av den oppfatning at børsmelding ble sendt rettidig og at det således ikke foreligger brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd.

Etter PHOs oppfatning kunne selskapet rettmessig bruke tiden frem til kl. 11.23 på å utforme og distribuere børsmeldingen. Dette er særlig basert på følgende forhold:

- i. Det har tidligere vært akseptert fra børsens side at et selskap kan trenge en viss tid til å utforme børsmeldinger. Kravet i børsforskriften § 5-2 første ledd til å informere "umiddelbart" har i henhold til PHO blitt tolket og praktisert slik at det er et krav om å informere "uten ugrunnet opphold", men hvor i utgangspunktet alt annet enn praktiske forhold rundt utarbeidelse og oversendelse av meldingen anses som ugrunnet. Børsen har i sin avgjørelse av 15. februar 2005 om MediCult A/S uttalt at en neppe kan anses å ha gitt opplysninger "umiddelbart" når det går en halv dag til å skrive børsmeldingen. I nærværende sak er det brukt betydelig kortere tid enn en halv dag på å utarbeide børsmeldingen.
- ii. I denne saken er det kun praktiske forhold knyttet til utarbeidelse og distribusjon av meldingen som medførte at markedet først ble informert kl. 11.23 og ikke forut for børsåpning. Fra det tidspunktet PHO ble kjent med brevet fra FDA og frem til kl. 11.23 arbeidet ledelsen i selskapet utelukkende med å gjennomgå innholdet i brevet fra FDA og å ferdigstille en adekvat børsmelding til markedet.
- iii. PHO hadde ikke mottatt noen signaler fra FDA på forhånd om hva FDAs konklusjon ville være, kun enkelte spørsmål vedrørende den innsendte tilleggsdokumentasjonen. Selskapet er derfor av den oppfatning at det var umulig å lage noe fullstendig utkast til børsmelding før en hadde gjennomgått brevet fra FDA.
- iv. Når det skal vurderes om PHO rettmessig kunne bruke tiden frem til kl. 11.23 med å informere markedet, må det også tas hensyn til kompleksiteten i de forhold som det skulle informeres om.
- v. Børsen har bemerket at børsmeldingen, utover standardteksten, kun var på fire korte avsnitt. Selskapet mener at en ikke utelukkende kan se på lengden på børsmeldingen slik den til slutt blir seende ut når en skal vurdere om meldingen er inngitt rettidig. Ved utforming av børsmeldinger om komplekse forhold, slik som det forliggende, vil det ofte også være andre forhold enn de som omtales i den endelige versjonen av børsmeldingen som er gjenstand for vurderinger.
- vi. Selskapet mener at kursutviklingen etter offentliggjøringen av børsmeldingen den 3. desember 2004 viser at PHO lyktes godt med å utarbeide en melding som ble forstått av aktørene i markedet. Dersom PHO først skulle ha utarbeidet en minimumsmelding og deretter en mer utfyllende melding, slik børsen nevner i sitt varsel, ville det etter selskapets oppfatning vært en betydelig risiko for at selskapets aksjer hadde blitt handlet på utilstrekkelig informasjonsgrunnlag i perioden fra

offentliggjøringen av minimumsmeldingen til offentliggjøring av den utfyllende meldingen, samt at denne perioden kunne blitt lenger enn 1 time og 23 minutter.

- vii. PHO har mange aksjonærer som ikke forstår norsk og distribuerer derfor børsmeldinger både på norsk og engelsk. Det må således også tas hensyn til den tiden som gikk med til å utarbeide børsmeldingen på begge språk. Videre må det også tas hensyn til at det går med noe tid til å foreta selve distribusjonen av meldingene gjennom børsens meldingssystem.
- viii. Selskapet anfører at det vurderte om det ville vært hensiktsmessig å ta kontakt med børsen før børsåpning, men valgte å fokusere på å utarbeide børsmeldingen slik at markedet fikk raskest mulig informasjon. Børsen skal ikke tidligere har gitt uttrykk for at det foreligger noen plikt til å ta slik kontakt med børsen såfremt selskapet sørger for å utarbeide og offentliggjøre børsmeldingen så snart som praktisk mulig.
- ix. Selskapet er også av den oppfatning at det i vurderingen må hensyntas at det ikke forekom noen lekkasjer av informasjon i den tiden det tok å utarbeide børsmeldingen.
- x. I sin vurdering av om et overtredelsesgebyr i MediCult-saken ville være en innstramning av børsens tidligere praksis, har børsen avvist dette med henvisning til at Ocean Rig i sak 59/01 ble ilagt et gebyr for en forsinkelse på 2 timer og 4 minutter. Et overtredelsesgebyr til PHO for en forsinkelse på 1 time og 23 minutter vil etter selskapets mening være en innstramning av børsens praksis.
- xi. Til slutt har PHO anført at det er betydelige forskjeller mellom nærværende sak og MediCult-saken hvor forsinkelsen fra MediCult sin side ble bedømt av børsen til å være en hel dag, utover de mer enn 31 timene som opplysningene ble liggende hos MediCult's FDA agent. Selve kompleksiteten i å utforme børsmeldingen var også større for PHO.

## 7. Børsens vurdering

Børsen bemerker at overholdelse av informasjonsplikten kan være av stor betydning for riktig prising av børsnoterte aksjer. Informasjon om økonomisk eller strategisk viktige forhold for selskapet vil normalt bli priset inn i aksjekursen straks informasjonen gjøres kjent for markedet. Mottar således ikke markedet rettidig informasjon om kurssensitive forhold, vil det normalt oppstå en periode med feilprising, samtidig som det vil foreligge en lekkasjefare frem til offentliggjøring.

Som det fremkommer av bestemmelsen i børsforskriften § 5-2 første ledd skal børsnoterte selskaper uoppfordret og umiddelbart gi børsen opplysninger som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer. Dette gjelder både positiv og negativ informasjon.

Det første spørsmålet som derfor må avgjøres er om det foreløpige avslaget fra FDA var en "opplysning" som må antas å være "av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer". Dersom det er tilfelle, må det vurderes på hvilket tidspunkt informasjonsplikten inntrådte.

### Spørsmålet om forholdet var informasjonspliktig

PHO har utviklet en ny type hudkreftbehandling som kombinerer lokal påføring av krem (Metvix), som selektivt tas opp i cellene, og påfølgende belysning med rødt lys for å

aktivere virkestoffet. USA anses av selskapet som et svært viktig marked for dette produktet, noe som selskapets uttalelser inntatt under pkt. 3 ovenfor bekrefter.

For å kunne markedsføre produkter som PHO utvikler i USA, er det imidlertid påkrevet med godkjenning fra FDA. Det skjer, så vidt børsen har forstått, i form av at dokumentasjon for produktet oversendes FDA og godkjenning vil deretter gis eller avslås. En slik godkjenning er dermed avgjørende for om det overholdet er mulig å tilby produktet til PHO i USA. Basert på selskapets utsagn fremkommer at spørsmålet om godkjenning fra FDA er strategisk viktig og trolig av stor økonomisk betydning for PHO. Børsen er derfor av den oppfatning at et foreløpig avslag på FDA godkjenning er et forhold som må antas å kunne ha ikke uvesentlig betydning for kursen på PHOs aksjer. Denne oppfatning støttes også av det faktum at kursen på PHO-aksjen falt med ca. 16,4 prosent etter avslaget ble offentliggjort. Selskapet bestrider ikke at forholdet var informasjonspliktig.

#### Tidspunktet for informasjonspliktens inntreden

Selskapets informasjonsplikt inntreder straks selskapet har eller burde ha fått kunnskap om det informasjonspliktige forholdet. Når det gjelder opplysninger som selskapet mottar pr. post, faks, epost eller lignende, må det forutsettes at et børsnotert selskap både har rutiner og prosedyrer for at slik korrespondanse fanges opp og gjennomgås så snart som mulig etter at den er mottatt. Korrespondanse som kommer inn i løpet forutgående kveld/natt må således gjennomgås så raskt som mulig av selskapet den påfølgende morgenen. For et alminnelig norsk børsnotert selskap må det kunne forventes at slik gjennomgang finner sted ikke særlig senere enn kl. 08.00 norsk tid.

Forsvarlige rutiner er dessuten viktig for å kunne forsikre seg om at konfidensiell informasjon ikke tilflyter uvedkommende. Omgåelseshensyn tilsier også at informasjonsplikten inntreder fra det tidspunkt selskapet kan gjøre seg kjent med informasjonen.

Basert på ovennevnte må informasjonsplikten anses inntrådt allerede om morgenen da PHO gjorde seg kjent med, eller burde ha gjort seg kjent, med faksen fra FDA.

Det neste spørsmålet er om selskapet rettmessig kunne bruke tiden frem til kl. 11.23 for å utforme og distribuere en børsmelding.

Selskapet har opplyst til børsen at selskapet fikk meldingen fra FDA da de kom på kontoret den 3. desember 2004. Ledelsen hadde gjort seg kjent med innholdet noe før kl. 09.00. Det ble deretter brukt *"kort tid på å lese gjennom brevet fra FDA samt ferdigstille børsmelding som ble sendt umiddelbart"*.

Børsen er ikke enig i at tiden selskapet brukte på å lese gjennom brevet og utferdige en børsmelding var kort. At melding eventuelt ble sendt umiddelbart etterpå er ikke avgjørende så lenge selskapet faktisk brukte flere timer på å utarbeide en børsmelding om et forhold av vesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer. Kravet etter børsforskriften er at opplysningene skal gis markedet "umiddelbart", noe som neppe er tilfelle da meldingen først ble distribuert kl. 11.23. Børsen bemerker også at meldingen som selskapet sendte, med unntak av standardteksten som selskapet har i alle sine børsmeldinger, var på fire korte avsnitt, se pkt. 3 over og Vedlegg 4.

Børsen er ikke uenig i at innholdet i telefaksen kan ha vært komplekst, men selskapets børskontakt og finansdirektør har i møte med børsen uttalt at hovedkonklusjonen i telefaksen (foreløpig avslag på søknaden) fremkom tydelig. Ette børsens mening må et børsnotert selskap raskt klare å informere markedet i slike situasjoner og senest innen børsen åpner kl. 10.00. Dersom det ikke er mulig å utarbeide en fullstendig børsmelding innen børsens åpningstid, må selskapet i hvert fall sende en minimumsmelding om

forholdet. Børsen er således uenig i at en minimumsmelding ikke er et bedre alternativ enn ingen melding, noe som selskapet i sine anførsler synes å legge til grunn.

Uansett dersom prosessen med å utarbeide en tilstrekkelig informativ melding tilsynelatende var så tidkrevende som selskapet har anført, og en minimumsmelding ble vurdert utilstrekkelig, er det naturlig at selskapet tok kontakt med børsen for å drøfte hvordan dette kunne håndteres, eksempelvis kunne det ha blitt innført børspause inntil børsmelding ble distribuert.

I situasjoner der et børsnotert selskap har mottatt kurssensitiv informasjon og arbeider med utferdigelse av børsmelding, og ikke har blitt ferdige innen børsens åpningstid, innebærer informasjonsplikten at selskapet må gjøre det som er nødvendig for å forhindre at handel skjer på uriktig kursnivå. Selskapet har da to alternativer. Det kan sende en såkalt minimumsmelding der man opplyser om det viktigste - det mest kurssensitive - samt at mer detaljert informasjon kommer senere og senest innen angitt klokkeslett. Eller; børsen kan kontaktes og bes om suspensjon/børspause i påvente av børsmelding. Børspause/suspensjon i påvente av børsmelding er en akseptert fremgangsmåte med lang praksis ved Oslo Børs. Den er innført for å gi investorbeskyttelse - blant annet i situasjoner som dette. Basert på ovennevnte, er børsen kommet til at PHO skulle ha informert børsen ved børsmelding eller for å be om nødvendig tid til utferdigelse av børsmelding om det aktuelle forholdet innen børsåpning den 3. desember 2004. Det foreligger således et brudd på selskapets informasjonsplikt etter børsforskriften § 5-2 første ledd, jfr. børsloven § 5-7 første ledd.

#### 8. Sanksjonsspørsmålet

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

Oslo Børs finner at overtredelsen når det gjelder informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 er så alvorlig at det bør reageres med overtredelsesgebyr.

Oslo Børs har ilagt overtredelsesgebyr i flere saker av lignende karakter. Det vises særlig til sak 25/05 (MediCult) som har mange likhetstrekk med nærværende sak, men av noe grovere karakter. I denne saken ila børsstyret selskapet et overtredelsesgebyr på 2 ganger årlig kursnoteringsavgift. MediCult mottok gjennom sin agent en telefaks fra FDA om at deres produkt som forenkler 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. Det understrekes imidlertid at denne avgjørelsen har blitt tillagt begrenset vekt ved utmålingen, da denne saken ikke var avgjort da forholdet i nærværende sak fant sted.

Det vises også til sak 59/01 Ocean Rig ASA hvor børsstyret ila Ocean Rig et overtredelsesgebyr på 2 ganger årlig kursnoteringsavgift. I denne saken inngikk Ocean Rig en større avtale på en lørdag. Avtaleinngåelsen ble imidlertid først meldt i børsen meldingssystem den etterfølgende mandag kl. 12.04, noe som medførte en kursoppgang på ca 11 prosent målt etter sluttkurs den dagen. I sak 19/98 Opticom ila børsstyret selskapet et overtredelsesgebyr på 3 ganger årlig kursnoteringsavgift. Opticom inngikk en større utviklingsavtale den 24. september 1997. Avtaleinngåelsen ble først meldt i børsens meldingssystem den 7. oktober 1997. Børsstyret la i vurderingen vekt på at avtalen var av stor betydning for kursen på selskapets aksjer.

PHO har argumentert for at det ikke foreligger brudd på informasjonsplikten, og at overtredelsesgebyr ikke skal ilegges. Å ilegge overtredelsesgebyr i denne saken er etter selskapets oppfatning en innskjerping av tidligere praksis. Selskapet uttaler videre at PHO er finansiert i form av egenkapital, og at selskapet er helt avhengig av nødvendig



tillit i aksjemarkedet. Et overtredelsesgebyr vil derfor kunne få svært negative konsekvenser for selskapet.

Børsen er ikke kjent med at det tidligere er ilagt overtredelsesgebyr hvor oversittelsen har utgjort mindre enn 1 time og 23 minutter av børsens åpningstid. Det understrekes imidlertid at selskapet ikke mottok opplysningene da børsen åpnet. I vurderingen av overtredelsens grovhet må det ses hen til at selskapet ble kjent med de informasjonspliktige opplysningene flere timer før børsens åpningstid. Selskapet burde derfor ha hatt tilstrekkelig tid på seg til å forhindre at aksjene ble handlet på mangelfull informasjon og til feil pris. Når selskapet ikke klarer å oppdatere markedet med informasjon innen kl. 11.23, er børsen kommet til at overtredelsesgebyr bør ilegges.

Ut fra en helhetsvurdering, og sett hen til tidligere praksis i lignende saker, finner Oslo Børs at overtredelsesgebyret i denne saken passende bør settes til 1 gang kursnoteringsavgiften, hvilket til sammen utgjør kr. 110.000.

## 9. Vedtak

Børsstyret fattet følgende vedtak:

Børsstyret vedtok å ilegge PhotoCure ASA et overtredelsesgebyr tilsvarende 1 gang årlig kursnoteringsavgift, jfr. børsforskriften § 25-5 for brudd på børsforskriften § 5-2 første ledd.

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

## 5.3 UTTALELSER OM INFORMASJONSPLIKT

### 5.3.1 Børsmelding vedrørende krav til Oslo Børs om undersøkelser (e-post av 17.11.2005)

Vi viser til telefonsamtale tidligere i dag vedrørende ovenfor nevnte.

Oslo Børs har i dag mottatt børsmelding fra Opticom ASA vedrørende forespørsel til Oslo Børs om å undersøke mulige brudd på verdipapirhandelloven.

Oslo Børs er av den oppfatning at nevnte melding er av en slik karakter at den ikke skal offentliggjøres i børsens meldingssystem. Oslo Børs gjør for ordens skyld oppmerksom på at selskapet står fritt til å offentliggjøre informasjonen på annen måte.

## 5.4 OVERGANG TIL INTERNASJONALE REGNSKAPSSTANDARDE IAS - IFRS

### 5.4.1 Overgangen til IAS/IFRS (børssirkulære nr. 1/2005)

## 5.5 FRI OMSETTELIGHET - STEMMERETTSBEGRENSNING

### 5.5.1 Cermaq ASA – Omsetningsbegrensning og børsnotering (brev av 08.08.2005)

Det vises til dagens innledende møte før Cermaqs søknad om børsnotering. Som avtalt tar vi med dette opp vår kommentar knyttet til selskapets vedtektsbestemmelse om at styret skal nekte aksjeoverdragelser som reduserer statens eierandel til under 34 %.

Etter børsforskriften § 2-7 skal børsnoterte selskapers aksjer i prinsippet være fritt omsettelige. At selskapets aksjonærer likebehandles er et grunnprinsipp for børsnotering, jf børsforskriften § 23-8. At selskapet særbehandler navngitte enkeltaksjonærer i sine vedtekter er således lite forenlig med det å være børsnotert. Særbehandling av denne art må også antas å være i strid med statens egne prinsipper for god eierstyring, jf Stortingsmelding nr 22 (2001-2002).

Når dette ikke ble ansett å være et hinder for notering våren 2004 var det fordi børsens styre og administrasjon, slik bestemmelsen er utformet ikke kunne se at den kunne få noen praktisk betydning for selskapet, og fordi selskapet argumenterte for den politiske betydning av klausulen. Administrasjonen anser heller ikke dette for å være et hinder for notering nå, men ber selskapet ta dette opp med staten med sikte på å avskaffe vedtektsbestemmelsen slik at vedtektene blir nøytrale slik også andre børsnoterte selskaper med betydelig statseierskap har. Vi ber samtidig om at dette beskrives i selskapets søknad og prospekt.

## **5.6 LIKEBEHANDLING/GOD BØRSSKIKK**

### **5.6.1 Vedr. likebehandling og omsettelige tegningsretter i reparasjonsøvelse (brev av 27.05.2005)**

Det vises til Deres brev datert 15. april 2005. Brevet tar utgangspunkt i børsens gjennomgang av Scana Industrier ASAs prospekt offentliggjort 21. mars 2005, og børsens praktisering av likebehandlingsspørsmålet bes redegjort for. Videre ber De om en redegjørelse for børsens hjemmelsgrunnlag for å kreve inntatt informasjon om selskapets vurdering av likebehandlingsspørsmålet i prospektet. I brevet etterspørres også generell informasjon i form av et sirkulære eller lignende for å klargjøre børsens praksis generelt. Vi vil i det følgende redegjøre for vår forståelse av kravet til likebehandling jf bf § 23-8 (punkt 1), den aktuelle gjennomgangen av Scana Industriers prospekt (punkt 2), børsens tidligere praksis (punkt 3), børsens hjemmel for å kreve informasjon inntatt i prospekt (punkt 4), samt vår konklusjon i punkt 5.

#### 1. Likebehandlingsregelen i bf § 23-8

Hovedregelen i bf § 23-8 er at "[u]tstedere av finansielle instrumenter skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter (vår utheving)".

Børsforskriften tar dermed utgangspunkt i et påbud om likebehandling, mens utgangspunktet i allmennaksjelovens § 5-21 er et forbud mot urimelig forskjellsbehandling. Ordlyden og utgangspunktet for regulering i de to lover er forskjellig og børsen legger til grunn at dette kan medføre at børsnoterte selskaper kan ha en strengere plikt til likebehandling av selskapets aksjonærer enn det som følger av allmennaksjeloven. Børsnoterte selskaper står i en særstilling i forhold til andre allmennaksjeselskaper. Å bli børsnotert medfører at selskapet får tilgang til risikokapital i et fungerende marked, men det medfører også en forpliktelse til å behandle alle selskapets aksjonærer likt. Det er særlig viktig at de noterte selskapene ivaretar minoritetsaksjonærenes interesser.

I praksis vil imidlertid ofte spørsmålet også etter bf § 23-8 bli om selskapet har tilstrekkelig god grunn til å forskjellsbehandle sine aksjonærer. De følgende deler av bf § 23-8 første og annet ledd, legger føringer på de vurderinger som da skal gjøres:

*"Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utstедers og innehavernes felles interesse.*

*I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utsteders styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, visse innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i."*

Den situasjon det er reist spørsmål ved er selskapets adgang til å forskjellsbehandle sine aksjonærer ifm innhenting av egenkapital til selskapet. Børsforskriften § 23-8 annet ledd legger da føringer på den saklighetsvurdering som skal gjøres. Annet ledd kan imidlertid ikke leses løsrevet fra første ledd.

Innledningsvis vil vi si litt om den aktuelle todelte transaksjonsstrukturen som ble benyttet av Scana i dette tilfellet. Etter børsens oppfatning er det riktig å ta utgangspunkt i den rettede emisjonen selskapet ønsker å gjennomføre isolert, når det gjelder vurderingen av om selskapet oppfyller forpliktelsene i bf § 23-8. Spørsmålet om det skal gjennomføres og på hvilke betingelser en reparasjon skal gjennomføres avhenger av hvorvidt den rettede emisjonen medfører en forskjellsbehandling og om denne er saklig begrunnet. En reparasjonsøvelse er jo nettopp som betegnelsen tilsier en korrigerende av det resultat den rettede emisjonen medfører.

I utgangspunktet retter selskapet i slike situasjoner en emisjon mot enkelte eksisterende og ny aksjonærer. Det at selskapet retter en emisjon mot enkelte eksisterende aksjonærer, men ikke alle medfører at aksjonærene rent faktisk behandles forskjellig. Børsforskriftens utgangspunkt i § 23-8 er som nevnt at børsnoterte selskaper skal likebehandle sine aksjonærer. Dersom det gis en rabatt i tegningskursen vil det normalt være en urimelig forskjellsbehandling, m.m. selskapets situasjon er helt spesiell og det foreligger et akutt kapitalbehov. Selv om det ikke foreligger en rabatterte tegningskurs kan det foreligge en urimelig forskjellsbehandling ved at enkelte aksjonærer tilbys å tegne aksjer uten at det medfører omkostninger i tillegg til at selskapet bærer kostnadene ved gjennomføringen av transaksjonen. Det at de øvrige aksjonærer kan handle aksjer i markedet til samme kurs og således kan motvirke utvanning, innebærer ikke full likestilling, da disse ved handel må bære egne transaksjonsomkostninger. En rettet emisjon mot enkelte aksjonærer vil dermed ofte medføre at disse får en urimelig fordel på bekostning av de øvrige aksjonærer både dersom den gjøres til markedskurs og under markedskurs. At selskapet ønsker å gi en slik fordel til enkelte aksjonærer medfører et krav om begrunnelse av saklighet fra selskapets side.

Tradisjonelt omtaler juridisk teori de situasjoner hvor selskapet har et akutt kapitalbehov som en saklig begrunnelse for forskjellsbehandling. Dersom selskapets behov er skapt av selskapet selv eller selskapet i en situasjon ønsker å innhente kapital uten at det foreligger et særskilt behov, antas det imidlertid at selskapet har svært lite spillerom for å forskjellsbehandle sine aksjonærer ifm kapitalinnhenting. Vi viser her bl.a. til de sitater Deres brev henviser til.

Det er nettopp i de situasjoner hvor behovsbegrunnelsen er svak at de børsnoterte selskapene tradisjonelt velger å gjøre en s.k. reparasjonsøvelse. Formålet med reparasjonsøvelsen er da å reparere den urimelige fordel deltakerne i den rettede emisjonen gis ved å tilbys deltakelse i denne emisjonen. Som et utgangspunkt må da reparasjonsøvelsen tilby et antall aksjer som medfører at aksjonærene ikke utvannes i forhold til deltakerne i den rettede emisjonen, og kursen i de to emisjonene må være identisk. Da de to emisjoner gjennomføres på forskjellige tidspunkter og etter forskjellige metoder vil imidlertid de konkrete omstendighetene kunne medføre at det ene tilbudet har fordeler eller ulemper det andre ikke har utover pris og antall aksjer. Det må gjøres en konkret vurdering av selskapets situasjon, behov og alternative muligheter til kapitalinnhenting som ikke medfører forskjellsbehandling, for å vurdere hvorvidt reparasjonsøvelsen medfører reparasjon av forskjellsbehandlingen av disse aksjonærene.

Etter børsens oppfatning må beskyttelse av minoritetsaksjonærene stå sterkt i vurderingen av om tilbudet i reparasjonsøvelsen gir disse et tilstrekkelig godt tilbud sammenlignet med den rettede emisjonen. Deltakerne i den rettede emisjonen er som regel de største, mest ressurssterke og kapitalsterke aksjonærene. I forbindelse med slike transaksjoner er disse normalt med på å påvirke prisfastsettelsen og andre betingelser for å delta i den rettede emisjonen. De samme aksjonærer legger da ofte føringer på hva som skal tilbys i en eventuell reparasjonsøvelse. Dette misforholdet i styrke må kompenseres, og det blir særlig viktig at minoritetsaksjonærene ivaretas når selskapet inviterer et tilstrekkelig antall med til den rettede emisjonen til at disse med 2/3 flertall kan beslutte strukturen.

I brevet tar De utgangspunkt i at allmennaksjeloven og børsforskriften ikke forbyr faktisk forskjellsbehandling, kun den urimelige forskjellsbehandling. De synes å ta direkte utgangspunkt i resultatet når man ser de to emisjoner i sammenheng. Børsens utgangspunkt er imidlertid at man først må se isolert på den rettede emisjonen og om den er i strid med børsforskriftens krav om likebehandling jf § 23-8 (evt allmennaksjelovens § 5-21). Dersom den rettede emisjonen er saklig begrunnet i f.eks et akutt kapitalbehov utenfor selskapets kontroll, vil selskapet være friere til å velge om det skal gjennomføres reparasjonsøvelse og hvilke betingelser denne skal gjøres på.

Dersom den rettede emisjonen er svakt begrunnet blir spørsmålet om det korrigeres av en reparasjonsøvelse og hvilke betingelser reparasjonsøvelsen da må gjøres på for at transaksjonen samlet sett skal anses å gi alle aksjonærer tilsvarende fordeler, og dermed reparere forskjellsbehandlingen.

Etter børsens oppfatning vil det være svært uheldig å åpne for en mulighet til forskjellsbehandling uten begrunnelse. Børsen tar imidlertid ikke stilling til i hvilke situasjoner det kan anses saklig å forskjellsbehandle aksjonærene ved to-delt transaksjonsstruktur, dersom selskapet sørger for at den rettede emisjonen gir et minst like godt tilbud til minoritetsaksjonærene som tilbudet i den rettede emisjonen. Etter børsens oppfatning kan en situasjon hvor mer enn 2/3 deltar i den rettede emisjonen og får utstedt og dermed kan omsette aksjer en lengre periode før deltakerne i den etterfølgende reparasjonsøvelsen, tilsi at aksjonærene i den etterfølgende emisjonen bør gis omsettelige noterte tegningsretter. Dette gir disse aksjonærene en mulighet til å utnytte en gunstig kurs fra det samme tidspunktet som deltakerne i den rettede emisjonen. Samtidig fratrar det ikke deltakerne i den rettede emisjonen noen rettigheter og påfører den ingen belastning, utover en minimal kostnad til notering.

Da vurderingen av om selskapet har overholdt plikten til likebehandling jf § 23-8 er en konkret vurdering hvor mange faktorer kan inngå, er det i utgangspunktet svært vanskelig for børsen å overprøve selskapets vurdering. Børsens alternativer i tvilssituasjoner vil bli gjennomgått nedenfor å punkt 3.

[...]

#### 4. Børsens hjemmel til å kreve informasjon om likebehandlingsvurderingen inntatt i prospekt

Børsen har som De nevner en generell hjemmel til å kreve informasjon inntatt i prospekt dersom det er nødvendig for å ivareta de hensyn som fremgår av vphl § 5-5 og bf § 14-1. Børsen kan kreve informasjon inntatt som "er nødvendig for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av ... rettigheter knyttet til de aktuelle verdipapirene". I det lys kan det fremheves at tvil ved gyldigheten av transaksjonen er av betydning for rettighetene til de nye aksjene. Informasjon som belyser dette må kunne sies å være omfattet av hjemmelen.

Børsen viser videre til at børsen har hjemmel til å foreta lovlighetskontroll iht vphl § 5-7 fjerde ledd. Dersom en transaksjon anses ulovlig kan børsen nedlegge forbud mot gjennomføring. Etter børsens oppfatning er det svært vanskelig å vurdere hvorvidt selskapets vurdering av saklig grunn til forskjellsbehandling iht bf § 23-8 er tilstrekkelig eller ikke. Etter børsens oppfatning må børsen i slike situasjoner kunne kreve inntatt i prospekt den informasjon som anses nødvendig for å gjennomlyse vurderingen og dermed lovligheten, når børsen er i tvil om dette. Det er mindre inngripende at informasjonen offentliggjøres og transaksjonen gjennomlyses, enn at børsen skulle anvende lang tid for først å undersøke nærmere lovligheten av vurderingen og deretter eventuelt tillate eller nedlegge forbud mot den. En slik løsning vil kunne medføre at transaksjonen ikke kan gjennomføres innenfor det tidsrom selskapet ønsker, med de negative konsekvenser dette kan ha for selskapet. Børsen mener derfor at når vphl § 5-7 gir hjemmel til å nekte tilbudet gjennomført, må børsen kunne kreve det mindre nemlig gjennomføring på betingelse av at visse opplysninger inntas i prospektet.

Børsen viser til at børsen også etter forslag til nye prospektregler jf forslag til ny § 5-8 iht Ot. prp. 69 (2004-2005) gis hjemmel til lovlighetskontroll som etter gjeldende rett. Børsen mener derfor at hjemmelen til å kreve informasjon som belyser lovlighetsvurderingen vil eksistere også etter at de nye reglene er vedtatt og trådt i kraft.

## 5. Konklusjon

Etter børsens oppfatning er behandlingen av Scana-transaksjonen og andre transaksjoner den senere tid i tråd med tidligere praksis. Det presiseres at det ikke ble stilt krav om at tegningsrettene skulle gjøres omsettelige over børs. Dette ble kun skissert som et alternativ for å avhjelpe den skjevhet i behandlingen av aksjonærene i de to emisjoner som selskapet ikke etter børsens oppfatning hadde redegjort for på tilstrekkelig måte. Børsen mener det videre er klart at børsen må kunne stille krav om slik informasjon i prospekt i medhold av vphl § 5-7 eller alternativt vphl § 5-5 og bf § 14-3 siste ledd.

De spesifikke krav børsen har stilt til informasjon om likebehandlingsvurderingen i prospektet utspringer av de konkrete omstendighetene i de aktuelle saker. Etter børsens oppfatning er det ikke hensiktsmessig å behandle dette spørsmålet i et børs sirkulære, da det alltid vil være de konkrete omstendigheter i den aktuelle situasjon som er avgjørende for børsens vurdering av behovet for informasjon i prospekt.

Generelt vil børsen understreke at selskaper som gjennom en børsnotering velger å invitere småaksjonærer til å bidra med risikokapital påtar seg et særlig ansvar for ikke å tilsidesette deres interesser. Den økende tendensen til rettede emisjoner med ulike begrunnelser skaper utfordringer som selskapene må være seg bevisste. Vi setter derfor pris på at Pareto, som en sentral rådgiver og premissleverandør i selskapenes transaksjoner, viser engasjement i problemstillingen.

## 5.7 INFORMASJONSPLIKT – OBLIGASJONER

### 5.7.1 Nye børsregler (børs sirkulære nr. 7/2005)

### 5.7.2 Vedrørende børsforskriften § 10-11 - søknad om dispensasjon fra kravet om umiddelbar offentliggjøring av resultat etter styrets vedtak

Det vises til Deres brev av 13. desember 2005 vedr. ovennevnte

Fokus Bank ASA er en låntager som pr i dag har fire obligasjonslån notert på Oslo Børs og er underlagt børsens informasjonsplikt, jfr børsforskriften kap 10. Hva regnskapsrapportering gjelder pålegger børsforskriften § 10-11 utsteder en plikt om å

sende styrets forslag til års- og delårsrapporter til børsen for offentliggjøring straks disse er vedtatt. Børsen kan i enkelte tilfeller dispensere fra dette hvis "særlige forhold tilsier det", jfr børsforskriften § 10-13.

I henhold til Deres søknad av 5. januar 2005, som det er referert til som underlagsmateriale i søknaden Deres av 13. desember 2005, inngår regnskapsrapporteringen for Fokus Bank ASA som del av konsernregnskapet for Danske Bank. Det er anført som begrunnelse for søknad om dispensasjon fra kravet til umiddelbar offentliggjøring at Fokus Bank, som del av Danske Bank-konsernet, er avhengig av å koordinere sin regnskapsavleggelse med konsernets. Som beskrevet i tidligere søknader vil det stride mot de danske børsregler at enheter innad et konsern separat offentliggjør sine regnskaper. Etter konsultasjon med København Fondsbørs legger Oslo Børs til grunn at i følge de danske børsreglene vil enheter innad i konsernet ikke kunne offentliggjøre sine regnskaper til forskjellig tidspunkt hvis disse antas å kunne ha kurspåvirkende effekt på morselskapets noterte verdipapirer. Det er derimot ikke noe til hinder for at regnskaper fra enheter innad i et konsern offentliggjøres hvis disse antas å ikke ha kurspåvirkende effekt på morselskapets børsnoterte verdipapirer.

En dispensasjon vedr. regnskapsavleggelse i 2006 vil i dette tilfelle avhenge av Fokus Banks egen vurdering av hvilken innvirkning regnskapstallene kan ha på Danske Banks aksjer.

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

Det henstilles til at Fokus Bank ASA tar ovennevnte forhold i betraktning når fremtidige styremøter planlegges slik at bankens praksis med tanke på avholdelse av styremøter er forenelig med det danske regelverk og informasjonsplikten ovenfor Oslo Børs.

Fokus Bank ASA gis med dette dispensasjon fra kravet om at regnskapstall skal oversendes umiddelbart til Oslo Børs for offentliggjøring etter at bankens styre har vedtatt disse. Dispensasjonen gjelder for offentliggjøring av kvartalsrapporter i 2006 forutsatt at Fokus Bank ASAs egen vurdering konkluderer med at regnskapene for de enkelte kvartaler kan ha innvirkning på kursen til Danske Banks aksjer, som er notert på Københavns Fondsbørs. Det presiseres at Fokus Bank ASA har en selvstendig informasjonsplikt ovenfor det norske markedet. Det forutsettes at Fokus Bank ASAs regnskaper straks etter styrebehandling i Danske Bank oversendes Oslo Børs for offentliggjøring. Hvis vurderingen konkluderer med det motsatte, altså at Fokus Bank ASAs regnskaper ikke har kurspåvirkende kraft på Danske Banks aksjer, vil grunnlaget ikke være tilstede for at regnskapsrapporteringen utsettes. Kravet om offentliggjøring i hht børsforskriften § 10-11 vil måtte overholdes og kvartalsregnskap oversendes børsen straks for offentliggjøring. Det forutsettes videre at dersom regnskapet inneholder informasjon som omfattes av børsforskriften § 10-2 at det umiddelbart sendes børsmelding. Det forventes at den skisserte tidsplanen i søknaden for avholdelse av styremøter i Fokus Bank ASA og Danske Bank overholdes. Hvis det skulle forekomme endringer bes vi opplyst om dette.

## 6. TILBUDSPLIKT/FRIVILLIG TILBUD

### 6.1 TILBUDSPLIKT

#### 6.1.1 Opticom ASA - Spørsmål om konsolidering av aksjeeiere - Orkla ASA m fl (brev av 07.12.2005)

##### 1 Innledning

Oslo Børs mottok 5. desember 2005 brev av samme dato fra Sørliie Wilhelmsen Advokatfirma ANS MNA, ved advokat Jan-Fredrik Wilhelmsen, på vegne av Opticom ASA ("Opticom") med følgende overskrift: "OPTICOM ASA – ORKLA AS M.FL. SOM GRUPPE - TILBUDSPLIKT ERVERV".

Det fremgår av brevet at Opticom ber Oslo Børs fatte vedtak om at Orkla ASA ("Orkla"), Hans Gude Gudesen ("Gudesen"), Øystein Stray Spetalen ("Spetalen"), Petter Stordalen ("Stordalen"), ABN Amro ("ABN Amro"), DnB NOR Kapitalforvaltning ("DnB"), Vital ("Vital") og Skagen Vekst ("Skagen") og selskaper kontrollert av disse (heretter "Aksjeeierne"), skal konsolideres etter verdipapirhandelloven § 4-5 jfr. § 1-4 nr. 5 vedrørende deres aksjeeierskap i Opticom.

I forlengelse av ovennevnte brev, tilskrev Oslo Børs den 5. desember Aksjeeierne og ba om deres kommentarer til brevet vedrørende spørsmålet om konsolidering etter verdipapirhandelloven § 4-5, herunder alle opplysninger som kan ha betydning for spørsmålet om konsolidering, samt eventuelt dokumentasjon hvor relevant. Frist for tilbakemelding ble satt innen én uke fra 5. desember, likevel slik at børsen ville kunne behandle saken tidligere dersom fyllestgjørende svar ble mottatt og saken ble ansett tilstrekkelig opplyst.

Wikborg Rein & Co. Advokatfirma MNA, ved advokat Einar J. Greve, har på vegne av Orkla tilskrevet Oslo Børs den 6. desember 2005 med kommentarer til brevet fra advokat Wilhelmsen. På samme måte har Ro Sommernes Advokatfirma DA, ved advokat Håvard Wiker, besvart brevet til advokat Wilhelmsen på vegne av Stordalen og Spetalen i brev til Oslo Børs av 6. desember 2005. Skagen har besvart brevet ved e-post til børsen datert 5. desember 2005, mens Gudesen har svart børsen ved e-post datert 7. desember på brevet fra advokat Wilhelmsen.

I brevet uttrykker Opticom at det er best at det fattes vedtak i saken snarest, slik at dette forholdet er avklart for selskapets aksjonærer før den ekstraordinære generalforsamlingen den 7. desember 2005.

##### 2 Sakens bakgrunn

Onsdag 9. november 2005 ble det offentliggjort at et tvangssalg av ca. 15 % av aksjene i Opticom tilhørende noen av selskapets primærinnsidere hadde blitt gjennomført. I vedlegg til brevet fra advokat Wilhelmsen fremgår det at noen av kjøperne var Orkla, ABN Amro og Spetalen. Samme dag offentliggjorde Opticom at selskapet hadde gjennomført en rettet emisjon mot Simpson Financial Ltd.

10. november tilbys Opticom, som alternativ til den rettede emisjonen, et garantikonsortium for en emisjon hvor aksjeeierne skulle ha anledning til å delta proratarisk. Tilbudet ble senere avslått av Opticom. Samme dag krevde enkelte aksjeeiere i Opticom (som i hovedsak består av Aksjeeierne) avholdelse av ekstraordinær generalforsamling for valg av nytt styre samt redegjørelse for den rettede emisjonen mot Simpson Financial Ltd. Den 16. november krevde de samme aksjeeierne at det foretas granskning i Opticom knyttet til den rettede emisjonen.

I vedlegg til brevet fra advokat Wilhelmsen fremgår det at Gudesen den 25. november meddeler sin støtte til de nye aksjonærene. Den 29. november ble det offentliggjort at Fast Search & Transfer ASA ("FAST"), hvor Opticom er opplyst å eie ca. 30 % av aksjekapitalen, har kjøpt inntil 9,9 % av aksjene i Opticom.

I brevet fra advokat Wilhelmsen med vedlegg fremgår det at Orkla, Gudesen og Stordalen avholdt den 2. desember en pressekonferanse hvor det ble invitert til samarbeid ved å presentere forslag til nytt styre i Opticom for valg på den ekstraordinære generalforsamlingen som skal avholdes 7. desember 2005.

### 3 Rettslig grunnlag for konsolidering

Det rettslige spørsmålet er om noen eller samtlige av Aksjeeierne skal konsolideres vedrørende deres aksjeeierskap i Opticom jfr. verdipapirhandelloven § 4-5. Det fremgår av verdipapirhandelloven § 4-5 at:

*"I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med aksjonærens egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-4."*

Verdipapirhandelloven § 1-4 angir flere kategorier av "nærstående". Det aktuelle alternativ i denne saken er § 1-4 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."*

#### 3.2 Forarbeidenes uttalelse om "forpliktende samarbeid"

Som bakgrunn for børsens vurdering av konsolideringsbestemmelsens rekkevidde og tolkning vises det til NOU 1996:2, hvor det på s. 114-115 uttales følgende:

*"Som nevnt har Børsklagenemden lagt til grunn at det i realiteten kreves en stilltiende avtale mellom partene for at det skal kunne sies at de opptrer i forståelse med hverandre. Forståelsen etter avtalen bør dessuten omfatte en koordinert opptreden med et felles mål med sikte på en tilstrekkelig kontroll over selskapet.*

*Utvalget legger til grunn at et samarbeid kun med sikte på selve ervervet, ikke bør kunne medføre konsolidering. Det vises for øvrig til at spørsmålet om utløsning av tilbudsplikt vil kunne variere på bakgrunn av den praktiske gjennomføringen av et koordinert aksjekjøp.*

*(...)*

*Etter utvalgets syn ville det være fordel med en ytterligere presisering av at ikke enhver samordnet bruk av aksjonærrettigheter vil gi grunnlag for konsolidering. For eksempel samordnet opptreden i en generalforsamling med sikte på f.eks. skifte av styret, bør ikke i seg selv begrunne konsolidering etter tilbudspliktreglene. En blott og bar felles opptreden vil også falle utenfor ordlyden. Det er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, som bør begrunne konsolidering. På den annen side kan også et kortsiktig samarbeid med sikte på f.eks. salg av deler av selskapets virksomhet mv., etter omstendighetene være tilstrekkelig til at hensynene bak tilbudspliktreglene gjør seg gjeldende. Etter utvalgets syn bør det som en retningslinje legges til grunn at samarbeid i en enkelt sak i seg selv ikke være nok, med mindre den konkrete saken indikerer at de aktuelle aksjonærene reellt sett har et bredere samarbeid.*



*Etter utvalgets syn er det ikke mulig å foreta en nærmere spesifisering i loven av hvilket samarbeid som vil kunne utløse tilbudsplikt. Dette må avgjøres konkret ut fra forholdene i det enkelte tilfellet. Utvalget foreslår derfor at det i loven benyttes tilsvarende formulering som i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6, dvs. at konsolidering skal foretas i forhold til noen det må antas aksjonæren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær. Det legges til grunn at det i samsvar med børsens praksis skal kreves en stilltiende avtale mellom partene for at disse skal anses å ha et forpliktende samarbeid. Utvalget påpeker forøvrig at det ikke vil være noen forutsetning at det skal foreligge sanksjoner eller sanksjonsadgang for at man skal kunne anse samarbeidet for «forpliktende».*

*Drøftelsen ovenfor omfatter utvalgets vurdering av temaet for når konsolidering skal foretas. I praksis vil det reises spørsmål om hvilke beviskrav som skal stilles ved konsolidering etter bestemmelsen om forpliktende samarbeid. Utvalget viser i denne sammenheng til at det vil være vedtaksmyndigheten som har bevisbyrden for at vilkårene for konsolidering foreligger. Det må dermed foreligge objektive omstendigheter som tilsier at det foreligger et samarbeid som er tilstrekkelig forpliktende til at konsolidering skal foretas."*

I Innst. O. nr. 83 (1996-97) om verdipapirhandel punkt 9.2.6 har finanskomiteen sluttet seg til departementets syn uten kommentarer. Departementet sluttet seg til utvalgets presiseringer i Ot. prp. nr. 29 (1996-97) om verdipapirhandel i punkt 9.2.6.

### 3.3 Generelle betraktninger om konsolidering

På bakgrunn av lovens ordlyd og eksisterende rettskilder legger børsen til grunn at vilkåret om "forpliktende samarbeid når det gjelder å gjøre bruk av rettigheter som eier av et finansielt instrument" jfr. § 1-4 nr. 5, innebærer et krav om faktisk samarbeid hvoretter partene i forhold til hverandre er gjensidig forpliktet om utøvelse av aksjonærrettigheter, jfr. NOU 1996:2 side 115.

I den konkrete vurdering kan mange forhold være av betydning. Det er ikke mulig å gi en uttømmende liste over momenter som kan være av betydning. Det er imidlertid klart at det ikke kan oppstilles et krav om at samarbeidet er nedfelt i en formell avtale. Spørsmålet er da om de aktuelle aksjonærens handlemåte og omstendighetene for øvrig sannsynliggjør at de handler på grunnlag av en forpliktelse seg imellom. At to eller flere aksjonærer har sammenfallende oppfatning om utøvelse av aksjonærrettigheter og derfor rent faktisk opptrer likt med hensyn til utøvelse av aksjonærrettigheter, er ikke tilstrekkelig til å konstatere at det foreligger "forpliktende samarbeid". På den annen side legger børsen til grunn at det ikke kan stilles krav om at brudd på en forpliktelse må være mulig å sanksjonere, for at et forpliktende samarbeide skal anses å foreligge.

I vurderingen av om det foreligger et "forpliktende samarbeid" kan det legges vekt på kryssende eierskap og organisasjon mellom de aktuelle aksjonærer.

I vurderingen vil samarbeidets sannsynliggjorte omfang og varighet kunne være av betydning, jfr. NOU 1996:2 side 115 og Ot. prp. nr. 41 (1986-87). Det er ikke slik at enhver samtale eller "samarbeid" i enkeltsaker eller flere saker nødvendigvis medfører at det foreligger et "forpliktende samarbeid". Aksjonærer i børsnoterte selskaper må kunne føre samtaler om hvilke veivalg og avgjørelser som er best for selskapet uten at det av den grunn foreligger et forpliktende samarbeid.

I børsens vurdering av om det foreligger grunnlag for konsolidering på grunn av forpliktende samarbeid i relasjon til tilbudsplikten må børsen foreta en helhetsvurdering av alle relevante forhold. Børsen har bevisbyrden for at det foreligger grunnlag for konsolidering. Lovens ordlyd "må antas" betyr imidlertid at beviskravet ikke må settes for strengt.

## 4 Børsens vurderinger

### 4.1 Aksjeeierskap

Verdipapirhandelloven § 4-5 omhandler konsolidering i forhold til reglene om tilbudsplikt. I henhold til verdipapirhandelloven § 4-1 utløses tilbudsplikt i utgangspunktet der *"Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs (...)".* En forutsetning for at konsolidering er relevant i forhold til reglene om tilbudsplikt, er at de aksjeeiere som eventuelt er gjenstand for konsolidering, samlet representerer mer enn 40 % av stemmene i selskapet.

Oslo Børs har ikke fått opplyst hva som er de enkelte av Aksjeeiernes aksjeinnehav i Opticom. I henhold til brevet fra advokat Wiker, fremkommer det imidlertid at *"Basert på våre opplysninger utgjør Orkla ASA, Stordalen og Spetalens aksjer samlet under 40 %."*

Vedrørende de øvrige av Aksjeeierne, fremgår det av brevet fra advokat Wiker at *"I sin beskrivelse av "gruppen" har advokat Wilhelmsen også medtatt ABN AMRO-fondene, DnB NOR Kapitalforvaltning ASA, Vital ASA og Skagen Vekst. Vi finner grunn til å understreke at ingen av disse partene har opptrådt i de sammenhenger som advokat Wilhelmsen skriver om i sitt brev til børsen, pressemeldingene av 25. november og 2. desember. Disse fem aksjonærene stilte seg imidlertid bak en klage som er sendt til Foretaksregisteret knyttet til den rettede emisjonen. Det er imidlertid en kjensgjerning at ABN AMRO-fondene og Skagen Vekst senere har solgt aksjene."* Oslo Børs er informert av Skagen den 5. desember 2005 at *"SKAGEN Vekst har siden solgt alle sine aksjer i Opticom og eier p.t. ingen aksjer i selskapet. De siste aksjene ble solgt 21/11."*

På bakgrunn av at Aksjeeierne ikke har dokumentert hvert sitt eller samlet aksjeeierskap i Opticom, kan ikke Oslo Børs legge til grunn verken at Aksjeeierne samlet eier aksjer som utgjør mer eller mindre enn 40 % av stemmene i Opticom.

### 4.2 Forpliktende samarbeid

Under forutsetning av at Aksjeeierne samlet eier aksjer som representerer mer enn 40 % av stemmene i Opticom, er spørsmålet om Aksjeeierne har et *"forpliktende samarbeid [med] når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument"*, jfr. verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5.

Som redegjort for under punkt 3.3 ovenfor, må vilkåret om *"forpliktende samarbeid når det gjelder å gjøre bruk av rettigheter som eier av et finansielt instrument"* jfr. § 1-4 nr. 5, innebære et krav om faktisk samarbeid hvoretter partene i forhold til hverandre er gjensidig forpliktet om utøvelse av aksjonærrettigheter, jfr. NOU 1996:2 side 115.

Børsens undersøkelser har ikke avdekket skriftlige eller muntlige avtaler mellom Aksjeeierne om anvendelse av aksjonærrettighetene i Opticom utover enighet om å arbeide for å skifte ut dagens styre.

Både Orkla, Stordalen, Spetalen, Gudesen og Skagen har opplyst til Oslo Børs at de er av den oppfatning at det ikke er grunnlag for konsolidering som omtalt i Brevet fra advokat Wilhelmsen.

Orkla har opplyst til børsen at *"Orkla har ikke noen form for samarbeid eller forståelse med noen aksjonærer i Opticom om bruk av sine aksjonærrettigheter i Opticom utover at en sammen med enkelte øvrige aksjonærer har gitt uttrykk for at en ønsker å stemme for ett nytt styre i selskapet på den førstkommende ekstraordinære generalforsamlingen."*

Skagen har opplyst at *"SKAGEN Vekst har siden solgt alle sine aksjer i Opticom og eier p.t. ingen aksjer i selskapet. De siste aksjene ble solgt 21/11. Vi meddelte 28/11 til adv. Henrik Christensen at SKAGEN Vekst hadde solgt alle sine aksjer og dermed ikke ville inngå i grunnlaget for å begjære granskning av selskapet. Vi anser det som absurd at SKAGEN Vekst skal inngå i en "gruppe" som etter sigende skal representere og kontrollere over 40% av Opticom. Det eneste fondet har foretatt seg i forbindelse med Opticom siste måned er å inngå i grunnlaget for begjæring av ekstraordinær generalforsamling. Dette grunnlaget representerte 18,09% av selskapets aksjer."*

Stordalen og Spetalen har opplyst at *"Det foreligger intet forpliktende samarbeid mellom Orkla ASA, Øystein Stray Spetalen, Petter A. Stordalen og Hans Gude Gudesen, eller mellom disse og andre aksjonærer, knyttet til utøvelsen av aksjonærrettigheter i Opticom ASA. Det foreligger som nevnt heller ingen avtale eller annet forpliktende samarbeid vedrørende stemmegivning på generalforsamlingen den 7. desember."*

Gudesen har opplyst til Oslo Børs at *"Det foreligger ingen skriftlig eller muntlig avtale mellom meg selv, Hans Gude Gudesen, representerende 2.2 millioner aksjer i Opticom ASA, og nevnte gruppe, omtalt som "Orkla AS m.fl. som gruppe", utover en muntlig enighet om å stemme sammen på kommende ekstraordinære generalforsamling på to av de agendapunkter som foreligger, nemlig valg av nytt styre (pkt 3) og undersøkelse av den private plassering av aksjer som fant sted den 8de november dette år (pkt 5). Det foreligger således ingen spesiell avtale om den videre fremdrift av selskapet Thin Film, ei heller om hva som skal gjøres med den blokk med aksjer som Opticom kontrollerer i selskapet Fast Search and Transfer, utover det generelle, at partene har gitt uttrykk for at de står for langsiktighet i begge selskaper. For meg personlig er ikke dette noe jeg trenger å uttrykke i denne sammenheng, siden jeg krever å bli trodd på at den langsiktighet jeg hittil har representert i selskapene, er noe jeg akter å stå for også i årene fremover."*

Som nevnt over opplyses det i brev fra advokat Wiker at ABN Amro har solgt sine aksjer i Opticom. I brevet fra advokat Wiker fremgår det også at de fullmakter som er avgitt til advokat Henrik. A. Christensen i anledning den ekstraordinære generalforsamlingen 7. desember ikke har noen annen binding enn at advokat Christensen skal stemme for et styreskifte.

Børsen er ikke kjent med at ovenfor nevnte parter har krysseierskap eller er representert i hverandres selskaper som er relevante for denne saken, som skulle tale for konsolidering.

Som det fremgår av vedlegg til brevet fra advokat Wilhelmsen, har Orkla, DnB, Vital, ABN Amro, Skagen og selskaper representert av Spetalen, klaget til Foretaksregisteret med påstand om at Foretaksregisterets vedtak om registrering av kapitalforhøyelsen i Opticom fattet i november 2005 skal omgjøres. Innsendelsen av en slik klage kan i seg selv vanskelig sies å innebære et *"forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument"*, jfr. verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5. At partene har henvist til at selskapet, etter partenes oppfatning, var i en "overtakelsessituasjon" i henhold til børsloven § 5-15, kan ikke endre dette.

I følge brevet fra advokat Wilhelmsen, har Orkla, Gudesen, Spetalen og Stordalen anvendt logoen til Opticom. Oslo Børs kan ikke se at dette er dokumentert. Anvendelse av selskapets logo kan uansett i seg selv vanskelig sies å innebære et *"forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument"*, jfr. verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5.

Det fremgår også av brevet fra advokat Wilhelmsen at partene har opptrådt koordinert med det uttalte formål å oppnå kontroll med selskapet, inngått avtale med Gudesen om stemmegivningen på den kommende generalforsamlingen og på lang sikt har forpliktet seg til å utøve kontroll med selskapet. Både Orkla, Stordalen og Spetalen har avvist at

det foreligger en slik "avtale". Basert på de opplysninger Oslo Børs har mottatt, har aksjeeierne Orkla, Spetalen, Stordalen og Gudesen opptrådt til en viss grad samordnet i forbindelse med et samlet ønske om å velge nytt styre på generalforsamlingen i Opticom 7. desember. Dokumentasjonen som er vedlagt Brevet fra advokat Wilhelmsen taler for dette. Børsen forstår imidlertid saken slik at den samordnede opptreden knytter seg til førstkommande generalforsamling for valg av nytt styre og krav om granskning, som derved skal bidra til en langsiktig utvikling av selskapene (Opticom og FAST), snarere enn at partene har et forpliktende samarbeid av varig og konkret karakter.

Børsen er ikke kjent med at slik samordnet opptreden består i annet enn ønske om valg av nytt styre og granskning som nevnt, og det at enkelte av Aksjeeierne har klaget på Foretaksregisterets vedtak om å omgjøre sin beslutning om å registrere kapitalforhøyelsen knyttet til den rettede emisjon kan ikke tillegges avgjørende betydning.

Børsen viser også til at enkelte av Aksjeeierne i henhold til det opplyste har solgt sine aksjer i selskapet.

Som nevnt i punkt 3 over, viser børsen til forarbeidene når det gjelder samordnet opptreden i tilknytning til en bestemt generalforsamling:

*"Etter utvalgets syn ville det være fordel med en ytterligere presisering av at ikke enhver samordnet bruk av aksjonærrettigheter vil gi grunnlag for konsolidering. For eksempel samordnet opptreden i en generalforsamling med sikte på f.eks. skifte av styret, bør ikke i seg selv begrunne konsolidering etter tilbudspliktreglene. En blott og bar felles opptreden vil også falle utenfor ordlyden. Det er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, som bør begrunne konsolidering."*

Børsen forstår dette slik at samordnet opptreden i forbindelse med en enkeltstående generalforsamling, i seg selv vanskelig kan sies å innebære et "forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument", jfr. verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5.

Børsen kan heller ikke se at det er andre forhold som er opplyst for børsen, eller forhold som børsen har foranledning til å undersøke nærmere, som skulle tilsi en annen konklusjon. Det forhold at ikke samtlige av Aksjeeierne har svart børsen, kan ikke forhindre børsen i å fatte de konklusjoner som omtalt ovenfor, da børsen ikke har grunn til å anta at de øvrige av Aksjeeierne isolert sett kan konsolideres etter verdipapirhandelloven § 4-5.

## 5 Avsluttende bemerkninger

Børsens vurderinger bygger på de opplysninger børsen har hatt tilgjengelig eller har avdekket ved undersøkelser.

### **6.1.2 Klage fra Alcoa Inc. over børsens godkjenning 8. februar 2005 av Orkla ASAs pliktige tilbud på aksjene i Elkem ASA (Børsklagenemndens sak 1/2005)**

Avgjørelse av 16. mars 2005 av klage fra Alcoa Inc. (Alcoa, selskapet, klager) over børsens godkjenning 8. februar 2005 av Orkla ASAs pliktige tilbud på aksjene i Elkem ASA, jf. lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 4-14.

Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Oslo Børs har i godkjennelsesbrev av 8. februar 2005 godkjent tilbud og tilbudsdokument fremsatt av Orkla ASA i henhold til lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) § 4-1 jf. § 4-10 om erverv av samtlige aksjer i Elkem ASA:

"Oslo Børs har mottatt tilbudsdokument datert 8. februar 2005 vedrørende pliktig tilbud om erverv av samtlige aksjer i Elkem ASA fremsatt av Orkla ASA i henhold til verdipapirhandelloven § 4-1, jf. verdipapirhandelloven § 4-14.

Oslo Børs har ikke kontrollert riktigheten av de opplysninger som gis i tilbudsdokumentet. Basert på en gjennomgang av innsendt materiale og den informasjon Oslo Børs for øvrig har, er Oslo Børs imidlertid av den oppfatning at tilbudet og tilbudsdokumentet er i samsvar med kravene i verdipapirhandelloven kapittel 4. På denne bakgrunn godkjennes tilbudet og tilbudsdokumentet, jf. verdipapirhandelloven § 4-14.

I henhold til verdipapirhandelloven § 4-15 kan børsen kreve gebyr av tilbyder i forbindelse med godkjenning av tilbudsdokumentet. Gebyret er på NOK 100.000,- og vil bli fakturert særskilt."

Godkjennelsen ble påklaget av advokat Erik Thyness, advokatfirmaet Wiersholm, Mellbye & Bech, på vegne av Alcoa i brev 9. februar 2005.

Advokat Arne Tjaum, advokatfirmaet Bugge, Arentz-Hansen og Rasmussen har på vegne av Orkla ASA (heretter Orkla) inngitt tilsvaret til Alcoas klage i brev 18. februar 2005. Orkla har i anledning saken fått utarbeidet en betenkning av Geir Woxholth (Universitetet i Oslo). Betenkningen er oversendt Oslo Børs og Alcoa.

Alcoa, ved advokat Erik Thyness har i brev 1. mars 2005 kommet med ytterligere kommentarer til klagen og Orklas tilsvaret.

Oslo Børs har i brev 7. mars 2005 til Børsklagenemnden opprettholdt sitt vedtak av 8. februar 2005 om godkjenning av pliktig tilbud på samtlige aksjer i Elkem ASA fremsatt av Orkla. Saken ble i samme brev oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 26-3 første ledd og forvaltningsloven § 33.

16. mars 2005 fikk Børsklagenemnden oversendt brev fra advokat Erik Thyness, på vegne av Alcoa, hvor betenkningen utarbeidet av Geir Woxholth (Universitetet i Oslo), samt notat av 2. mars utarbeidet av Oslo Børs kommenteres. Vedlagt brevet fulgte også to vurderinger av beregningen av tilleggsvederlaget utarbeidet av henholdsvis Thore Johnsen (Norges Handelshøyskole) og Peter Warren (Warren Wicklund).

Oslo Børs har i e-post 16. mars 2005 opplyst at børsen ikke har hatt anledning til å vurdere de to ovennevnte vurderingene av tilleggsvederlaget før Børsklagenemndens møte samme dag.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte onsdag 16. mars 2005. Ved behandlingen og avgjørelsen av saken deltok Trygve Bergsåker (leder), Tor Bertelsen, Hugo Matre, Kirsten Sandberg og Norunn Dale Seland.

#### Sakens bakgrunn

10. januar 2005 ervervet Orkla 5 018 037 aksjer i Elkem ASA fra Storebrand Livsforsikring AS, DnB Nor Bank ASA og Folketrygdfondet (heretter også kalt selgerne). Orkla sendte ut børsmelding om ervervet samme dag. Ervervet medførte plikt for Orkla til å fremsette tilbud på kjøp av samtlige aksjer i Elkem ASA etter verdipapirhandelloven § 4-1 første ledd, da Orkla økte sin eierandel fra 39,85 prosent til 50,03 prosent.

Aksjene i Elkem ASA ble ervervet for NOK 235 pr. aksje. I tillegg mottok selgerne en betinget rett til tilleggsvederlag for det tilfelle at Orkla i perioden frem til utløpet av mars 2006 enten kjøpte eller solgte aksjer i Elkem ASA til en høyere veiet gjennomsnittskurs enn det avtalte vederlaget på NOK 235. Orkla opplyste på forespørsel fra Oslo Børs at de øvrige aksjonærene ville motta et tilsvarende tilbud som selgerne. Oslo Børs meddelte på denne bakgrunn Orkla at dette var problematisk i forhold til verdipapirhandelloven § 4-10 sjette ledd om rett til kontant oppgjør ved pliktig tilbud. Børsen var videre av den oppfatning at bestemmelsen ikke var til hinder for at aksjonærene kunne velge mellom kontantoppgjør og oppgjør som i den utløsende transaksjonen. Orkla meddelte på sin side børsen at selskapet var uenig i denne tolkningen. Børsen opplyste Orkla om at et tilbud uten kontant verdsettelse av tilbudet ikke kunne påregnes godkjent. På denne bakgrunn valgte Orkla ikke å utfordre børsen med hensyn til forståelsen av bestemmelsen.

Orkla inngikk 7. februar 2005 en endringsavtale med selgerne som innebar at den betingede retten til tilleggsvederlag bortfalt for 30 prosent av de solgte aksjene for hver av de tre selgerne, mot en tilleggskompensasjon på NOK 1 pr. aksje. Den betingede retten til tilleggsvederlaget ble opprettholdt for de resterende 70 prosent av aksjene. Det ble imidlertid avtalt at denne retten falt bort med tilbakevirkende kraft til avtaletidspunktet dersom det i forbindelse med det pliktige tilbudet ble fastslått at kontantverdien av det betingede tilleggsvederlaget var høyere enn det fikserte tilleggsvederlaget. I så fall skulle selgerne også for disse aksjene motta et vederlag på NOK 1 pr. aksje. Orkla sendte 7. februar 2005 ut børs melding om endringsavtalen.

Øvrige aksjonærer i Elkem skulle ved aksept av det pliktige tilbudet tilbys tre oppgjørsalternativer utover NOK 235 pr. aksje:

- a) Et fast beløp på NOK 1 pr. aksje solgt i henhold til det pliktige tilbudet,
- b) En betinget rett til tilleggsvederlag pr. aksje solgt i henhold til det pliktige tilbudet,
- c) En kombinasjon av alternativene a) og b) hvor aksjonærene kunne motta fiksert tilleggsvederlag for 30 prosent av aksjene solgt i henhold til tilbudet (jf. a) ovenfor), og betinget tilleggsvederlag (jf. b) ovenfor) for de resterende 70 prosent av aksjene.

Av Orklas tilbuds dokument av 8. februar 2005 fremgår de nærmere vilkårene for å motta betinget tilleggsvederlag.

Oslo Børs godkjente i godkjennelsesbrev 8. februar 2005 Orklas tilbud og tilbuds dokument i henhold til verdipapirhandelloven § 4-14 første ledd. Orkla sendte samme dag ut børs melding om fremsettelse av pliktig tilbud, samt om at tilbudet og tilbuds dokumentet var godkjent av Oslo Børs.

Alcoa (v/advokat Erik Thyness) påklaget ved brev 9. februar 2005 børsens godkjennelse av tilbudet i henhold til børsloven § 5-14. Orkla (v/advokat Arne Tjaum) har i brev 18. februar 2005 kommentert Alcoas klage. Orkla har fått utarbeidet en betenkning av Geir Woxholth (Universitetet i Oslo) angående betydningen av tilleggsavtaler for prisfastsettelsen ved pliktige tilbud. Betenkningen er oversendt børsen og Alcoa.

Oslo Børs har i brev 7. mars 2005 til Børsklagenemnden opprettholdt sitt vedtak om godkjennelse av Orklas tilbud og tilbuds dokument.

I børs melding 22. februar 2005 har Orkla offentliggjort at tilbudsperioden forlenges til 22. mars 2005 kl. 16.00.

Advokat Erik Thyness har, på vegne av Alcoa, i brev datert 15. mars 2005, kommentert betenkningen utarbeidet av Geir Woxholth (Universitetet i Oslo) og notat 2. mars utarbeidet av Oslo Børs. Vedlagt brevet følger to vurderinger av tilleggsvederlaget,

utarbeidet av henholdsvis Thore Johnsen (Norges Handelshøyskole) og Peter Warren (Warren Wicklund).

## Børsens godkjenning

Oslo Børs godkjente som nevnt Orklas tilbud og tilbudsdokument ved sitt godkjennelsesbrev 8. februar 2005. Børsens begrunnelse for godkjenningen fremkommer på vanlig måte ikke i godkjennelsesbrevet. I brev 7. mars 2005 til Børsklagenemnden har børsen begrunnet vedtaket. Det fremgår av sistnevnte brev at børsen opprettholder sitt opprinnelige vedtak om godkjenning av tilbudet og tilbudsdokumentet.

I e-post 16. mars 2005 opplyses det for øvrig at Oslo Børs ikke har hatt anledning til å vurdere Alcoas siste brev med vedlegg, datert 15. mars 2005.

Børsen konstaterer i sitt brev 7. mars 2005 innledningsvis at klagen er rettidig fremsatt og at Alcoa som aksjonær i målselskapet må anses for å ha rettslig klageinteresse. Børsen finner for øvrig ikke at det er grunn til å gi klagen oppsettende virkning, på bakgrunn av at tilbudsperioden er forlenget og tidspunktet for den planlagte børsklagenemndsbehandlingen.

Børsen går så over til å drøfte de materielle spørsmålene i saken. Børsen viser til at saken reiser to spørsmål:

"- Skal tilbudsprisen beregnes med utgangspunkt i endringsavtalen inngått etter at tilbudspliktgrensen ble passert men før fremsettelse av tilbudet, eller den opprinnelige avtalen?

- Er det betingede tilleggsvederlaget etter avtalen evt supplert med tilleggsavtalen verd mer enn NOK 1. "

Børsen drøfter først endringsavtalens betydning for tilbudsprisen, og viser til at tilbudsprisen etter verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd skal være minst like høy som det høyeste vederlaget som er enten betalt eller avtalt i seksmånedersperioden før tilbudsplikten inntrådte:

"Spørsmålet er for det første om "avtalt" betyr enhver avtale som er inngått i perioden, selv om denne gjennom reforhandling har fått en annet innhold,

Er det i reforhandlingen avtalt et høyere vederlag er det klart at dette skal legges til grunn ettersom dette da vil være det høyeste, jf 4-10 også femte ledd om høyere vederlag betalt eller avtalt frem til tilbudsperiodens utløp. Med endringsavtaler siktes i det følgende bare til endringsavtaler som ikke har høyere vederlag enn den opprinnelige avtalen.

Ordlyden i vphl. § 4-10 fjerde ledd "betalt eller avtalt" kan forstås på to måter. Det ene er slik klager har gjort, at enhver avtale er bindende for verdsettelsen, slik at tilbyder og selger er avskåret fra å reforhandle det avtalte vederlaget med virkning for de øvrige aksjonærene etter tilbudspliktens inntreden, så lenge reforhandlingen ikke fremstår som et nytt tilbud etter vphl. § 4-12. Det andre tolkningsalternativet er at "avtalt" refererer til avtalen slik den lyder etter eventuelle reforhandlinger. For dette tolkningsalternativet er det også spørsmål om hvor sent en endring kan gjøres. Er dette begrenset til tilbudspliktens utløsning, til fremsettelse av tilbudet eller til tilbudsperiodens avslutning?.

Vphl § 4-10 fjerde ledd viser til avtaler og betaling i "perioden før tilbudsplikten inntrådte", mens femte ledd om når erverv til høyere priser skal anses som nytt tilbud gjelder etter ordlyden "etter at tilbudsplikten inntrådte og før utløpet av

tilbudsperioden". Om en endringsavtale inngått etter tilbudspliktens inntreden kan påvirke en avtale inngått forut for dette tidspunkt synes ikke direkte regulert.

I perioden mellom tilbudspliktens inntreden og fremsettelse av tilbudet, skal tilbyder gi melding etter § 4-8 om det vil bli fremsatt tilbud eller nedslag. Tilbyder som har sagt han vil fremsette tilbud kan imidlertid ikke omgjøre dette til at han skal selge seg under tilbudsgrensen, jf § 4-8 tredje ledd. Tilbudsbetingelsene som tilbudsprisen, eventuelt alternativt oppgjør og tilbudsperioden vil ikke nødvendigvis fremgå av slik melding. Når § 4-10 femte ledd anviser at "nytt tilbud skal anses fremsatt" dersom det er betalt eller avtalt høyere vederlag enn tilbudsprisen også når dette er gjort før fremsettelse av tilbudet, synes det å måtte bero på en inkurie. På dette tidspunkt eksisterer det jo ikke noe tilbud som dette kan være "nytt" i forhold til, og ikke nødvendigvis noen kjent en tilbudspris. Riktignok vil tilbudsprisen ofte være kjent, men det er ikke nødvendig. Det riktige må være at avtale eller betaling etter tilbudspliktens inntreden men før tilbudets fremsettelse skal utgjøre beregningsgrunnlaget for høyeste vederlag etter § 4-10 fjerde ledd slik at denne gjelder seks måneders perioden før tilbudsperiodens inntreden og i perioden frem til tilbudet fremsettes. Etter at tilbudet er fremsatt må tilbyder anses avtalerettslig bundet overfor de øvrige aksjonærene til å ikke tilby lavere pris."

Børsen anfører videre at denne forståelsen synes å ha støtte i forarbeidene og forhistorien til bestemmelsen, og viser blant annet til NOU 1996: 2 s. 21 og 104 og Ot.prp. nr. 53 (1988-89) s. 22. Videre uttaler børsen:

"Loven legger således opp til at de øvrige aksjonærene skal motta samme kontrollpremie som selger av kontrollposten. At de øvrige aksjonærene skal kunne oppnå et høyere beløp enn denne synes ikke å være påkrevet for å fylle lovens hensikt. Reforhandles vederlaget før pliktig tilbud faktisk fremsettes, tilsier altså lovens formål at endringene skal legges til grunn i tilbudsprisen. Noe annet ville medføre at de øvrige aksjonærene kunne få en utilsiktet fordel som synes å falle utenfor rekkevidden av vphl. kap. 4. Satt på spissen ville altså en avtale om kjøp av aksjer kunne bli avgjørende for tilbudsprisen om den er inngått i den relevante perioden, selv om den er annullert av partene gjennom en ny avtale.

Et hensyn som kan tale i motsatt retning, er at muligheten for reforhandling av avtaler som grunnlag for tilbudsplikten muliggjør konstruksjoner for hvor deler av vederlaget skjules utenom vederlaget med den hensikt å redusere tilbudsprisen i det pliktige tilbudet. Dette kan gjøres ved å redusere det synlige vederlaget, men kompensere dette i forpliktelser, forståelser eller andre former for vederlag som børsen og markedet ikke ser. Det har imidlertid formodningen mot seg at dette skulle styre tolkningen når det ikke er nevnt i forarbeidene.

Børsen er ikke kjent med at problemstillingen er satt på spissen, selv om det i Norsk Hydros og Statoils tilbud på Saga Petroleum ASA i 1999 kan sies å ha foreligget en lignende situasjon; en avtale som ble omgjort og som ikke ble vurdert i forhold til tilbudsprisen i det pliktige tilbudet.

Børsens oppfatning deles også av Bechmann m.fl. "Verdipapirhandeloven, Kommentartutgave", 2002, hvor følgende uttales på s. 328:

"På den annen side kan det hevdes at den opprinnelige avtalen ikke lenger er i kraft og at lovteksten må leses med det forbehold at den kun gjelder avtaler som fortsatt eksisterer og ikke har blitt endret. Formålet med reglene er å gi de øvrige aksjonærer del i den kontrollpremie som tilbyder faktisk har eller vil betale, og dette tilsier at tilbudsprisen må baseres på den justerte pris (samt at man må se bort fra prisen etter en kansellert avtale)."



For børsen syntes det således at det er lite tvilsomt at endringsavtalen mellom tilbyder og selgerne av 7. februar 2005 kan legges til grunn ved beregningen av prisen i det pliktige tilbudet. Det er ikke fremkommet anførsler eller momenter i klagen knyttet til tolkningsspørsmålet som ikke var kjent for børsen ved godkjenningen."

Børsen går så over til å drøfte spørsmålet om verdsettelsen av tilleggsvederlaget. Børsen viser til at den før godkjenningen av tilbudet vurderte om tilleggsvederlaget kunne beregnes etter anerkjente opsjonsteorier. Børsen fikk brakt på det rene at dette ikke var mulig, uten forutsetninger som ikke var til stede. Børsen la på denne bakgrunn til grunn at den prisen som Storebrand, DnB Nor og Folketrygdfondet godtok for å avstå den betingede retten, utgjorde en markedsmessig prissatt verdi. Børsen viser videre til at den forespurte selgerne om Orkla hadde gitt selgerne andre ytelser i tilknytning til salget eller i tilknytning til reforhandling av avtalene. Det ble også bedt opplyst om det var en implisitt forståelse mellom partene om Orklas opptreden i tilknytning til selskapets kjøp av aksjene som kunne ha betydning for tilbudet. Selgerne besvarte dette benektende (skriftlig). Børsen legger videre til grunn at det må ha formodningen mot seg at selgerne skulle akseptere et lavere vederlag enn det de selv verdsatte retten til, og viser til at dette i så fall ville innebære et gaveelement overfor Orkla.

Børsen har vurdert klagers anmodning om at Børsklagenemnden engasjerer ekstern bistand for å vurdere tilbudsprisen. Børsen viser til at den for egen del ikke har funnet dette påkrevet, men benyttet ekspertise i børsens egen derivatavdeling. Børsen viser til at denne avdelingen kan bistå klagenemnden om det skulle være ønskelig.

Etter børsens vurdering er alminnelig opsjonsteori ikke tilstrekkelig anvendelig for å bestemme verdien av tilleggsvederlaget, og viser til enkelte beregningsmetoder som alle bygger på forutsetninger om inntreden av forhold utenfor partenes kontroll ("Black & Scholes", binomisk opsjonsteori og NHHs "0-4 - 0,5-modell").

Videre uttaler børsen:

Til tross for at Orkla og Alcoa har forskjellige synspunkter på sannsynligheten for at retten til tilleggsvederlag vil bli utløst, mener børsen likevel at man ikke uten videre kan se bort fra Orklas uttalelser om at selskapet med all sannsynlighet ikke vil foreta disposisjoner som utløser retten til tilleggsvederlag. Orkla kontrollerer i stor grad denne sannsynligheten og det synes således naturlig å legge noe vekt på selskapets vurderinger og uttalelser i forhold til dette spørsmålet. Det må således kunne antas at helt spesielle forhold, enten med hensyn til kursen på Elkem-aksjene eller med hensyn til endringer i selskapets strategi, må til for at Orkla ikke skal holde seg i ro med hensyn til å kjøpe eller selge Elkem-aksjer til over det avtalte grunnbeløpet.

Børsens derivatavdeling har utarbeidet en betenkning hvor retten til tilleggsvederlaget forsøkes priset. Konklusjonen er, i tråd med ovennevnte, at prising etter kjente opsjonsmodeller ikke lar seg gjøre med tilstrekkelig grad av sikkerhet fordi det ikke er mulig å tallfeste sannsynligheten for at retten til tilleggsvederlagte utløses.

I betenkningen er det likevel gjort enkelte simuleringer. Dersom det forutsettes at det ikke er mer enn 20% sannsynlighet for at Orkla vil kjøpe eller selge Elkem-aksjer for mer enn NOK 235 i perioden frem til 1. april 2006, så vil tilleggsvederlaget ha en lavere verdi enn NOK 1,00. Det vises til Bilag 11 hvor dette blir nærmere redegjort for.

Børsen har ikke grunnlag for å si at sannsynligheten er høyere enn 20 % og at det fremsatte tilbudet derfor er for lavt. Børsen kan ikke se at de forhold som er nevnt i klagen, eller de fremlagte opplysningene om selskapsovertagelser i USA endrer

dette. Det er åpenbart scenarier som gjør Orkla til så vel kjøper som selger til høyere priser, men hvilken sannsynlighet disse har er vanskelig å si og vil til enhver tid være under Orklas kontroll.

Selv om man med opsjonsteori fremkommer med et intervall, vil det ut fra det ikke gi noe riktigere resultat om det foretas en valg f eks i midten av intervallet fordi dette vil avhenge av sannsynligheten for at tilleggsvederlaget blir aktualisert."

Børsen er videre uenig med klager i at tilbyder må ha tvilsrisikoen for at prisen er tilstrekkelig høy. Børsen uttaler i den anledning at det må være tilstrekkelig at det foreligger sannsynlighetsovervekt for at prisen er tilstrekkelig høy, under henvisning til at tilbyder i henhold til verdipapirhandelloven § 12-6 har plikt til å gi børsen de opplysninger den anser nødvendig for å opplyse dette. Børsen viser til at dersom den skal nekte å godkjenne tilbudet må børsen sannsynliggjøre at prisen ikke er tilstrekkelig høy.

Børsen uttaler videre at det faktum at Elkemaksjen har vært omsatt til nivåer rundt NOK 240 pr. aksje etter offentliggjøring av tilbudet, har begrenset verdi som indikator blant annet fordi volumene er svært små.

Børsen konkluderer med at det ikke foreligger forhold som kan tilsi at Storebrand, DnB NOR og Folketrygdfondet har akseptert et for lavt kontantoppgjør for 30 prosent av aksjene.

Avslutningsvis uttaler børsen:

"Selv om Børsklagenemnden skulle være uenig i børsens rettslige vurdering ovenfor om at tilleggsavtalen er avgjørende for hva som er høyeste vederlag, mener børsen at denne som bindende mellom partene likevel tjener som verdiindikator for verdsettelsen av den betingede retten etter den opprinnelige avtalen.

Børsen mener med dette å ha anvendt sitt beste skjønn ved vurdering av tilbudet. Børsen har etter dette ikke funnet grunnlag for å endre godkjennelsen av tilbudet og tilbudsdokumentet, og oversender saken til Børsklagenemnden for behandling."

Klagen

Alcoa har ved advokat Erik Thyness påklaget Oslo Børs' godkjennelse av Orklas tilbud i brev 9. februar 2005. I brev 1. mars 2005 har Alcoa kommentert Orklas tilsvarende (jf. nedenfor). Videre har advokat Erik Thyness, på vegne av Alcoa, i brev datert 15. mars ytterligere kommentert betenkningen utarbeidet av Geir Woxholth (Universitetet i Oslo) og et notat av 2. mars 2005 utarbeidet av Oslo Børs.

Alcoa anmoder Børsklagenemnden om å oppheve Oslo Børs' vedtak om å godkjenne Orklas tilbud av 8. februar 2005, samt om å instruere Oslo Børs om ikke å godkjenne et nytt tilbud med mindre tilbudsprisen reflekterer Børsklagenemndens verdsettelse av det samlede vederlaget som ble avtalt med selgerne.

Alcoa tar i sin klage av 9. februar 2005 først opp forholdet mellom den opprinnelige avtalen og etterfølgende endringsavtalene. Alcoa anfører at de etterfølgende avtaler ikke innebærer noen endring i det vederlaget som ble "avtalt" i henhold til verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd. Alcoa viser til at dette følger direkte av ordlyden, jf. "avtalt". I brevet 1. mars 2005 opprettholder Alcoa dette synspunktet, og viser i tillegg til at dette også støttes av forarbeidene (NOU 1996: 2 s. 105) uttalelse om at formålet med bestemmelsen er hensynet til aksjonærene, samt av reelle hensyn. Når

det gjelder reelle hensyn trekker Alcoa blant annet frem at en frivillig reduksjon av vederlaget fra de opprinnelige selgernes side ikke kan få betydning for de øvrige aksjonærene og den tilbudspris som skal legges til grunn overfor disse. Det er således etter Alcoas vurdering klart at det er den opprinnelige avtalen som skal legges til grunn ved vurdering av den pliktige tilbudsprisen.

I brev datert 15. mars 2005 opprettholder Alcoa sin forståelse av verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd, og imøtegår den tolkning av samme bestemmelse som legges til grunn i betenkningen Orkla har fått utarbeidet av Geir Woxholth (Universitetet i Oslo).

Alcoa anfører videre at det må være tilbyderen som har tvilsrisikoen. Alcoa viser i sitt brev 1. mars 2005 til, under henvisning til juridisk teori (Hov, Rettergang i sivile saker, 2. utg. 1994 s. 436 flg.) og rettspraksis (Rt. 2003 s. 713 avsnitt 86), til at hovedregelen om overvektsprinsippet kan fravikes der dette etter de konkrete forhold anses riktig. For øvrig uttales det i klagen av 9. februar 2005 følgende:

”Det er tilbyder som frivillig har inngått avtaler om å betale et betinget tilleggsvederlag. Orkla har med åpne øyne inngått en avtale som ville utløse tilbudsplikt og som omfatter et vederlagselement som åpenbart er vanskelig å verdsette. Orkla har videre den faktiske kontroll med bevisene knyttet til avtalens bakgrunnshistorie. I denne situasjonen må det ved tvil om at tilleggsvederlagets verdi være viktigere å beskytte minoritetsaksjonærene mot at prisen i det pliktige tilbudet settes for lavt enn å beskytte Orkla mot at den settes for høyt. Vi viser i denne sammenheng til Høyesteretts avgjørelse av bevisbyrdespørsmålet i forbindelse med den lignende problemstilling i tilknytning til tvungen innløsning av minoritetsaksjonærer i henhold til aksjeloven/allmennaksjeloven § 4-26, se dom inntatt i Rt. 2003 s. 713 avsnitt 86.”

Når det gjelder spørsmålet om verdsettelsen av det betingede vederlaget, jf. avtalene av 10. januar 2005, anfører klager at verdien er betydelig høyere enn NOK 1,00, og at Oslo Børs således ikke skulle ha godkjent tilbudet. Videre anfører Alcoa at verdsettelsen må vurderes med utgangspunkt i forholdene på det opprinnelige avtaletidspunktet, og at innholdet i endringsavtalene således har begrenset verdi i forhold til verdsettelsesspørsmålet. I tillegg anføres det i klagen:

”For det første er vilkårene i tilleggsavtalen ganske åpenbart strukturert med sikte på å ”bevise” at markedsverdien av tilleggsvederlaget ikke overstiger NOK 1,00 per aksje. Men hvis tilleggsvederlaget virkelig hadde så liten verdi, hvorfor har da partene brukt tre uker på å forhandle seg frem til en sinnrik kombinasjon av kontantavløsning og videreføring av tilleggsvederlagsmodellen? Hvorfor har de ikke simpelthen nøydt seg med å avtale at tilleggsvederlaget for samtlige aksjer skulle erstattes med en økning i kontantvederlaget på NOK 1,00 per aksje? Det er vanskelig å se noen annen plausibel forklaring på dette enn at selgerne ønsket å beholde en størst mulig andel tilleggsvederlaget samtidig som de ville gi Orkla en ”hjelpende hånd” i forhold til verdipapirhandellovens ”problematiske” bestemmelser om tilbudspris.

Innholdet i tilleggsavtalen sannsynliggjør derfor ikke at verdien av det betingede tilleggsvederlaget på dette tidspunktet var NOK 1,00. Snarere sannsynliggjør strukturen at verdien var mer enn NOK 1,00 uten at man dermed kan slutte noe om hva partene konkret har ment at verdien er.

For det annet er NOK 1,00 rett og slett et for lavt beløp til å representere en troverdig verdsettelse av tilleggsvederlaget. Beløpet tilsvarer 0,43 % av det faste vederlaget på NOK 235. Det fremstår som lite sannsynlig at profesjonelle aktører som Folketrygdfondet, Storebrand og DnB NOR skulle bruke tid og krefter på å fremforhandle - og siden reforhandle i detalj - et tilleggsvederlag med så minimal verdi.”

Alcoa anfører videre at Børsklagenemnden i henhold til børsloven § 5-14 og forvaltningsloven § 34 har kompetanse til å prøve alle sider av saken, herunder verdsettelsesspørsmålet.

Alcoa anfører at verdsettelsen må foretas ut fra et skjønn. I klagen av 9. februar redegjør Alcoa for ulike måter å utøve dette skjønn på. For det første vises det til alminnelige opsjonsteorier, som etter klagers vurdering kan indikere verdien av den betingede retten til tilleggsvederlag. Alcoa begrunner dette med at den betingede retten til tilleggsvederlaget har likheter med en kjøpsopsjon til å kjøpe tilbake aksjene og selge dem i perioden frem til 31. mars 2006. Videre redegjør klager for hvordan henholdsvis empiriske data fra oppkjøpssituasjoner, implisitt prising i aksjemarkedet, samt vurdering av uavhengige observatører kan brukes i forbindelse med utøvelsen av skjønn til å fastsette verdien av vederlaget.

I brevet 1. mars 2005 imøtegår Alcoa Orklas innsigelser til disse metodene for å vurdere og fastsette verdien på den betingede retten til vederlaget. I brev datert 15. mars imøtegår Alcoa den vurderingen Oslo Børs har foretatt av verdsettelsen av tilleggsvederlaget, særlig sett hen til et notat av 2. mars 2005 utarbeidet av Oslo Børs.

Avslutningsvis uttales det at det etter Alcoas vurdering vil være hensiktsmessig at Børsklagenemnden engasjerer sakkyndige ved avgjørelsen av verdsettelsesspørsmålet.

Som nevnt konkluderer Alcoa med at børsens godkjenning må oppheves, samt at Børsklagenemnden instruerer Oslo Børs til ikke å godkjenne et nytt tilbud med mindre dette reflekterer Børsklagenemndens verdsettelse av det samlede vederlaget som ble avtalt med selgerne ved avtale 10. januar 2005. Denne konklusjonen opprettholdes i Alcoas brev 1. mars 2005.

Tilsvare

Orkla har ved advokat Arne Tjaum i brev 18. februar 2005 gitt enkelte merknader til Alcoas klage. Orkla har også fått utarbeidet en betenkning av Geir Woxholth (Universitetet i Oslo) vedrørende tolkningen av verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd.

Orkla er for det første uenig med Alcoa i at endringsavtalene ikke skal hensyntas ved fastsettelsen av prisen i et pliktig tilbud. Etter Orklas oppfatning er det ikke tilstrekkelig å vurdere hva partene opprinnelig har avtalt. Orkla anfører at "avtalt" i verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd må forstås slik at den omfatter det som faktisk, og ikke bare opprinnelig, er avtalt mellom partene. Orkla mener at denne forståelsen følger av lovens ordlyd og forarbeider. Orkla hevder at formålet med bestemmelsen er å sikre at aksjonærene skal få tilgang til det som faktisk er ytt som vederlag, slik at de behandles likt med selgerne av kontrollposten. Orkla viser til at dette synspunktet støttes av juridisk teori.

For det annet drøfter Orkla om tilbudspliktens inntreden representerer en "tidsmessig yttergrense" for hvilke avtaleendringer som skal tas i betraktning ved fastsettelse av tilbudsprisen i det pliktige tilbudet. Etter Orklas syn taler de mest tungtveiende grunner for at enhver endring som gjøres før fremsettelsen av tilbudet må hensyntas ved fastsettelsen av tilbudsprisen i et pliktig tilbud. Orkla viser i denne sammenheng blant annet til Bechmann, Bergo et al. i "Verdipapirhandelloven, Kommentirutgave", 2002 s. 328.

For det tredje er Orkla uenig i Alcoas anførsler vedrørende fastsettelsen av verdien av den betingede retten til tilleggsvederlag, blant annet når det gjelder Alcoas anførsel om at det må ses bort fra endringsavtalene. Orkla anfører her prinsipielt at prisen ikke er satt for lavt, og viser i den forbindelse til at selgerne har vært villige til å frafalle den betingede retten mot et tilleggsvederlag på NOK 1. Etter Orklas syn er dette det beste

utgangspunktet for vurderingen av verdien av tilleggsvederlaget. For øvrig viser Orkla til at i henhold til tilbudsdokumentet punkt (vi) er verdien av tilleggsvederlaget for de resterende 70 prosent av aksjene (som ikke i utgangspunktet omfattes av tilbudet om tilleggsvederlag tilsvarende NOK 1) også maksimalt er verdsatt til NOK 1.

Orkla konkluderer med at tilbudet oppfyller lovens krav.

Subsidiært, for det tilfelle at Børsklagenemnden skulle komme til at det er den opprinnelige avtalen som må legges til grunn, viser Orkla til at en verdsettelse av den betingede retten vil "være vanskelig og inneholde en rekke antagelser og skjønnsmessige vurderinger". Orkla anfører videre at Oslo Børs må anses for å ha vide rammer for sin skjønnsutøvelse, som det er vanskelig for andre å overprøve.

Orkla har i sitt brev redegjort for enkelte verdsettelsesprinsipper som må legges til grunn ved verdsettelsen av den betingede retten. For det første anfører Orkla at det må legges en konkret vurdering til grunn, og imøtegår med dette Alcoas anførsel om at alminnelige opsjonsteorier kan legges til grunn. For det annet anfører Orkla at endringsavtalene må tillegges indirekte og avgjørende betydning for innholdet av Orklas tilbudspunkt, ved at selgerne har oppgitt den betingede retten mot et vederlag på NOK 1. For det tredje må det foretas en vurdering av den betingede retten i seg selv. Orkla hevder i den forbindelse at det fremsto som lite sannsynlig at selskapet ville selge eller kjøpe aksjer på høyere nivåer. For det fjerde anfører Orkla at det ikke foreligger relevante empiriske data, slik Alcoa hevder. For det femte mener Orkla at implisitt prising i aksjemarkedet er uegnet i denne saken, fordi slik implisitt prising er basert på vurderinger av samme forhold som er avgjørende for at opsjonsteorier ikke kan benyttes.

Når det gjelder spørsmålet om hvem av partene som har tvilsrisikoen, mener Orkla at hovedregelen om overvektsprinsippet må gjelde.

Orkla konkluderer avslutningsvis med at Alcoas klage må forkastes.

Børsklagenemndens bemerkninger

*Børsklagenemndens flertall* (Bergsåker, Matre, Seland og Sandberg) skal bemerke:

Børsens og Børsklagenemndens oppgave og myndighet i tilknytning til det pliktige tilbudet gjelder spørsmålet om godkjenning eller ikke godkjenning av det tilbudet (samt tilbudsdokumentet) som Orkla ønsker å legge frem for aksjonærene, jfr. vphl. § 4-14 første ledd. Det er ikke børsens eller Børsklagenemndens oppgave å beregne tilbudsprisen etter § 4-10 fjerde ledd. Saken skiller seg således fra en skjønns sak for fastsettelse av løsningssum etter almenaksjelovens § 4-25.

Første spørsmål i saken er om avtalene av 10. januar 2005 er avgjørende ved beregning av tilbudsprisen etter § 4-10 fjerde ledd første punktum selv om avtalenes bestemmelser om vederlag ble satt ut av kraft ved nye avtaler mellom partene 7. februar 2005. Svaret på dette beror på en tolkning av § 4-10 fjerde ledd første punktum.

Når man ser denne bestemmelsen i sammenheng med § 4-10 femte ledd, kan det etter nemndens syn ikke være tvil om at nye avtaler frem til det tidspunkt tilbudet fremsettes, er relevante i forhold til § 4-10 fjerde ledd første punktum. Dette må gjelde selv om sistnevnte bestemmelse etter ordlyden bare gjelder avtaler (og betaling) i tiden frem til tilbudspunktet inntreffer. Spørsmålet i saken er om en ellers bindende avtale som inngår i vurderingen etter § 4-10 fjerde ledd første punktum, kan endres før tilbudet fremsettes med den virkning at den opprinnelige avtalen ikke lenger inngår i vurderingen etter § 4-10 fjerde ledd første punktum. Ordlyden løser ikke dette spørsmålet. Spørsmålet begrenses for øvrig til endringsavtaler som inngås før pliktig tilbud er fremsatt.

Børsklagenemnden legger til grunn at det bærende hensynet bak reglene om beregning av tilbudspris ved pliktig tilbud, er at aksjonærer som benytter tilbudet, skal få minst like gode vilkår som de beste vilkårene som tilbydereren har betalt fra seks månedersperiodens begynnelse til tilbudet fremsettes, eller som tilbydereren i henhold til avtale er forpliktet til å betale på det tidspunkt tilbudet fremsettes. Hvis kjøp av en kontrollpost gir selgeren en kontrollpremie, skal de øvrige aksjonærer få del i denne. Det er etter nemndens oppfatning i denne saken ingen hensyn som tilsier at det ikke skulle være adgang til å endre en inngått avtale med virkning for fastsettelse av tilbudsprisen etter § 4-10 fjerde ledd første punktum. Dette kan stille seg annerledes ut fra konkrete omstendigheter i andre tilfeller. Det er vanskelig å se at det generelt er behov for et prinsipp om at "bordet fanger" ved inngåelsen av en avtale som er av betydning i forhold til § 4-10 fjerde ledd første punktum, i den forstand at avtalen ikke senere kan endres med virkning for tilbudsprisen. Dette gjelder enten det dreier seg om den avtalen som utløser tilbudsplikten etter kapittel 4, eller det dreier seg om en avtale om aksjeervert som er inngått tidligere i seks månedersperioden. Nemnden ser bort fra muligheten for at den opprinnelige avtalen kan indikere en høyere markedskurs enn det reviderte vederlaget etter § 4-10 fjerde ledd annet punktum. Dette er ikke tema i nærværende sak. Så lenge den reviderte avtalen har full realitet for avtalens uavhengige parter (herunder selgerne av en kontrollpost som i denne saken), kan det ikke legges til grunn at loven stenger for endring av en tidligere inngått avtale med virkning for tilbudsprisen. Nemnden konkluderer etter dette med at avtalene av 7. februar 2005 er avgjørende for fastsettelse av tilbudsprisen.

Neste spørsmål er om det pliktige tilbudet som Orkla har gitt, oppfylder kravet i § 4-10 første ledd første punktum. Ifølge § 4-10 sjette og åttende ledd skal oppgjør i henhold til tilbudet skje i penger og senest innen 14 dager etter tilbudsperiodens utløp. Det er ifølge sjette ledd likevel adgang til å gi aksjonærene et alternativ til oppgjør i penger. Det fremgår ikke klart av lovens tekst om også et slikt alternativ omfattes av regelen i åttende ledd om oppgjør innen 14 dager. Slik saken er lagt frem for nemnden, er det ikke nødvendig å gå inn på dette.

Det tilbudet som er fremsatt, gir aksjonærene rett til å velge oppgjør i penger med kr 236,- pr aksje innen fjorten dager. Alternativene går ut på oppgjør i penger med kr 235,- pr aksje, eventuelt kr 236,- pr. aksje for 30 % av aksjene, innen fjorten dager og utsatt oppgjør av mulig tilleggsvederlag som beskrevet i tilbudets to øvrige alternativer. Ett av de to alternativene er identisk med den vederlags- og oppgjørsavtalen som ble inngått med selgerne av kontrollposten ved endringsavtalen 7. februar 2005. Det er uenighet om hvorvidt alternativet med fullt oppgjør i penger (kr 236,- pr aksje) innen 14 dager er minst like godt som det vederlag pr aksje som ble avtalt med selgerne av kontrollposten 7. februar 2005. Uenigheten skyldes ulike oppfatninger om verdsettelsen av den betingede retten til tilleggsvederlag, herunder ulike syn på sannsynligheten for at betingelsene for tilleggsvederlag etter avtalen av 7. februar 2005 vil inntreffe.

Nemnden har vurdert betydningen av klausulen i avtalene av 7. februar 2005 om at den betingede retten til tilleggsvederlag faller bort hvis denne retten verdsettes til mer enn 1 krone pr aksje, og at retten i så fall erstattes av et tilleggsbeløp på 1 krone pr aksje. Det kan hevdes at en verdsettelse av tilleggsvederlaget som skjer i dag, ikke kan resultere i et høyere beløp enn 1 krone pr aksje som følge av denne klausulen. Dette beløpet utgjør følgelig et tak ved en verdsettelse som foretas i dag. Slik avtalene er utformet, kan tilleggsvederlaget derimot senere vise seg å ha en høyere verdi enn 1 krone på aksje dersom det ikke foretas noen verdsettelse i dag. Det samme gjelder dersom en verdsettelse i dag ikke overstiger 1 krone pr aksje. I så fall vil selgerne av kontrollposten kunne oppnå høyere vederlag gjennom avtalen om betinget tilleggsvederlag (dersom betingelsene senere oppfylles og tilleggsvederlaget utgjør mer en 1 krone pr aksje), mens de aksjonærer som i henhold til det pliktige tilbudet velger fullt pengeoppgjør for alle aksjer innen fjorten dager, vil gå glipp av muligheten for høyere tilleggsvederlag. Det kan reises spørsmål om man ved beregning av tilbudsprisen etter § 4-10 fjerde ledd første punktum må se bort fra en avtale om at vederlaget skal revideres hvis det fører til

en tilbudspris over et bestemt beløp. Hvis en slik avtale aksepteres, må tilbudsprisen beregnes på ny under hensyn til det reviderte vederlaget hvis den første beregningen resulterer i en pris over det taket som er satt. Det er i så fall et problem at aksjonærene kan komme ulikt ut dersom avtalen tillegges direkte betydning for tilbudsprisen etter § 4-10 fjerde ledd første punktum. Hvis børsen eller Børsklagenemnden godtar at avtalen får den virkning at verdien av vederlaget ikke kan overstige kr 236,- pr aksje og på dette grunnlaget godkjenner det pliktige tilbudet som er fremsatt, vil vederlagsavtalene mellom Orkla og selgerne av kontrollposten bestå som før, med den virkning at disse selgerne kan oppnå mer enn kr 236,- pr aksje i gjennomsnitt. Dette blir annerledes dersom børsen eller Børsklagenemnden i første omgang verdsetter tilleggsvederlaget til mer enn 1 krone pr aksje, idet dette ifølge avtalene får den virkning at tilleggsvederlaget konverteres til et fast beløp på 1 krone pr aksje også i forhold til selgerne av kontrollposten. Nemnden er etter dette i tvil om den aktuelle klausulen kan gis slik direkte og umiddelbar virkning for verdsettelsen som beskrevet ovenfor, men finner det ikke nødvendig å ta stilling til dette. Klausulen har uansett betydning for tilbudsprisen ved at den i alle tilfeller gir holdepunkter for verdien av den betingede retten til tilleggsvederlag, jfr. nedenfor.

Spørsmålet er så hvordan den betingede rettigheten skal verdsettes dersom man ikke tillegger den nevnte klausulen direkte og avgjørende betydning. Nemnden finner at det ikke er anerkjente teorier eller modeller for verdsettelsen av rettighetene i denne saken. Verdsettelsen må derfor skje på annet grunnlag, med et nødvendig innslag av skjønn. Den oppfatning om verdien av den betingede retten til tilleggsvederlag som kan leses ut av avtalene om salg av kontrollposten, vil være av betydning for tilbudsprisen. Nemnden kan ikke legge nevneverdig vekt på at selgerne ved endringsavtalen av 7. februar 2005 frafalt den betingede retten mot et kontant tillegg på 1 krone pr aksje, idet dette gjaldt bare for 30 % av de solgte aksjene. Som klageren påpeker, kan den omstendighet at den betingede retten ble beholdt for 70 % av aksjene, like gjerne tas som uttrykk for at 1 krone pr aksje ble vurdert som utilstrekkelig til å kompensere verdien av den betingede retten. Større vekt må det legges på den tidligere omtalte klausulen om at den betingede retten skal falle bort i sin helhet dersom den verdsettes til mer enn 1 krone pr aksje. Denne delen av vederlagsavtalen kan indikere at rettigheten av partene i transaksjonene ble verdsatt til høyst 1 krone pr aksje. Nemnden vil likevel tilføye at dette synspunktet hviler på en forutsetning om at selgerne av kontrollposten må ha ment at det var en reell mulighet for at den aktuelle klausulen kunne komme til anvendelse med den konsekvens at det betingede tilleggsvederlaget ble konvertert til et vederlag på 1 krone pr aksje. Det er ikke uten videre gitt at dette ble betraktet som en reell mulighet av partene.

Det er stor uenighet mellom partene om sannsynligheten for at Orkla skal foreta transaksjoner i den aktuelle perioden som gir selgerne rett til tilleggsvederlag i henhold til avtalene. Den lave sannsynligheten som Orkla hevder er til stede og som – for så vidt gjelder salg av aksjer – ifølge Orkla var en forutsetning for transaksjonene med selgerne, gjenspeiles i den lave verdsettelsen av den betingede retten som kan leses ut av avtalene med selgerne. Nemnden vil for øvrig peke på at aksjonærene ifølge det pliktige tilbudet har rett til å velge betinget tilleggsvederlag helt eller delvis mot å gi avkall på 1 krone pr aksje. De aksjonærer som finner det sannsynlig at retten til tilleggsvederlag kan bli aktuell, har således anledning til å få del i tilleggsvederlaget mot en "premie" på 1 krone. Nemnden er klar over at adgangen til å velge alternativt vederlag til kontant oppgjør prinsipielt sett er uten betydning ved vurderingen av den kontante tilbudsprisen, men finner likevel grunn til å nevne dette for helhetens skyld.

Nemnden kan ikke se at det finnes opplysninger om markedsmessige forhold av betydning for den aktuelle aksjen som kan gi veiledning for verdsettelsen.

Børsklagenemnden ser det etter dette slik at det ikke finnes holdepunkter i teoretiske modeller eller markedsmessige forhold som gir grunnlag for å konkludere med at det pliktige tilbudet som er fremsatt, ikke oppfyller kravet i § 4-10 fjerde ledd første punktum.

*Børsklagenemndens mindretall* (Bertelsen) bemerker:

Jeg er kommet til et annet resultat enn flertallet og skal til dette bemerke:

Det må etter min vurdering legges til grunn at det var avtalen inngått den 10. januar 2005 mellom Orkla og selgerne som utløste tilbudsplikten i henhold til vphl. § 4-1. Jeg legger i denne forbindelse vekt på at verdipapirhandelsloven ikke omtaler endringsavtaler som i den foreliggende saken. Dette kan fortolkes som en tilkjenning av at lovgiver ikke har ønsket å åpne adgang for endringsavtaler av denne typen. Jeg legger imidlertid særlig vekt på at systemet med tilbudsplikt bygger på at så vel fremsettelsen av tilbudet som tilbudsoppkjøret skal skje raskt og innen lovregulerte frister, jf vphl. § 4-10,1. og 8. ledd. Endringsavtaler vil kunne undergrave disse kravene til hurtighet og klarhet under overholdelsen av tilbudsplikten.

Ved vurderingen av spørsmålet om stadfestingen av godkjenningsvedtaket som Oslo børs gjorde den 8. februar 2005, er jeg også kommet til et annet resultat enn Børsklagenemndens flertall. Jeg legger i denne henseende vekt på at det pliktmessige tilbudet under pkt. b inneholder en betinget del. Dette har etter min vurdering den virkning at det blir vanskelig å evaluere verdien av dette fremsatte tilbudet. Anførselene gjort av partene synes å understøtte dette. Dette har blant annet den virkningen at det oppstår usikkerhet om det vil skje en likebehandling av aksjonærene samsvarende med det kravet som er angitt i vphl. § 4-10,9. ledd. Det godkjente tilbudet kan i lys av dette ikke sies å innfri de kravene som er angitt i verdipapirhandelsloven.

Da dette er en omstendighet som påvirker hele tilbudet slik det fremstår, kommer jeg til den konklusjonen at Oslo børs' vedtak av 8. februar i sin helhet burde vært opphevet.

I overensstemmelse med flertallets syn, fattet Børsklagenemnden følgende vedtak:

Børsklagenemndens vedtak

Oslo Børs' vedtak av 8. februar 2005 om godkjennelse av pliktig tilbud på samtlige aksjer i Elkem ASA fremsatt av Orkla ASA, stadfestes.

### **6.1.3 Pan Fish ASA – verdipapirhandelloven § 4-3 (brev av 04.05.2005)**

Det vises til Deres brev av 18. april 2004 hvor det anmodes om fristforlengelse på nye 3 år for DnB NOR Bank ASA og Nordea Bank Norge ASA ("Bankene") for å selge seg ned til under 40% av den stemmeberettigede aksjekapitalen i Pan Fish ASA ("Pan Fish").

Bakgrunnen for anmodningen er en planlagt refinansiering av Pan Fish som vil bestå av følgende hovedelementer:

1. Nedsettelse av selskapets aksjekapital ved reduksjon av aksjenes pålydende fra NOK 2 til NOK 0,75.
2. En offentlig emisjon på NOK 200 mill, der selskapets eksisterende aksjonærer, unntatt Bankene vil bli prioritert ved en eventuell overtegning.
3. Bankene skal konvertere totalt NOK 500 mill av sine respektive andeler av et syndikatlån til aksjer i Pan Fish. Konverteringen forutsetter at emisjonen i pkt. 2 over gjennomføres og at hele emisjonsbeløpet på NOK 200 mill blir tegnet og innbetalt.

Refinansieringen er begrunnet med at Pan Fish ved utgangen av 2004 hadde et udekket tap på NOK 550 mill og Pan Fish likviditetsprognose viser at selskapet har behov for ny



likviditetstilførsel. En ny refinansiering er således helt nødvendig for selskapet. Bankene gjennomfører derfor refinansieringen for å unngå/begrense tap på sine låneengasjementer, som per i dag utgjør totalt ca. NOK 1,7 milliarder.

Basert på ovennevnte er Bankene av den oppfatning at erverv av aksjer i Pan Fish i forbindelse med refinansieringen ikke vil utløse tilbudsplikt for Bankene etter vphl. § 4-3. På grunn av Pan Fish økonomiske stilling og aksjonærstruktur er det anført at det vil ta tid å avvikle bankenes engasjement i selskapet. Det er derfor anmodet om fristforlengelse til å selge seg ned til under 40% av den stemmeberettigede del av aksjekapitalen i selskapet for en ny periode på 3 år.

I brev av 9. desember 2002 sa børsen seg enig i Bankenes vurdering med hensyn til at unntaket fra tilbudsplikt etter vphl. § 4-3 første ledd kom til anvendelse for Bankene. I medhold av bestemmelsens annet punktum påla imidlertid børsen Bankene en frist på 3 år til å selge seg ned til under tilbudspliktsgrensen, eventuelt fremsette pliktig tilbud. Det ble opplyst at fristen kunne forlenges. Dette forutsatte imidlertid ny begrunnet anmodningen senest 4 måneder før den opprinnelige fristens utløp.

Slik anmodning er rettidig mottatt av Oslo Børs, og børsen har etter en helhetsvurdering kommet til at fristen for nedsalg bør forlenges med ytterligere 3 år fra den opprinnelige fristens utløpsdato. Dette er begrunnet med hensynet til å få til en fornuftig og hensiktsmessig refinansiering for selskapet som både selskapets aksjonærer og kreditorer vil kunne tjene på. Det er for børsen sannsynliggjort at dette ikke vil la seg kunne gjøre innen den opprinnelige fristen på 3 år. Det er i vurdering også lagt vekt på at de øvrige aksjonærene i selskapet, etter børsens mening, neppe kommer urimelig dårlig ut ved en fristforlengelse, den positive effekt en refinansiering trolig vil få for selskapet og aksjonærfellesskapet.

Det settes imidlertid samme vilkår for den nye 3-årsfristen som for fristen som nå løper. Det betyr at Bankene innen 3 år fra det tidspunkt hvor den nye 3-årsfristen begynner å løpe, må ha solgt seg ned eller på annen måte ha redusert sin eierandel i Pan Fish til under 40%. Alternativt må pliktig tilbud fremsettes innen fristens utløp.

Dersom det likevel skulle vise seg at den nye fristen på 3 år ikke er tilstrekkelig for Bankene til å etterkomme nedsalgsplikten, og særskilte grunner for ytterligere fristforlengelse skulle foreligge, kan Bankene anmode børsen om ny forlengelse. For at en slik eventuell fristforlengelse ikke skal komme overraskende på markedet, må søknad om forlengelse være børsen i hende senest innen 4 måneder før utløpet av den nye fristen på 3 år.

Det forutsettes også at aksjonærene i Pan Fish, i generalforsamlingen som skal vedta refinansieringsplanen, gjøres oppmerksom på den aktuelle bestemmelsen i vphl. § 4-3 og hvilken betydning den og den nye fristforlengelsen vil få for aksjonærene

#### **6.1.4 Gresvig ASA – Melding fra tilbyder om pliktig tilbud (e-post av 31.08.2005)**

Det vises til vår telefaks av i går, og dagens telefonsamtale. Vi forstår deres tilbakemelding dit hen at selskapet ikke har tenkt å sende en umiddelbar børs melding med informasjon etter vphl. § 4-8 første ledd, annet punktum. For ordens skyld varsles med dette om at dersom børsen ikke har mottatt en melding med de aktuelle opplysninger innen kl. 12.00 i morgen 1. september 2005, tas det sikte på å fatte vedtak om daglig mulkt, jf. vphl. § 14-1. Innen samme frist gis De anledning til å uttale Dem i saken.

### 6.1.5 Awilco Offshore ASA og Sinvest ASA – konsolidering og tilbudsplikt i Petrojack ASA (brev av 01.09.2005)

Vi viser til brev av 11. august 2005 med vedlegg fra Sinvest ASA ("Sinvest") vedrørende det ovenfor nevnte. Vi viser også til telefonsamtale mellom Awilco Offshore ASAs ("Awilco") juridiske rådgiver, advokat Sverre Sandvik i Wiersholm, Mellbye & Bech Advokatfirma AS, og undertegnede i går vedrørende samme tema.

Det fremgår av Deres brev av 11. august at "det ikke foreligger noen form for avtale eller forståelse, det være seg skriftlig eller muntlig, med Awilco eller personer med tilknytning til selskapet om samarbeid for så vidt gjelder eierskap i Petrojack".

Sinvest og Awilco sendte identisk børsmelding den 30. august 2005 om at selskapene samme dag hadde inngått samarbeidsavtale tilknyttet aksjekjøp/eierskap i Petrojack ASA ("Petrojack"). Blant annet fremgår det av børsmeldingen at samarbeidet omfatter:

- "co-operate on the acquisition of Petrojack ASA";
- "all future acquisitions of Petrojack shares shall be made on a 50/50 basis";
- "Awilco Offshore's voluntary offer will continue and that an improved offer will not be made";
- "parties will seek to co-ordinate their voting at Petrojack's general assembly".

Basert på telefonsamtale med advokat Sandvik, legger Oslo Børs til grunn at både Awilco og Sinvest anser at deres aksjebeholdning i Petrojack (annonsert til å være henholdsvis 20,7 % og 20,1 %) konsolideres med hensyn til tilbudspliktreglene i verdipapirhandelloven ("vphl") § 4-5 første ledd jf. § 1-4 første ledd nr. 5. Dersom denne antakelsen ikke er korrekt, ber børsen om å bli snarlig gjort oppmerksom på dette. For ordens skyld viser Oslo Børs til at det er børsen som avgjør om det skal foretas slik konsolidering, jf. vphl § 4-5 andre ledd.

På bakgrunn av konsolideringen, vil ethvert nytt erverv av aksjer i Petrojack av enten Awilco eller Sinvest umiddelbart og automatisk medføre tilbudsplikt for vedkommende selskap i samsvar med vphl § 4-6.

Omstendighetene gjør imidlertid at børsen også må vurdere om partenes eierskap i Petrojack i lys av den nye avtalen og det samarbeidet det tidligere er redegjort for, også skal konsolideres på et tidligere tidspunkt og før de siste aksjene ble ervervet. I tilfelle vil tilbudsplikt foreligge allerede fra dette tidligere tidspunktet.

I lys av tidligere forespørsel fra Oslo Børs, svar fra Sinvest, eksisterende samarbeid gjennom Premium Drilling og den nye samarbeidsavtalen av 30. august, ber Oslo Børs derfor om en ny redegjørelse fra Sinvest om bakgrunnen for inngåelsen av samarbeidet meldt 30. august og samarbeidsavtalen, herunder:

- Når ble dialogen mellom partene avbrutt, og hva skyldes dette;
- Hva menes med det i Deres brev omtalt som "de samarbeidsforutsetninger som var diskutert";
- Hvorfor skulle Sinvest erverve aksjer i Petrojack som følge av at Awilco ervervet aksjer;
- Når startet dialogen opp igjen;
- Hvorfor startet dialogen opp igjen;
- Når startet partene å forhandle om samarbeidsavtalen av 30. august;
- Redegjørelse for kontakten mellom partene og deres representanter forut for denne avtaleinngåelsen;
- Når på dagen den 30. august 2005 ble samarbeidsavtalen signert;

- Hva er formålet med at partene skal samarbeide om bruk av sine aksjonærrettigheter i Petrojack, og hva er formålet med at Sinvest skal erverve 50 % av aksjene som Awilco erverver i sitt annonserte frivillige tilbud;
- Når var siste gang Sinvest ervervet – eller avtalte å erverve – aksje eller rett til aksje i Petrojack (herunder mottatt aksept i det frivillige tilbudet fra Awilco)?

Vi har bedt om å få fremlagt samarbeidsavtalen med vedlegg av 30. august fra Awilco, men ber Sinvest fremlegge tilknyttede dokumenter til samarbeidsavtalen samt andre dokumenter som kan kaste lys over samarbeidet. Vi ber også om at styreprotokoll og andre relevante dokumenter tilknyttet inngåelsen av samarbeidsavtalen legges frem for Oslo Børs.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at De har plikt til å gi disse opplysningene til Oslo Børs i henhold til vphl § 12-6. I den utstrekning opplysningene inneholder forretningshemmeligheter eller annet taushetsbelagt materiale er dette omfattet av børsens taushetsplikt. Av hensyn til sakens fremdrift ber vi om Deres tilbakemelding innen kl: 16:00 den 6. september 2005.

#### **6.1.6 Tilbudsplikt – overdragelse mellom selskaper i samme gruppe (brev av 04.11.2005)**

Det vises til e-post 1. november 2005, hvor børsen ble forelagt spørsmålet om inntreden av tilbudsplikt ved en planlagt omstrukturering på eiersiden i et selskap notert på Oslo Børs.

I hovedprinsipp innebærer omstruktureringen etter det Oslo Børs forstår at selskap A AS overfører sin (direkte og indirekte) eierpost på ca. 49,93 % i det børsnoterte selskapet X ASA til selskap B AS. Selskapene A AS og B AS har identisk eiersammensetning og stemmerettsfordeling; én person som eier 10 % (75 % av stemmene) ("Hovedaksjonæren") og tre nærstående personer som sammen eier de øvrige aksjer og har de øvrige stemmeretter. Det er angitt at den planlagte transaksjonen har sin bakgrunn i interne omstruktureringssønsker, og ikke et forsøk på å omgå tilbudsplikten.

Etter det opplyste har selskap A AS tidligere fremsatt frivillig tilbud i samsvar med reglene om pliktig tilbud, jf. vphl. § 4-1 femte ledd.

Det spørsmål Oslo Børs er forelagt, er hvorvidt omstruktureringen medfører tilbudsplikt i X ASA for selskap B AS. De har under henvisning til vphl. § 4-2 og børsens uttalelser i inntatt i Vedtak og uttalelser 1999 s. 68 flg. og Vedtak og uttalelser 2001 s. 84 flg. gjort gjeldende at det ikke utløses tilbudsplikt som nevnt.

Utgangspunktet for vurderingen er vphl. § 4-2 annet ledd, som gjør unntak fra tilbudsplikten

*"ved erverv fra en vedkommende er identifisert med etter § 4-5, med mindre erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudsplikten som følge av ervervet".*

Med bakgrunn i uttalelser i forarbeidene til vphl. (NOU 1996:2 s. 116) har Oslo Børs i tidligere saker (jf. henvisningene over) lagt til grunn at tilbudsplikt som utgangspunkt ikke utløses ved overføring av en eierandel på over 40 % fra en aksjonær til vedkommendes heleide datterselskap eller omvendt.

Som bakgrunn for børsens vurderinger ble det lagt vekt på

*"at det ikke foregår noe kontrollskifte, at slike overføringer vanligvis ikke vil utgjøre noen stor omgåelsesmulighet og til hensynet til at eieren skal kunne organisere sin virksomhet på en hensiktsmessig måte",*

jf. Vedtak og uttalelser 1999 s. 69.

Med samme begrunnelse antok Oslo Børs i brev av 21. mars 2001 at overføring av børsnoterte aksjer fra et heleiet datterselskap til et annet heleiet datterselskap av samme aksjonær i det konkrete tilfellet ikke utløste tilbudsplikt.

I den forelagte sak innehas den bestemmende innflytelse i både selskap A AS og selskap B AS av en fysisk person (Hovedaksjonæren). Følgelig inngår de to selskapene ikke i konsern, og er ikke nærstående, sml. vphl. § 1-4 nr. 4. Formelt sett erverver selskap B AS således ikke aksjer "fra en vedkommende er identifisert med", jf. vphl. § 4-2 annet ledd.

Spørsmålet er om unntaksregelen i vphl. § 4-2 annet ledd slik denne er forstått av Oslo Børs bør fortolkes utvidende, slik at den også kommer til anvendelse på overføringer mellom selskaper som eies av samme fysiske person. Videre er spørsmålet om et slik unntak i tilfelle også kan gjøres gjeldende når ervervende og overdragende selskap ikke er heleiet, men har identisk eiersammensetning.

Etter Oslo Børs' oppfatning taler gode grunner for en slik utvidende fortolkning. Den begrunnelse som tidligere er gitt for å gjøre unntak fra tilbudsplikten i relasjon til heleide datterselskaper synes å ha aktualitet også i et tilfelle som det foreliggende. Børsen kan ikke se reelle grunner til at adgangen til å overføre mellom "søsterselskaper" uten å utløse tilbudsplikt skal være større der disse eies av en juridisk person enn der de eies av en fysisk person. Børsen kan heller ikke se at en overføring fra et selskap til et annet med identisk eiersammensetning representerer noe kontrollskifte eller en omgåelsesmulighet som skulle begrunne utløsning av tilbudsplikt. Følgelig må hensynet til at eieren skal kunne organisere sin virksomhet og sitt eierskap på en hensiktsmessig måte være avgjørende.

Dette forutsetter imidlertid at overføringen etter de konkrete forhold ikke fremstår som et arrangement for omgåelse av tilbudsplikten. Basert på de opplysninger børsen er forelagt i saken, kan vi ikke se at dette er tilfelle.

På denne bakgrunn antar Oslo Børs at det ikke utløses tilbudsplikt i det tilfellet som er beskrevet i Deres e-post.

## **6.2 FRIVILLIGE TILBUD**

### **6.2.1 Ad tilbud fra Seadrill Ltd på Smedvig ASA – børsens kontroll (e-post av 09.01.2006)**

Henvendelse fra Oslo Børs til Seadrills rådgivere pr. e-post 09.01.2006

Jeg viser til telefonsamtaler nettopp der vi meddelte at dagens utsendte melding ikke oppfyller kravene i verdipapirhandeloven § 4-18. Et slikt tilbud er underlagt nevnte regler og børsens forhåndskontroll, jf § 4-14.

Vi ber for ordens skyld om at det bekreftes at verken Carnegie eller Pareto vil motta aksepter under det utsendte tilbudet, herunder at eventuelle aksepter som mottas returneres.

Dersom Seadrill ikke sørger for en melding som gjør det klart at et tilbud som nevnt ikke kan aksepteres av aksjonærene før etter at tilbudet og tilbudsdokumentet er forelagt for og godkjent av børsen, innen børsåpning i morgen tirsdag 10. januar, vil børsen selv måtte sende ut melding som nevnt. Børsen vil da også måtte vurdere løpende mulkt inntil forholdet bringes i orden, jf verdipapirhandelloven § 14-1.

Vi vil som nevnt kunne kontrollere et dokument raskt når det forelegges oss for kontroll.

#### Svar fra Seadrill pr. e-post 09.01.2006

Jeg viser til tidligere samtale, og vedlegger som avtalt med Erling Lind, tilbudsdokument for børsens gjennomgang.

#### Svar fra Oslo Børs pr. e-post 10.01.2006

Det vises til telefonsamtale tidligere i kveld. Det vises videre til Deres oversendelse av tilbudsdokument betegnet som aksjonærbrev oversendt i dag samt akseptformular vedlagt melding tidligere i dag som vi har forstått skal utgjøre tilbudet som sendes for kontroll.

Oslo Børs er sterkt kritisk til at tilbudet ble utsendt i strid med og uten å hensynta reglene i verdipapirhandelloven kap 4. Dette er foruten å være lovbestemte krav spilleregler som skal bidra til et velordnet verdipapirmarked og sørge for at investorenes interesser ivaretas.

Våre kontroll er foretatt ihenhold til verdipapirhandelloven (vphl) § 4-14 jf § 4-18.

Dokumentet har en noe uvanlig form til frivillig tilbud å være, men det er for såvidt ingen formkrav så lenge kravene i vphl § 4-13 er oppfylte, hvilket imidlertid ikke tilfelle her. Vi vil således anbefale en noe mer utfyllende form. Våre kommentarer er forøvrig som følger:

1. Tilbudsperioden: Tilbudsperioden er forutsatt å være fra tirsdag 10. d m til fredag 13 d m kl 16.30. Vphl stiller ingen krav om minste tilbudsperiode for frivillige tilbud, men forutsetter at alle aksjonærer skal kunne akseptere et tilbud på grunnlag av skriftlig tilsendelse, jf § 4-14 annet ledd og § 4-10 siste ledd. Verdipapirhandelloven synes altså klart å forutsette at kunngjøring i børsystemer, internett eller annonsering i pressen ikke er tilstrekkelig. Forutsatt at tilbudet godkjennes slik at det kan sendes aksjonærene tirsdag 10. d m antar vi det vil medgå noe tid til forsendelse, minst én dag til forsendelse innenlands og noe mer utenlands. Vi har ikke undersøkt selskapets aksjeeierregister men antar at en del aksjonærer ikke er registrert i eget navn men gjennom forvalter, som igjen vil trenge noe tid for å formidle tilbudet til de egentlige aksjeeierne. Det er således vår oppfatning at en den angitt tilbudsperioden ikke kan godkjennes.

Vi gjør også oppmerksom på at vphl § 4-16 forutsetter at målselskapets styre skal kunne avgi en uttalelse om tilbudet etter ordlyden senest en uke før utløpet av tilbudsperioden, hvilket også forutsetter at en tilbudsperiode på under en uke ikke kan være i samsvar med loven.

2. Betingelse for tilbudet: Tilbudet har som betingelse at tilbyder gjennom tilbudet og medregnet allerede eiede aksjer og forhåndsaksepter blir eier av minst 50 % av A-aksjene. I tillegg heter det at tilbyder til enhver tid, etter eget for godtbefinnende kan trekke tilbake tilbudet. Verdipapirhandelloven inneholder ingen begrensninger i muligheten til å sette vilkår i frivillige tilbud. Det er således vanlig med vilkår og anledning for tilbyder å frafalle disse etter eget skjønn. Men et tilbud som når som helst kan trekkes tilbake - også etter at det er akseptert - kan etter vår vurdering vanskelig betegnes som et tilbud. Etter vår oppfatning kan dette derfor neppe godkjennes. Et slikt vilkår må i tilfelle knytte seg til omstendigheter som er relevante for tilbyder og som har

en viss objektivitet. F eks vil vi vanskelig kunne ha innvendinger dersom tilbyder betinger seg retten til å trekke tilbake tilbudet dersom det er klart at betingelsen(e) ikke vil oppnås.

3. For betingelsene må det også fremgå hvordan frafallelse av betingelser, forlengelse av tilbudsperioden og evt andre endringer som fremgår av tilbudet skal offentliggjøres. Dessuten må det opplyses til hvilke tidspunkter dette kan skje.

4. Tilbudsprisen: Det fremgår av akseptformularet pkt 6 at den skal kunne økes i løpet av tilbudsperioden, men det fremgår ikke i tilbudsdokumentet forøvrig.

5. Etterfølgende justering av tilbudsprisen: Det fremgår av akseptformularet pkt 7 at dette skal skje ved evt salg fra Seadrill de første seks månedene etter at tilbudet. Dette er ikke omtalt i selve tilbudsdokumentet. Vi minner for ordens skyld om at en slik etterjustering har en merverdi som skal verdsettes i kontanter i et eventuelt pliktig tilbud. Det vises til Børsklagenemndens sak 1/2005 vedr Alcoas klage på børsens godkjenning av Orklas bud på Elkem.

6. Tilbaketrekning tilbudet: Vilkåret i akseptformularet pkt 6 om bortfall av tilbudet ved høyere konkurrerende bud, er ikke omhandlet i selve tilbudsdokumentet.

7. Tilbudsdokumentet skal iht vphl § 4-13 nr 12 angi skattemessige konsekvenser av tilbudet. Noen omtale av dette finnes ikke i det innsendte.

Som det fremgår kan hverken tilbudet eller tilbudsdokumentet godkjennes uten betydelige endringer. Børsen har strukket seg langt for å avhjelpe den mangel som tilbyder og tilbyders rådgivere er ansvarlig ved hurtig saksbehandling. Vi kan se nærmere på et nytt utkast før børsens åpningstid i morgen, men kan ikke innestå for at saksbehandlingen er avsluttet før børsåpning kl 0900. Dette avhenger også av det innsendte. Vi minner om at dersom ikke tilbyder treffer nødvendige tiltak for å rette feilen ved det offentliggjorte aksjonærbrevet før børsåpning i morgen, vil børsen offentliggjøre melding som nevnt i vår epost tidligere i dag. Vi imøteser i den forbindelse Deres bekreftelse på at aksepter vil bli returnert.

### **6.2.2 Exploration Resources ASA – Request regarding duty to make voluntary offer (brev av 31.08.2005)**

Oslo Børs ASA ("Oslo Børs") refers to Fugro N.V.'s ("Fugro") press release dated 15 August 2005, where Fugro announces a voluntary offer to acquire all the shares in Exploration Resources ASA ("EXRE"). We also refer to the Fugro draft offer document received by OSE on 22 August 2005 for our control in accordance with the Norwegian Securities Trading Act section 4-18 ch. section 4-14.

We learn from Fugro's press release dated 29 August 2005 that Fugro "withdraws" its previously announced offer for the shares of EXRE.

Based on the press release of 15 August, Fugro has announced a "voluntary offer for all the shares in Exploration Resources ASA". The offer seems not to be conditioned that a higher offer is not announced/made for the shares of EXRE. According to the press release of 29 August, Fugro has reasoned its withdrawal that "Fugro has decided not to raise its offer in view of the offer made by CGG, but to turn to its alternative strategic plan, to continue the activities with its own fleet and in due time in the future to replace the Exploration Resources vessels.". The offer Fugro made on 15 August seems not to be conditioned for such reason, and Oslo Børs therefore asks for Fugro's background and basis for the withdrawal, hereunder whether Fugro consider to be obliged to carry out the offer according to general Norwegian contract law.

Oslo Børs is aware of that Compagnie Générale de Géophysique on 29 August 2005 announced its acquisition of approx. 60 % of the share capital of EXRE, and its announcement to make a mandatory offer for the remaining shares in EXRE in accordance with the Norwegian Securities Trading Act.

We await your response at your earliest convenience.

## 6.3 GARANTI VED PLIKTIG TILBUD

### 6.3.1 Pliktig tilbud - forsinkelsesrente

Tilbakemelding på tilbudsdokument vedr pliktig tilbud på Oslo Areal, e-post til tilbyders advokat Wikborg, Rein & Co. datert 16. november 2005

Etter garantiforskriften § 3 skal garantibeløpet "*minimum tilsvare det beløp som fremkommer ved å multiplisere det samlede antall aksjer i selskapet som omfattes av tilbudet med tilbudsprisen. Til det beløpet som da fremkommer, legges et beløp som tilsvare forsinkelsesrente i fire uker av beløpet, jf. lov om forsinket betaling m.m. av 17. desember 1976 nr. 100*". Etter endring i forsinkelsesrenteloven 12. desember 2003 nr. 111 skal forsinkelsesrenten "svare til den pengepolitiske styringsrenten slik denne er fastsatt av Norges Bank per 1. januar og 1. juli det aktuelle år tillagt minst sju prosentpoeng", jf. § 3 første ledd, første punktum. Finansdepartementet har i sine retningslinjer lagt til grunn at påslaget bør ligge på 7 %.

Fireukersperioden etter oppgjørsfristens utløp vil etter den presenterte tidsplan løpe frem til 26. januar 2006, med mulig tillegg av to uker. Ved utforming av garantien må det følgelig tas høyde for en oppjustering av forsinkelsesrenten pr. 1. januar 2006. Forsinkelsesrentens størrelse vil først bli avklart ved fastsettelse av relevant forskrift etter Norges Banks rentemøte 14. desember 2005. Med gjeldende styringsrente ville forsinkelsesrenten blitt oppjustert til 9,25 %.

Børsen overlater til garantistiller og tilbyder å vurdere hvordan dette nærmere skal gjøres, og imøteser opplysning om valgt modell.

## 7. MEDLEMSKAP, MEDLEMMERS OPPTREDEN, HANDELSREGLER

### 7.1 NYE MEDLEMMER 2005

| <u>Foretak</u>          | <u>Vedtaksdato</u> |
|-------------------------|--------------------|
| Cube Financial Ltd.     | 13. mai 2005       |
| Instinet Europe Limited | 27. mai 2005       |
| Islandsbanki hf         | 3. juni 2005       |
| JP Morgan Cazenove Ltd. | 15. juni 2005      |
| E*Trade Sverige AB      | 5. juli 2005       |
| JP Morgan Cazenove Ltd  | 13. oktober 2005   |
| Landsbanki Íslands hf   | 12. desember 2005  |

## 7.2 OVERTREDELSER

### 7.2.1 Klage fra Carnegie ASA over børsstyrets vedtak 27. april 2005 om å ilegge selskapet et overtredelsesgebyr (Børsklagenemndens sak 2/2005)

Avgjørelse av 7. juni 2005 av klage fra Carnegie ASA (Carnegie, klager, selskapet) over børsstyrets vedtak 27. april 2005 om å ilegge selskapet et overtredelsesgebyr på kr. 300.000, jf. lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet m.m. (børsloven) § 5-12 og børsforskriften 17. januar 1994 nr. 30 § 25-8 for brudd på børsloven § 5-4 femte ledd.

Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Børsstyret fattet 27. april 2005 vedtak med slik konklusjon:

“Børsstyret vedtok å ilegge Carnegie ASA overtredelsesgebyr for brudd på børsloven § 5-4 femte ledd på kr. 300.000, jf. børsloven § 5-12 og børsforskriften § 25-8.

Vedtaket kan påklages til børsklagenemnden. Klagefrist er 2 - to – uker.”

Carnegie ASA v/advokat Håvard Bergli har påklaget børsstyrets vedtak i brev 11. mai 2005. I brev 18. mai 2005 gis ytterligere kommentarer til vedtaket.

Børsen har med brev 24. mai 2005 til Børsklagenemnden oversendt saken for behandling i nemnden, jf. børsforskriften § 26-3 første ledd og forvaltningsloven § 33, etter at børsstyret i møte 23. mai 2005 vedtok å opprettholde sitt vedtak av 27. april 2005. Carnegie har kommentert det siste vedtaket i brev til Børsklagenemnden av 2. juni 2005.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 7. juni 2005. Ved behandlingen og avgjørelsen deltok Bjørg Ven (leder), Vibecke Groth, John Giverholt, Trygve Bergsåker og Norunn Dale Seland.

Kort om selskapet og vedtaket

Carnegie er en nordisk investeringsbank som tilbyr tjenester innen investeringsvirksomhet, kapitalforvaltning og handel med finansielle instrumenter mv. Verdipapirhandel utgjør den største delen av Carnegies forretningsvirksomhet. Selskapet er lokalisert i 8 forskjellige land, herunder Norge. Carnegie eies av Carnegie & Co AB som er notert på O-listen på Stockholmsbørsen.

Carnegie er børsmedlem på børsens handelsmarkeder med unntak av rentemarkedet. Selskapet er i dag et av de største børsmedlemmene i annenhåndsmarkedet målt etter antall aksjer omsatt og registrert i børsens handelssystem. Carnegie har også en sentral posisjon som tilrettelegger for selskaper som gjør primærmarkedstransaksjoner i det norske verdipapirmarkedet.

Høsten 2004 gjennomførte selskapet PA Resources AB (PAR) en kapitalforhøyelse, hvor Carnegie var tilrettelegger. Transaksjonen er beskrevet i børsstyrets vedtak 27. april 2005:

“Transaksjonen ble gjennomført ved at Carnegie den 29. september 2004 lånte 4.000.000 aksjer fra 4 store aksjonærer i PAR (de representerte ca 36,7 % av aksjene). Per denne dagen var det totalt utstedt 10.902.334 aksjer i PAR. Carnegie videresolgte de lånte 4.000.000 aksjene til 50 investorer, bestående av nye og eksisterende aksjonærer i selskapet. Samme dag som dette salget ble



gjennomført, inngikk Carnegie en avtale med PAR om tegning av 4.000.000 nye aksjer, med en indikativ tegningskurs på NOK 21. Den 15. oktober 2004 ble styret i PAR gitt fullmakt fra generalforsamlingen i selskapet til å forhøye aksjekapitalen tilsvarende. Carnegie tegnet seg deretter i styremøtet den 22. oktober 2004 for 4.000.000 aksjer i PAR til tegningskurs NOK 21. Så snart kapitalforhøyelsen var formelt godkjent, gjennomført og registrert, returnerte Carnegie de nye aksjene til utlånerne. Transaksjonen er omtalt som en emisjon og beskrevet i børsmeldingen fra PAR datert 30.09.04 (vedlegg 1)."

I henhold til børsforskriften § 18-1 utløste emisjonen som ble rettet mot Carnegie, prospektplikt (utligningsprospekt), da den utgjorde mer enn 10 % av aksjekapitalen i PAR. Det ble ikke utarbeidet prospekt i henhold til verdipapirhandelloven § 5-1. Oslo Børs mottok utkast til utligningsprospekt fra Carnegie 27. oktober 2004. Børsen ba i sine kommentarer til prospektet om å få opplyst hvilke investorer som hadde kjøpt aksjer. Carnegie viste i sitt svar 3. november 2004 til 50 personer som hadde bestilt aksjer. Carnegie skrev videre:

"Plasseringen ble ikke rettet mot flere enn 50 personer (ref. VPHL § 5-1) og utløste derfor ikke prospektplikt etter VPHL. kap. 5."

Oslo Børs og Carnegie hadde også i senere sammenheng kontakt, hvor Oslo Børs stilte spørsmål knyttet til transaksjonen høsten 2004. På bakgrunn av de opplysninger Oslo Børs fikk, anså Oslo Børs det ikke for nødvendig å vurdere om transaksjonsmodellen kunne medføre prospektplikt dersom den var rettet mot flere enn 50 personer. Oslo Børs foretok imidlertid en vurdering av dette spørsmålet fordi Carnegie ønsket en slik vurdering for det tilfelle at en lignende transaksjon ble rettet mot flere enn 50 personer. Slik vurdering fremkommer i brev 28. desember 2004 fra Oslo Børs. Børsen konkluderer i denne vurderingen med at en slik transaksjonsmodell må ses under ett, hvilket medfører at den fremstår som en offentlig emisjon underlagt prospektplikt etter verdipapirhandelloven § 5-1.

Januar 2005 ble Oslo Børs kontaktet av Kredittilsynet, som opplyste at Carnegie på forespørsel fra Kredittilsynet hadde oppgitt at det var 89 personer som hadde fått tilbud om å kjøpe aksjer i forbindelse med emisjonen i PAR. Kredittilsynet ba om å få oversendt dokumentasjon og korrespondanse i tilknytning til reglene om prospekt- og opplysningsplikt, og undersøkte forholdene. Det ble fra tilsynets side ikke tatt stilling til om det forelå regelbrudd. Saken ble sendt tilbake til Oslo Børs for iverksettelse av eventuelle tiltak etter børsregelverket.

Det følger av lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet (børsloven) § 5-4 femte ledd at:

"Børsmedlemmer samt tillitsvalgte og ansatte hos børsmedlem er uten hinder av taushetsplikt forpliktet til å gi vedkommende børs de opplysninger som er nødvendig for at den skal kunne oppfylle sine plikter etter den lov og annen lovgivning."

I møte 27. april 2005 kom børsstyret til at Carnegie ASA hadde misligholdt sin opplysningsplikt overfor børsen, da selskapet ikke hadde gitt korrekt informasjon om antallet som var tilbudt aksjer i PAR i tilknytning til emisjonen i oktober 2004.

I henhold til børsloven § 5-12, jf. børsforskriften § 25-7, fattet deretter børsstyret følgende vedtak:

"Børsstyret vedtok å ilegge Carnegie ASA overtredelsesgebyr for brudd på børsloven § 5-4 femte ledd på kr. 300.000, jf. børsloven § 5-12 og børsforskriften § 25-8.

Vedtak kan påklages til børsklagenemnden. Klagefrist er 2 - to – uker.”

Forut for børsstyrets vedtak 27. april 2005, fikk selskapet i brev 8. april 2005 fra Oslo Børs forhåndsvarsel om illeggelse av overtredelsesgebyr. Selskapet har i faks 15. april 2005 opplyst at det ikke har kommentarer til selve saksfremstillingen, men påpeker at børsens vurdering av transaksjonsmodellen og forholdet til prospektplikten etter verdipapirhandeloven først ble foretatt etter at transaksjonen var gjennomført. Carnegie opplyser videre at selskapet under hele prosessen var av den oppfatning at antall investorer som ble kontaktet, ikke var relevant i forhold til prospektplikten. Ettersom det i ettertid viste seg at det etter børsens oppfatning var relevant hvor mange som fikk tilbudet, har Carnegie opplyst at de interne rutiner er skjerpet, og at det er kommunisert klart og tydelig internt at det kreves en annen grad av aktsomhet.

Carnegie har som nevnt påklaget vedtaket ved brev 11. mai 2005. Selskapet har i brever av 18. mai og 2. juni 2005 kommet med ytterligere kommentarer til vedtaket. Innholdet i disse tre brevene er gjengitt nedenfor.

#### Børsens vedtak

Børnstyret fattet sitt første vedtak i saken 27. april 2005. I vedtak 23. mai 2005 opprettholder børsstyret dette vedtaket, og utdyper sin argumentasjon. I det følgende gjengis hovedpunktene i børsstyrets vedtak, basert på vedtaket av 27. april 2005 og vedtaket av 23. mai 2005.

Børsen drøfter først spørsmålet om Carnegie har misligholdt sin opplysningsplikt overfor børsen i henhold til børsloven § 5-4.

Børsen viser til at spørsmålet om hvem som fikk tilbud om å tegne, kom opp ved flere anledninger, bl.a. i forhold til kravene til innhold i utligningsprospektet, jf. børsforskriften § 18-3. Børsen er ikke enig med Carnegie i at børsen har vært uklar i sine spørsmål, og viser til tre telefonsamtaler som har funnet sted mellom Oslo Børs og en representant for selskapet (1., 11. og 19. november 2004). Etter børsens vurdering viser innholdet i telefonsamtalene at det er forholdet til prospektplikten som er bakgrunnen for spørsmålene børsen har stilt selskapet om antall investorer. Utdragene fra telefonsamtalene viser også at Carnegies representant har forstått dette, og at spørsmålene er besvart ut fra denne forutsetningen.

Børsen er heller ikke enig med Carnegie i at selskapet, blant annet fordi transaksjonen var meldt som en annenhåndsomsetning i handelssystemet, ikke hadde grunn til å tro at spørsmålet om antall personer som fikk tilbud om å kjøpe aksjer var relevant i forhold til reglene om prospektplikt. Børsen viser til at transaksjonen i børsmeldingen ble omtalt som en emisjon, selv om den var konstruert som et videresalg. Etter børsens vurdering kunne det derfor være uklart for den som skulle melde transaksjonen i handelssystemet om det måtte karakteriseres som et videresalg eller ikke. Børsen viser imidlertid til at tilbakemeldingen fra den ansvarlige for å utarbeide utligningsprospektet, viser at vedkommende var klar over problemstillingen knyttet til mulig prospektplikt etter verdipapirhandeloven § 5-1, og at antallet som fikk tilbud om å tegne derfor var relevant. Børsen uttaler videre om dette spørsmålet (i vedtaket 27. april 2005):

”Sammen med listen over de 50 personer som hadde tegnet, gis det uttrykk for at transaksjonen ble rettet mot færre enn 50 personer og derfor ikke utløste prospektplikt (vår understrekning). Tilbakemeldingen viser etter børsens oppfatning tydelig at spørsmålet var relatert til antallet tilbudet var rettet mot - uavhengig av om transaksjonen ble vurdert som et annenhåndssalg eller et tilbud om å tegne aksjer. Svaret viser at Carnegie hadde samme oppfatning. Denne problemstillingen må også ha vært klar for X som i senere samtale med børsen igjen bekreftet at kun 50 personer hadde fått tilbudet. Carnegie ba også om å få

komme tilbake til det korrekte antall, og hvor man også hadde hatt anledning til å konferere overordnede dersom det var uklart hvorfor børsen stilte slike spørsmål.”

Børsen mener at verdipapirhandellovens grense på 50 personer for prospektplikt er et så sentralt vilkår at det forutsettes kjent hos både mer og mindre erfarne medarbeidere. Etter børsens oppfatning burde derfor hensikten bak diskusjonene og spørsmålene om antallet vært klar, og uansett kan ikke uriktige opplysninger tilskrives manglende erfaring hos en person alene. Uavhengig av hvem som internt hos selskapet har oversikt over antallet som har fått tilbud om å kjøpe, forventes det fra børsens side at vedkommende som får spørsmål, foretar nødvendige undersøkelser. I vedtaket av 27. april 2005 heter det videre:

”Basert på de samtaler og den korrespondanse som har vært mellom børsen og Carnegie, fremkommer at det var forholdet til prospektplikten etter vphl. § 5-1 og dermed om flere enn 50 personer hadde fått tilbud om å tegne. Spørsmålet om transaksjonen i seg selv ville kunne medført prospektplikt, var en annen problemstilling som ble drøftet underveis men ansett uaktuell ettersom børsen fikk opplyst at tilbudet var innenfor grensen på 50 personer. Dette understrekes også ved at Carnegie ønsket en endelig avklaring av spørsmålet etter at prospektet var godkjent. På denne bakgrunn kan det vanskelig sies å ha vært uklart hvilken problemstilling børsen var opptatt av og at Carnegies tilbakemeldinger på denne bakgrunn var uriktig.

Børsen stilte spørsmål om antall som fikk tilbud om å tegne ved flere anledninger og over en lengre periode. Tilbakemeldingene var entydige på at færre enn 50 hadde fått tilbudet. Undersøkelser foretatt av Kredittilsynet etter at prospektet var kontrollert og godkjent, viste at tilbudet om å kjøpe aksjer i PAR ble tilbudt 89 personer. ”

Børsen viser for øvrig til at klager ikke har benektet at det fremkom uriktig informasjon i en ikke dokumentert telefonsamtale mellom børsen og selskapet.

Børsen viser i sitt vedtak 23. mai 2005 til at spørsmålet om det foreligger prospektplikt eller ikke, i seg selv ikke er relevant for om det foreligger et brudd på børsloven § 5-4 om opplysningsplikt. Dette spørsmålet utgjør imidlertid en del av bakgrunnsinformasjonen for forståelsen av hvorfor børsen var opptatt av antallet som fikk tilbud om å kjøpe aksjer.

For øvrig uttaler børsen:

”Spørsmålet om antall som fikk tilbud om å kjøpe aksjer i videresalget ble reist av børsen flere ganger under gjennomgangen av prospektet. Bakgrunnen for spørsmålet var klar for Carnegie, men det ble ikke på noe tidspunkt gitt korrekt informasjon om antallet. På denne bakgrunn må Carnegie anses for å ikke ha oppfylt sin opplysningsplikt.

Samlet mener klager at den mangelfulle informasjon som er gitt er av meget begrenset karakter som til dels skyldes misforstått tolkning av vphl. og hvor det i tillegg tilkjenngis at man er usikker på den informasjonen som gis.

Som det fremgår av argumentene ovenfor er børsen ikke enig i dette standpunkt eller vurdering. Om det foreligger et brudd på plikten eller ikke, må vurderes separat i forhold til virkningene av manglende prospekt i det konkrete tilfellet. Børsens spørsmål var både relatert til en allment kjent problemstilling, hvilken informasjon børsen var ute etter var klar for tilrettelegger, og spørsmålet er svært vesentlig – særlig i relasjon til prospektkontrollen børsen utfører.”

Børsen er ikke enig med selskapet i at opplysningsplikten etter børslovens § 5-4 kun gjelder dersom et brudd ville medføre konsekvenser av en viss alvorlighetsgrad og som var av betydning for markedet. Børsen viser i den forbindelse til at opplysningsplikten er den samme som etter tidligere lov om verdipapirbørs § 4-8, og at ordlyden er den samme. Børsen viser til forarbeidene til denne bestemmelsen i NOU 1985: 33 s. 122, som støtte for sin forståelse.

Børsen mener at det ikke er fremkommet nye eller endrede opplysninger i saken som tilsier en omgjøring av vedtaket av 27. april 2005. Børsstyret opprettholder sitt syn på at Carnegie må anses for ikke å ha gitt korrekt informasjon om antallet som var tilbud aksjer i PAR i tilknytning til emisjonen i oktober 2004, noe som representerer et brudd på opplysningsplikten etter børsloven § 5-4.

Børsen går deretter over til å drøfte sanksjonsspørsmålet. Med hjemmel i børsloven § 5-12, jf. børsforskriften § 25-8, har børsstyret vedtatt å ilegge Carnegie et overtredelsesgebyr på NOK 300 000,-. Børsen har vist til at det kun finnes en sak av nyere dato hvor børsen har ilagt overtredelsesgebyr for brudd på opplysningsplikten (børsstyrets sak 143/01 – DnB Markets, Nordic Equities). Denne saken gjaldt feilaktige opplysninger knyttet til en ordre gitt av flere primærinnsidere i et børsnotert selskap, og DnB Markets ble ilagt et overtredelsesgebyr på NOK 1 000 000,-.

Børsen har i vurderingen av spørsmålet om sanksjon overfor Carnegie, lagt vekt på at det ikke er påvist at Carnegies representanter bevisst har holdt tilbake opplysninger om antallet som ble tilbudt å tegne aksjer i PAR. I tillegg er det vanskelig å vurdere hvilken betydning de misvisende opplysningene har hatt for markedet og investorene. Børsen har videre lagt vekt på at de interne rutine og instruksene i selskapet ikke ser ut til å fungere tilfredsstillende, og at opplysningsplikten er en sentral og meget viktig plikt som har til formål å sikre tilliten til det norske verdipapirmarkedet. Sett hen til DnB Markets-saken, anser børsen imidlertid at gebyret bør settes lavere enn NOK 1 000 000,-. Børsen viser i den forbindelse til at i saken mot DnB Markets dreide det seg om flere brudd på børslovgivningen, og at Carnegies brudd på opplysningsplikten uansett er mindre alvorlig. På tross av dette anser børsstyret at overtredelsen er alvorlig, og finner etter en samlet vurdering å sette overtredelsesgebyret til NOK 300 000,-.

#### Klagen

Selskapet har i brev 11. mai 2005 påklaget børsstyrets vedtak 27. april 2005. I tillegg har selskapet i brev 18. mai kommentert utskrift av to telefonsamtaler mellom Oslo Børs og selskapet, hhv. 1. og 11. november 2004. Endelig har selskapet i brev av 2. juni 2005 inngitt kommentarer til børsens siste vedtak av 23. mai 2005.

Selskapet anfører at børsens vedtak bygger på uriktig faktum og uriktig rettsanvendelse.

Når det gjelder faktum i saken, anfører selskapet i hovedsak:

”Det er uforståelig for Carnegie at spørsmålet om hvor mange som kjøpte og som ble tilbudt å kjøpe aksjer i Lån/Salg Transaksjonen utelukkende ble stilt overfor en person i Carnegie som hadde ansvar for å utarbeide prospekt i en annen transaksjon enn hva disse spørsmålene dreide seg om.

Spørsmålet om hvor mange som hadde fått tilbud om å kjøpe aksjer i Lån/Salg Transaksjonen hadde ingen betydning for innholdet av det utligningsprospekt som ble godkjent i slutten av november 2004.

Ser man bort fra den påståtte telefonsamtalen den 22. eller 23. november 2004, er det også klart at den mangelfulle informasjonen som er gitt, er av en meget begrenset karakter hvor det dels dreier som en misforstått tolkning av vphi og

hvor det dels gis opplysninger under klar tilkjenneivelse av at vedkommende er usikker på hva som er riktig.

Etter at spørsmålet om prospektplikt ved Lån/Salg Transaksjonen på nytt kom opp i forbindelse med utligningsprospektet, burde naturligvis Oslo Børs har tatt opp dette med ansvarlige personer i Carnegie og man ville da fått presise og korrekte svar på aktuelle spørsmål.

I sin anførte begrunnelse for Vedtaket hevder Oslo Børs at

*"Børsen stilte spørsmål om antall som fikk tilbud om å tegne ved flere anledninger og over en lengre periode. Tilbakemeldingene var entydige på at færre enn 50 personer hadde fått tilbudet."*

Fremlagt dokumentasjon gir overhodet ikke grunnlag for en slik påstand. Ikke på noe tidspunkt (bortsett fra en udokumentert telefonsamtale hvor ordlyden ikke lar seg verifisere) ble det formulert et presist spørsmål om hvor mange som fikk tilbud om å kjøpe aksjer i Lån/Salg Transaksjonen. I telefonsamtalen den 19. november 2004 ble spørsmålet formulert som hvor mange personer tilbudet var "rettet mot", og det er åpenbart at vedkommende hos Carnegie ikke forsto fullt ut distinksjonen mellom hvor mange som fikk tilbudet og hvor mange som faktisk kjøpte aksjer. Dette medfører også at Oslo Børs' påstand om de "entydige" tilbakemeldingene fra Carnegie er uriktig. I telefonsamtale 19. november 2004 uttrykker X tvil, og i den skriftlige tilbakemelding den 3. november er det et helt annet spørsmål som besvares.

Leser man utskriften fra telefonsamtalen mellom X/Amundsen/Lilleng er det også helt på det rene at påstanden fra Oslo Børs på side 4 i Vedtaket om at – *"Denne problemstillingen må også ha vært klar for X som i senere telefonsamtale bekreftet at kun 50 personer hadde fått tilbudet"* – er uriktig. I den telefonsamtalen det henvises til, uttrykker X tvil og usikkerhet og sier han skal komme tilbake med svar på spørsmålet.

Spørsmålet om det er gitt uriktige opplysninger synes derved å stå og falle med innholdet i en udokumentert telefonsamtale hvor det er umulig å få verifisert hva som ble sagt og i hvilken sammenheng opplysningene fremkommer. Det bestrides av Carnegie at slike telefonsamtaler overhodet kan danne grunnlag for en såpass streng reaksjon som et overtredelsesgebyr."

Carnegie anfører i brev 18. mai 2005 at telefonsamtalen 1. november dokumenterer at Oslo Børs hadde et uavklart forhold til prospektplikten på dette tidspunktet. Når det gjelder samtalen den 11. november, viser klager blant annet til at Carnegies representant kommer med synspunkter som må stå for dennes egen regning, og at innholdet i denne telefonsamtalen ikke kan være grunnlag for å stadfeste brudd på opplysningsplikten overfor børsen.

I brevet av 2. juni 2005 presiseres at Carnegie hverken har akseptert eller bestridt at det fant sted en telefonsamtale mellom børsen og selskapet den 22. eller 23. november 2005. Samtalen er udokumentert. Man vet hverken når den fant sted eller hvem som foretok den. Tross iherdige forsøk har det ikke lyktes selskapet å gjenfinne samtalen på lydbånd. Det kan ikke legges vekt på en slik påstått samtale ved spørsmålet om illeggelse av overtredelsesgebyr.

For det tilfellet at selskapet allikevel skulle anses for å ha gitt uriktige eller ufullstendige opplysninger, påpeker Carnegie at disse opplysningene uansett ikke har hatt konsekvenser for noen av de involverte partene. Carnegie anfører videre at eventuelle uriktige opplysninger i henhold til børsloven § 5-4 må være av kvalifiserende art, jf. "nødvendige" i bestemmelsens ordlyd. I dette må det ligge at dersom det tas forbehold eller dersom det uttrykkes tvil, eller dersom den som gir opplysninger ikke er rette vedkommende i et foretak, kan opplysningene neppe være "nødvendige" for Oslo Børs.

Oslo Børs vil da ha en klar oppfordring til å forfølge slike forhold hos rette vedkommende. Dersom det var blitt gjort, ville man straks fått de korrekte forhold klarlagt.

Klager anfører dessuten at børsstyrets vedtak om brudd på opplysningsplikten er farget av børsens syn på den underliggende transaksjonsmodellen. I den forbindelse viser selskapet til at Oslo Børs i brev 28. desember 2004 har vurdert transaksjonsmodellen, og kommet til at en slik transaksjonsmodell "normalt" vil utløse prospektplikt. Klager er ikke uten videre enig i denne vurderingen, og viser til at vurderingen blant annet er meget knapp.

I lys av dette mener klager at et overtredelsesgebyr på NOK 300 000,- fremtrer som en kraftig overreaksjon.

Carnegie krever at vedtaket oppheves og omgjøres.

I tillegg anmodes det om at Carnegie tilkjennes saksomkostninger for utarbeidelse av klagen, herunder at det legges vekt på at Oslo Børs har statuert brudd på opplysningsplikten og ilagt et stort overtredelsesgebyr, uten adekvat dokumentasjon.

#### Børsklagenemndens vurdering

Klagen gjelder spørsmålet om Carnegie har gitt uriktige eller ufullstendige opplysninger overfor børsen, og således brutt sin opplysningsplikt etter børsloven § 5-4 femte ledd.

Børsklagenemnden er enig med børsen i at spørsmålet om transaksjonen innebar prospektplikt, ikke er relevant for om det foreligger brudd på opplysningsplikten annet enn som et bakteppe.

Den opplysning børsen var ute etter, var hvor mange som fikk tilbud om å tegne aksjer ved underhåndssalget av 4.000.000 aksjer den 29. september 2004.

I henhold til børsloven § 5-4 femte ledd plikter børsmedlemmer, herunder også tillitsvalgte og ansatte hos børsmedlemmer, å gi børsen opplysninger som er "nødvendig for at den skal kunne oppfylle sine plikter etter denne lov og annen lovgivning". Formålet med bestemmelsen er å sikre at børsen har tilgang til relevant informasjon som børsen har behov for i sitt tilsyn med verdipapirhandelen. I denne saken ønsket børsen opplysninger for å vurdere om det forelå prospektplikt etter verdipapirhandelloven § 5-1 i forbindelse med de omtalte transaksjonene i PAR-aksjen høsten 2004.

Det er på det rene at det var 89 personer/institusjoner som fikk tilbud om å kjøpe PAR-aksjer i tilknytning til emisjonen i PAR høsten 2004. Dette er ikke bestridt av klager. Spørsmålet er om Carnegie har gitt Oslo Børs opplysninger som er i strid med dette faktum.

Oslo Børs har anført at spørsmålet om hvor mange som fikk tilbud om å kjøpe aksjer, har vært reist overfor Carnegie ved flere anledninger høsten 2004. Carnegie bestrider dette, og viser blant annet til at Oslo Børs har vært uklar i de spørsmål som har vært stilt til Carnegie, og at de dessuten ikke har henvendt seg til rette vedkommende i selskapet. Carnegie hevder at de under hele prosessen var av den oppfatning at antall investorer som ble kontaktet, ikke var relevant i forhold til prospektplikten.

Børsklagenemnden legger til grunn at forholdet har vært berørt i telefonsamtalene mellom børsen og Carnegies representant 1. og 11. november 2004, jf dokumentasjonen av disse samtalene. Avgjørende etter Børsklagenemndens syn, er Carnegies skriftlige tilbakemelding på Oslo Børs' spørsmålsliste 3. november 2004 i forbindelse med utarbeidelsen av utligningsprospektet høsten 2004. I denne tilbakemeldingens punkt 19 opplistes først navnet på de 50 personer/institusjoner som faktisk har kjøpt PAR-aksjer i tilknytning til emisjonen. Dernest er det føyd til en konkret opplysning om at

plasseringen ikke ble rettet mot flere enn 50 personer, og at den derfor ikke utløste prospektplikt. Det vises herunder til bestemmelsene i verdipapirhandelloven § 5-1 og kapittel 5. Etter Børsklagenemndens vurdering har Carnegie her gitt en uttrykkelig opplysning som ikke er korrekt. At opplysningen gis uten at det var spurt om det i spørreskjemaet, kan ikke ha noen betydning. Selskapets representant visste etter telefonsamtalen med børsen den 1. november at antallet over eller under 50 var av interesse for børsen.

Dette, sammenholdt med telefonsamtalen mellom børsen og Carnegie 11. november, samt at Carnegie senere ba børsen om en vurdering av prospektplikten ved en transaksjonsmodell som denne, hvis den retter seg mot flere enn 50 investorer, viser etter Børsklagenemndens mening at Carnegie må ha forstått at det var av betydning for børsen av å få vite om henvendelse var gjort til flere enn 50 investorer. I lys av at det i ettertid, gjennom Kredittilsynets undersøkelser, er brakt på det rene at det var 89 personer/institusjoner som fikk tilbud om å kjøpe PAR-aksjer, legger Børsklagenemnden til grunn at Carnegie har gitt Oslo Børs uriktige opplysninger. Børsklagenemnden legger videre til grunn at opplysningene om antallet som fikk tilbud om å kjøpe aksjer, må anses for å være opplysninger som er "nødvendig" i børslovens forstand, jf. § 5-4 femte ledd. Børsklagenemnden viser til at børsen ønsket å vurdere hvorvidt det forelå prospektplikt etter verdipapirhandelloven § 5-1, og at antallet som fikk tilbud således var en relevant og nødvendig opplysning for børsen i den forbindelse.

Børsklagenemnden finner i denne sammenheng grunn til å bemerke at klagers anførsel om at disse opplysningene i tilbakemeldingen 3. november 2004 og telefonsamtalene ikke kan anses som et brudd på opplysningsplikten, da de er gitt som følge av en medarbeiders mangelfulle forståelse av lovens begreper, ikke kan føre frem. Børsklagenemnden er her enig med Oslo Børs i at børsen må kunne forholde seg til en kontaktperson hos selskapet, og at det er selskapet selv som må ha ansvaret og risikoen for at riktige opplysninger gis til børsen. Det kan etter Børsklagenemndens vurdering ikke være børsens oppgave å verifisere opplysninger fra selskapet.

Børsklagenemnden er således enig med børsstyret i at selskapet har brutt opplysningsplikten. Børsklagenemnden er videre enig med børsstyret i at bruddet på opplysningsplikten etter børsloven § 5-4 femte ledd er såpass alvorlig at det bør sanksjoneres med et overtredelsesgebyr.

Børsklagenemnden legger i likhet med børsstyret, vekt på at brudd på opplysningsplikten i seg selv er alvorlig, fordi denne plikten er en sentral og viktig forutsetning for at børsen kan kontrollere og sikre at regelverket for verdipapirmarkedet blir fulgt. I lys av den tidligere sak, sak 143/01 i børsstyret, er Børsklagenemnden enig med børsstyret i at gebyret i dette tilfelle bør settes vesentlig lavere, og at det passende kan fastsettes til NOK 300 000,-.

I og med at børsstyrets vedtak stadfestes, kan klagers krav om dekning av saksomkostninger ikke tas til følge.

Børsklagenemnden fattet følgende vedtak:

Børsklagenemndens vedtak

"Børsstyrets vedtak av 27. april 2005 om å ilegge Carnegie ASA et overtredelsesgebyr på NOK 300 000,- for brudd på børsloven § 5-4 femte ledd om opplysningsplikt opprettholdes."

## 7.2.2 Deutsche Bank AG London – Violation of trade reporting of agreed transactions (protokoll fra børsstyremøte 30.11.2005)

### 1 Introduction

This matter concerns Deutsche Bank AG London's ("Deutsche Bank") violation of the Norex Member Rules Version 1.4 September 2004 ("NMR") regarding stock exchange members' required trade reporting of agreed transactions to Oslo Børs. On 2 May 2005, Deutsche Bank failed to trade report sale of shares in 11 companies listed on Oslo Børs with a total transaction value exceeding NOK 640 million from its own account to an international investment fund.

### 2 Brief introduction of Deutsche Bank

Deutsche Bank is one of the largest global market players within securities trading and investment banking, and has offices in 74 countries. Deutsche Bank was accepted as a member on Oslo Børs in June 2003. Deutsche Bank was member on Stockholmsbörsen before it became a member on Oslo Børs. For this reason, Deutsche Bank was accepted as member on Oslo Børs according to NMR's simplified acceptance process, in which *inter alia* means that none of Deutsche Bank's stock exchange representatives have carried out an authorisation program at Oslo Børs to become qualified exchange traders, but instead completed similar programs at other Norex exchanges.

### 3 Further information on the facts regarding the transaction

Ventelo Invest 2 AS ("Ventelo") and Gandhara Capital Ltd ("Gandhara") announced on 5 September 2005 that they intended to make a mandatory offer for the shares of Catch Communications ASA ("Catch").<sup>3</sup> The offer was confirmed in a press release on 8 September 2005. The announcements are enclosed as [Attachment 1](#). In relation to the offer, the Trading Surveillance Department at Oslo Børs ("TS") made routine investigations with respect to the trade in advance of the announcement of the offer. Enclosed as [Attachment 2](#) is a printout of the Oslo Børs surveillance system ("SMARTS") showing the development of the share price in Catch in the two weeks period in advance of the announcement of the offer.

In relation to these investigations and according to the transaction log in the Norwegian Central Securities Depository ("VPS"), TS became aware of that 1,902,800 shares in Catch constituting approx. 5.4 % of the outstanding share capital, were transferred from Deutsche Bank to Goldman Sachs on 29 April 2005. This acquisition was not trade reported as a transaction to Oslo Børs. The trade was notified to Oslo Børs by Deutsche Bank as sale of large shareholdings, however not until after closing hours on 3 May 2005 with announcement before the trading session on 4 May 2005.

TS made contact with Deutsche Bank by email on 9 September 2005 with respect to the missing trade report and asked whether such transaction should have been reported to Oslo Børs in accordance with NMR, see [Attachment 3](#). As stated in the email dated 9 September 2005, enclosed as [Attachment 4](#), Deutsche Bank confirmed that the transaction was to be trade reported, but the trade reporting was not successfully completed due to an error. Deutsche Bank responded as follows:

*"The shares in Catch Communications were part of a portfolio of shares that were sold by Deutsche Bank to a fund manager Gandhara. (This fund manager was previously a team of traders within Deutsche who left to set up their own fund management operation.) Part of the portfolio of shares that they managed was*

---

<sup>3</sup> As mentioned in section 5 below, Deutsche Bank advises that the mandatory offer by Gandhara for the shares of Catch was not directly related to the transfer of the portfolio from Deutsche Bank to Gandhara, and that the price rise in Catch illustrated in Attachment 2 is unconnected with the transfer.



*sold to them. The trades in scandinavian securities were trade reported manually by our IT people. However I have just checked with them and they have looked back at the records and it would appear that the trade report was rejected with the message that the report "was not allowed in the current state". It would appear that it was not re-reported. I was not aware of this at the time. Please could you advise what you would like us to do."*

Based on the response from Deutsche Bank, TS asked further questions with regard to the failure to trade report the mentioned transactions. As set out in a letter from Oslo Børs dated 21 September 2005, enclosed as [Attachment 5](#), TS' questions related inter alia to if there were other transactions that weren't trade reported to Oslo Børs, the names of the brokers who left Deutsche Bank for Gandhara and a list of the trades executed by these brokers in Catch from the beginning of 2005, what immediate efforts were executed when the failure to trade report the mentioned trades was discovered, which actions in general are taken when Deutsche Bank's IT-personnel discover that manual trades to the Norex exchanges are rejected and why the IT-personnel are the ones that trade report transactions and not the registered exchanges traders.

In its response letter of 28 September 2005, enclosed as [Attachment 6](#), Deutsche Bank provided the following as the background of the event:

*"The trade was part of a portfolio of global stocks that was being transferred over the course of the weekend of 29th April from Deutsche Bank to Gandhara Advisors. Gandhara Advisors is a investment company that was formed by a team of traders formerly employed by Deutsche Bank."*

According to the said response letter and an email from Deutsche Bank dated 10 November 2005, enclosed as [Attachment 7](#), the following trades in companies listed on Oslo Børs were not trade reported in the portfolio that were transferred over the course of weekend of 29 April 2005 from Deutsche Bank to Gandhara:

| Share                  | Volume            | Price NOK           | Amount NOK         | % of shares |
|------------------------|-------------------|---------------------|--------------------|-------------|
| Catch Communications   | 1,902,800         | 14.90               | 28,351,720         | 5.46 %      |
| Ocean Rig              | 1,470,948         | 35.90               | 52,807,033         | 1.68 %      |
| Sinvest                | 1,681,200         | 24.90               | 41,861,880         | 2.98 %      |
| Aker Kværner           | 97,640            | 225.00              | 21,969,000         | 0.17 %      |
| Petroleum Geo-Services | 136,448           | 380.00              | 51,850,240         | 0.68 %      |
| Camillo Eitzen         | 1,130,640         | 70.00               | 79,144,800         | 3.13 %      |
| Axxessit               | 1,662,800         | 19.50               | 32,424,600         | 14.38 %     |
| Telenor                | 1,205,600         | 52.50               | 63,294,000         | 0.06 %      |
| Stolt-Nielsen          | 507,920           | 212.50 <sup>4</sup> | 107,933,000        | 0.77 %      |
| Siem Offshore          | 1,341,600         | 40.50               | 54,334,800         | 1.01 %      |
| Crew Development Corp  | 16,318,240        | 6.70 <sup>5</sup>   | 109,332,208        | 9.32 %      |
| <b>Total</b>           | <b>27,455,836</b> |                     | <b>643,303,281</b> |             |

As for the reason for the failure to trade report the shares, Deutsche Bank explained the following:

<sup>4</sup> Oslo Børs points out that Deutsche Bank has advised that the transactions were completed at closing price on 29 April 2005, and that Deutsche Bank refers to closing price in Stolt-Nielsen of such date as NOK 21.50 per share. According to the Oslo Børs' trading system, the closing price in Stolt-Nielsen on 29 April 2005 was NOK 212.50, in which has been used for the purpose of the table referred to.

<sup>5</sup> The price is the closing price at Oslo Børs on 29 April 2005. Oslo Børs points out that Deutsche Bank has not confirmed that this transaction was also made at closing price on 29 April 2005, but Oslo Børs assumes this is the case since all the other 10 transactions were made at such price.

*"The individuals in this team of traders did not access the Oslo Bors directly but used third party brokers to execute their trades. Consequently they were not exchange registered traders and did not have access to a system with trade reporting functionality. The only trading desk with trade reporting functionality at that time was the Equities Division trading desk.*

*Furthermore the trading team was independent and separate from the Equities Division and information as to their trades and positions was confidential. Because the transfer took place over a weekend the trades were reported on Monday 2nd May, which was a Bank Holiday in the UK and the equity traders were not in the office. It was therefore decided that the IT area responsible for exchange connectivity would assist in the reporting as part of the overall transfer of this business from Deutsche Bank to Gandhara.*

*In respect of the specific issue of the failure to successfully trade report I have looked into this with my IT colleagues. According to our records the trades were reported at 8.32.am UK time as Standard Off Exchange trades. The message "Operation not allowed in current state" appeared as an error text but unfortunately was not interpreted at the time as indicating that the trades had failed to report and therefore was not escalated to the business or Compliance. We are still investigating exactly why these trades were rejected by the Bors."*

Oslo Børs has not been informed about the result of the investigation by Deutsche Bank as to why the trade reports were rejected.

Oslo Børs has by email dated 3 October 2005, enclosed as [Attachment 8](#), asked if the IT personnel were authorised exchange traders. Deutsche Bank confirmed by email the same day, enclosed as [Attachment 9](#), that the IT personnel were not exchange registered traders.

According to the response letter, Deutsche Bank did not become aware of the error until Oslo Børs informed Deutsche Bank about the incident:

*"The fact that the trades were not successfully reported first came to our attention as a result of your email of 9th September. Until this time Deutsche Bank was not aware that the trade reports had not been successful, despite the error message that was received."*

*"We very much regret this incident and would ask you to accept our apologies. This was an exceptional situation which had been the subject of detailed planning for some time. Despite all our best endeavours and planning the matter has arisen as a result of human error."*

#### 4 The legal framework

The Norwegian Securities Trading Act of 1997 (the "STA") section 9-4 sets out that:

*"Investment firms shall notify the stock exchange immediately of transactions related to financial instruments quoted in Norway. The ministry may lay down further rules for such notifications."*

In relation to this, the Norwegian Stock Exchange Act of 2000 section 5-3 second paragraph stipulates that the exchange shall announce such notifications. According to the said section third paragraph, the ministry may lay down further rules on trading in quoted financial instruments and the members' notification obligations.

The Norwegian Stock Exchange Regulation of 1994 (the "Regulation") section 13-1 stipulates that the stock exchange determines when quotation shall take place, and section 13-2 sets out that the exchange shall lay down further rules for the quotation process.

The Regulation section 12-5 governs the members' notification requirements:

*"Trades in financial instruments listed on a stock exchange shall be reported to the relevant exchange. Such reporting shall as a minimum specify the financial instrument being traded, price, volume and the time on which the trade took place. The stock exchange may lay down further rules with regard to the information being required for reporting to the stock exchange in connection with a trade. The stock exchange shall determine the precise time limits within which the trade shall be reported to the exchange."*

The members' notification requirements are further set out in the NMR chapter 5. According to the NMR section 5.6.1:

*"All manual trades in which a Member has participated must be reported to the Norex Exchange(s) in accordance with the provisions of this section. Reporting takes place via the Member's electronic connection to the Trading system. For further details please see the reporting Guideline on [www.norex.com](http://www.norex.com)."*

According to the NMR section 5.6.2, a member participates in a manual trade when:

*"The Member shall be deemed to have participated in a Manual Trade where the Member, on its own account, or on behalf of a third party, takes an active part in reaching the agreement containing the terms and conditions governing the Trade."*

The time when a manual trade made outside the exchange's opening hours shall be notified to the exchange, is regulated in the NMR section 5.6.13:

*"Manual Trades which are entered into after the closure of the Trading Session must be reported in the Pre-Trading Session and no later than 15 minutes prior to the opening of the Trading Session on the following Exchange Day."*

The pre-trading session at Oslo Børs runs from 09.15 to 09.45. The period for the pre-trading session is set by Oslo Børs, and the time of the pre-trade period is not defined in the NMR.

The NMR section 4.4.1 has requirements to the personnel that may execute trades in the Norex trade system (exchange traders):

*"The Member participates in trading in the Norex Exchange(s) through Exchange Traders. The Exchange Traders shall be employed by the Member or by an authorized securities institution within EEA that belongs to the same group as the Member. An Exchange Trader can only be active for one Member at a time on a specific SubMarket. On Oslo Børs an Exchange Trader needs to be employed by the Exchange Member."*

The NMR section 4.4.3 sets out requirements to the exchange traders:

*"The Member shall ensure that an Exchange Trader is suitable for his/hers duties and possesses the following qualifications and training:*

- (i). At least 6 months experience in securities trading;

- (ii). Documented knowledge regarding the Norex Exchange(s)' trading rules and other legislation governing trading;
- (iii). Documented knowledge of economics, financial markets and financial analysis;
- (iv). Has taken and passed a test organised by the Norex Exchange(s) in trading in the Trading System."

The Regulation section 25-6 governs warnings to, suspension and exclusion of stock exchange members:

*"Where a stock exchange member acts in contravention of law, regulations, good business practices, good stock exchange practices or otherwise proves unfit to be a stock exchange member, the stock exchange may:*

- 1 issue a warning to the stock exchange member;
- 2 suspend the stock exchange member from participation in price quotation in accordance with the rules of the Stock Exchange Act section 5 – 5, second and third paragraph;
- 3 cancel the undertaking's stock exchange membership in accordance with the rules of the Stock Exchange Act section 5 – 5, first paragraph or withdraw the right to participate in price quotation."

The Regulation section 25-8 regulates violation charges for the stock exchange members:

*"Where stock exchange members violate the provisions of the Stock Exchange Act or these regulations, the stock exchange board may decide to impose a violation charge, payable to the stock exchange.*

*Charges for violations shall be fixed in accordance with the following rules:*

- 1 *Charges for violations by stock exchange members may not exceed NOK 2,500,000 for each violation which may attract a violation charge.*
- 2 *The stock exchange member shall be informed that the imposition of a violation charge is under consideration and of the circumstances on which this is based. The member shall have at least one week to express its views before a decision is adopted by the stock exchange.*

*A stock exchange member upon whom a violation charge is imposed shall be notified in writing of the decision, and the grounds for the decision shall be set out in the notification. Information shall also be provided on the right to appeal to the stock exchange appeals committee, the time-limit for appeal and the procedure for appeal.*

*The decision and the grounds for the decision shall be published unless there are special reasons for not doing so.*

*The stock exchange will send an invoice for the violation charge imposed which falls due for payment thirty days after the invoice date."*

Similar provision as the Regulation section 25-6 and section 25-8 is included in the NMR section 4.11.9.

5 Comments from Deutsche Bank

By letter to Deutsche Bank dated 10 November 2005, enclosed as Attachment 10, Oslo Børs asked for Deutsche Bank's comments to its preliminary report regarding the possible violation of the NMR and Norwegian securities legislation related to the missing trade reporting of the agreed transactions. In this letter, Oslo Børs also advised that a violation charge might be imposed on Deutsche Bank as a result of the missing trade reporting.

In its response letter of 18 November 2005, enclosed as Attachment 11, Deutsche Bank agreed to the findings in the report and acknowledged the failure to trade report the said manual trades:

*"Deutsche Bank confirms its agreement with the findings as detailed in the report of the Oslo Børs in that it failed to report certain manual trades as required under the regulations of the Børs. Deutsche Bank regrets this omission. Deutsche Bank understands its obligations as a member of the Exchange and takes its responsibilities seriously. Deutsche Bank made arrangements in good faith in an attempt to ensure that the transfer of the portfolio of shares was reported. The transfer of securities was an unusual circumstance which could not easily be accommodated within our usual procedures. We have explained why the reports were attempted by IT personal rather than registered traders. We would emphasise that this did not represent the delegation of a trading decision to individuals that were not qualified to trade.*

*We would respectfully like to make a number of additional comments on aspects of the Børs' report. Paragraph 3 refers to the subsequent mandatory offer made by Gandhara for Catch Communications. This was not directly related to the transfer of the portfolio (which was comprised of a global range of securities) and the price rise in Catch Communications illustrated in the report is unconnected with the transfer.*

*Paragraph 7 "Number and size of the trades" describes the size of the trades in relation to historical trading in the companies shares. We would emphasise that this was a transfer of a portfolio from one investment manager (Deutsche Bank) to another investment manager (Gandhara), rather than a strategic sale by Deutsche Bank and that the transfer took place at the closing price.*

*The price investigation referred to in paragraph 7 "Miscellaneous" is unrelated to the transfer in that the price rise referred to occurred prior on the day preceding the transfer and there were other trades between the price rise and the transfer."*

## 6 Comments from Oslo Børs

The rationale for the requirement to trade report agreed transactions to Oslo Børs is to ensure the foundation for accountable price fixing in quoted financial instruments and the trust that the quotation of the price at Oslo Børs continuously reflects the individual quoted financial instrument's current market value.

It is the opinion of Oslo Børs that information about agreed transactions completed after the close of trading can affect the market players' assessment with respect to the price they wish to buy or sell financial instruments. The rule that such transactions shall be reported to the exchange in the pre-trade session and 15 minutes before the trading session starts on the following trading day, is therefore important to ensure equal and fair sharing of information that could be important for the price fixing for all the market players.

In this case, 11 agreed transactions between Deutsche Bank and Gandhara have not been reported in accordance with the above mentioned rules. The duty to trade report these transactions has not been objected to by Deutsche Bank. Deutsche Bank has

advised Oslo Børs that it had the intention to trade report these transactions, and tried to complete such trade reports, but due to human error the transactions did not get trade reported in accordance with governing regulations. Oslo Børs notes that leaving the trade reporting to IT personnel that are not registered exchange traders, is also a violation of the NMR.

According to the information received from Deutsche Bank, the 11 trades were completed over the weekend starting Friday 29 April 2005, and should therefore have been trade reported in the pre-trade session on Monday morning 2 May before 09:45 at the latest. Oslo Børs points out that the notification of sale of large shareholdings in Catch, Crew Development Corp ("Crew") and Axxessit ASA ("Axxessit") indicate that these trades took place on Friday 29 April 2005. Oslo Børs assumes that all these 11 transactions were completed after the close of trading on Oslo Børs on 29 April 2005. Monday 2 May 2005 was a bank holiday in the UK, and all of the equities traders at Deutsche Bank were not in the office. The trade reporting of the relevant transactions was therefore left to the IT personnel at Deutsche Bank. Such IT personnel were not registered exchange traders as described under section 4 above. The transactions were trade reported to Oslo Børs on Monday 2 May at 08.32 UK time as "Standard Off Exchange trades". However, the trade reports apparently did not get through. Deutsche Bank received the message "Operation not allowed in current state" as an error text, but this message doesn't seem to have been interpreted appropriately by Deutsche Bank. Consequently, Deutsche Bank did not retry to trade report the transactions, inform Oslo Børs or otherwise take necessary actions to complete the trade reporting of the transactions in question.

Even though this portfolio of shares was sold by Deutsche Bank to Gandhara (in which was formed by a team of traders formerly employed by Deutsche Bank) as a transaction portfolio, Oslo Børs lay down that this sale was carried out by Deutsche Bank in relation to its investment services.

Deutsche Bank has informed that the trade reports were "rejected by the Bors". Deutsche Bank has not indicated that this is due to error at the trading system at Oslo Børs. Oslo Børs has neither any indication that its trading system was not fully operational at the current time.

According to Deutsche Bank, the non-completion message did neither reach the compliance office of Deutsche Bank. Deutsche Bank has informed Oslo Børs that the reporting failure did not come to its attention before Oslo Børs informed Deutsche Bank of this incident on 9 September 2005. Deutsche Bank also advises that it is currently investigating why these trades were not completed/rejected. Oslo Børs has not been advised of the outcome of these investigations.

In the opinion of Oslo Børs, this case is serious, both in relation to the number and size of the trades and the trade reporting procedure at Deutsche Bank.

#### Number and size of the trades

The portfolio of shares sold to Gandhara consisted of shares in 11 companies listed on Oslo Børs, in total more than 27 million shares with total transaction value of more than NOK 640 million<sup>6</sup>. Based on the historical transactions in the relevant shares, these trades are significant. Overviews of the 10 largest transactions in the relevant shares in the period from 29 April 2004 to 29 April 2005 are enclosed as Attachment 12. The overviews illustrate that the sale of shares by Deutsche Bank in Catch, Crew and Axxessit were the largest transactions in the said companies in the above mentioned period. The Catch sale amounted to approx. 1.9 million shares, while the second largest transaction

---

<sup>6</sup> As mentioned in section 5 above, Deutsche Bank advises that this was a transfer of a portfolio from one investment manager (Deutsche Bank) to another investment manager (Gandhara), rather than a strategic sale by Deutsche Bank and that the transfer took place at the closing price.

in the period amounted to 1.5 million shares (approx. 26% larger). The Crew transaction amounted to approx. 16.3 million shares, while the second largest transaction in the period amounted to 4.2 million shares (approx. 4 times larger). The Axxessit sale amounted to approx. 1.65 million shares, while the second largest transaction in the period amounted to 100,000 shares (approx. 16 times larger). It is also worth mentioning that the other eight trades would have been amongst the largest transactions made in the relevant shares in the period, except for Aker Kværner and Telenor.

According to information received from Deutsche Bank, the shares were sold to either Goldman Sachs or UBS, who Deutsche Bank has advised to be Gandhara's prime brokers. As mentioned above, Deutsche Bank had transferred 1,902,800 shares in Catch in VPS to Goldman Sachs on 29 April 2005, and Oslo Børs therefore lay down that Goldman Sachs was the broker of Gandhara for these transactions. Goldman Sachs is not a member of Oslo Børs, and is therefore not required to trade report such transactions to Oslo Børs under the NMR.

The failure to trade report these transactions deprived the market of significant information. This could have been minimised for three of the transactions that were subject to notification of large shareholdings in accordance with the STA section 3-2. The sale of Catch shares amounted to approx. 5.4% of the outstanding shares, the sale of Axxessit shares amounted to approx. 14.6% of the outstanding share capital, and the sale of Crew shares amounted to approx. 9.3 % of the share capital. In accordance with STA section 3-2, such transactions shall be notified to Oslo Børs immediately, both for the seller and the buyer if applicable. However, Deutsche Bank notified Oslo Børs of the Catch and Axxessit transactions after closing hours on 3 May 2005, and these transactions were announced on the morning on 4 May 2005. The Crew transaction was announced on 2 May 2005 at 14:36.

In accordance with normal routines, Oslo Børs has informed the Norwegian Financial Services Authority about Deutsche Bank's notification of large shareholdings regarding these transactions.

#### Routines for trade reporting and back-up

Even though these trades had been subject to detailed planning by Deutsche Bank, the trade reporting was not carried out by the qualified exchange traders. The trade reporting of all the trades to Oslo Børs in question was left to Deutsche Bank's IT personnel. The IT personnel did not have access to a system with trade reporting functionality. Based on the information received from Deutsche Bank, Oslo Børs lay down that the IT personnel were not authorised exchange traders according to the NMR. Oslo Børs points out that leaving the trade reporting to IT personnel that are not registered exchange traders, is also violation of the NMR.

The error report that appeared when the trade reporting was unsuccessful seems not managed/interpreted adequately by Deutsche Bank. Oslo Børs has not received any information indicating that the IT personnel or others at Deutsche Bank tried to re-trade report the transactions. Oslo Børs has neither received any information indicating that the regular exchange traders nor compliance office at Deutsche Bank were contacted in this respect. Oslo Børs was neither contacted. In fact, Deutsche Bank was unaware of the failed trade reporting until Oslo Børs advised Deutsche Bank of such fact, more than four months thereafter. On this basis, it appears that Deutsche Bank had missing routines for dealing with trade reporting and managing error messages in this respect.

#### Miscellaneous

It may also be mentioned that the share price of Axxessit rose approx. 9.6 % on 29 April 2005 based on the closing price the preceding trading day, and triggered an alert in the Oslo Børs surveillance system ("SMARTS"). TS investigated this alert both on 29 April

and 2 May 2005 in accordance with normal practice. Since the sale of Axxessit shares by Deutsche Bank was neither trade reported nor notified as a sale of large shareholdings on 2 May 2005, Oslo Børs was deprived from important information in relation to its investigation of the said alert<sup>7</sup>.

## 7 Sanctions

According to the Regulation section 25-6, the Board of Directors of Oslo Børs may give a member a warning or suspend or terminate the membership if the member acts contrary to the law, regulations or other rules. Furthermore, the Board of Directors may, according to the Regulation section 25-8, issue a violation charge upon breach of the Norwegian Stock Exchange Act or the Regulation, in the maximum amount of NOK 2.5 million. It is expressly stated in the NMR section 4.11.9 that breach of the NMR will be treated in accordance with the Regulation section 25-6 and section 25-8.

Oslo Børs has previously sanctioned violation of trade reporting requirements with violation charges, which may provide guidance as to the size of the violation charge relevant for the matter in question. Oslo Børs imposed a violation charge of NOK 50,000 on SPN Fonds AS in October 1991 for violation of trade reporting within the five minutes rule. The resolution was appealed, but sustained by the Stock Exchange Appeal Committee. A violation charge of NOK 150,000 (reduced to NOK 125,000 by the Stock Exchange Appeal Committee) was imposed on Saga Securities AS in March 1992 for violation of the same rule. A violation charge of NOK 175,000 was imposed on Pre Fonds AS in December 1992 for violation of the trade reporting requirements, and a violation charge of NOK 500,000 was imposed on Fearnley Fonds AS in 1994 for missing and late trade reporting of a number of bond trades. In the Fearnley Fonds case, Fearnley Fonds had failed to report 44 bond trades in addition to that 37 bond trades were trade reported too late, both in a period of approx. 15 months. The violation of the trade reporting was not discovered by Fearnley Fonds itself, but by the Norwegian Financial Services Authority and Oslo Børs, which illustrated missing control routines. This was considered relevant for the size of the violation charge imposed.

Oslo Børs imposed a violation charge of NOK 100,000 on First Securities ASA in May 2000 for late trade reporting of agreed transactions, and imposed a violation charge of NOK 500,000 on Lehman Brothers Int. in September 2004 for breaching the trade reporting requirements in the NMR. In the Lehman Brothers case, Lehman Brothers had acquired 100 million shares in Statoil ASA after closing hours, where Lehman Brothers was to place the shares in the market through a subsequent book building process. The acquisition by Lehman Brothers should have been trade reported before 09:45 the following trading day, but was not trade reported until 15:19 and 15:23 the following trading day (the acquisition was reported as two trades of 50 million shares each).

Oslo Børs considers the violation of the Regulation and the NMR by Deutsche Bank regarding the trade reporting in this case a serious breach to be sanctioned by a violation charge. In determining the size of the violation charge, Oslo Børs has taken into account that even though this was a transfer of a portfolio of shares, the missing trade reporting consisted of shares in 11 companies listed on Oslo Børs, and consequently 11 violations of the trade reporting requirements. The trades were some of the largest trades in most of the said shares in the year preceding the transfer in question. One of the trades was approx. 16 times larger than the second largest transaction in the relevant period. The total transaction value exceeded NOK 640 million. This deprived the market of significant information. The decision to leave the trade reporting to unauthorised IT personnel is also a violation of the NMR, and the missing management of the error messages constitutes missing routines for Deutsche Bank in this case. It is also relevant that

---

<sup>7</sup> As mentioned in section 5 above, Deutsche Bank advises that the price rise referred to is unrelated to the transfer of the portfolio from Deutsche Bank to Gandhara as the price rise occurred prior to the day preceding the transfer and that there were other trades between the price rise and the transfer.



Deutsche Bank itself did not discover the failure of the trade reporting, but was informed by Oslo Børs of the incident.

It is relevant that even though the transfer of the portfolio was carried out in relation to Deutsche Bank's investment services, the trading team at Deutsche Bank managing the portfolio was, up to the execution of the transfer, independent and separate from the bank's Equities Division.

It shall also be mentioned that even though the transfer of the portfolio consisted of trades in 11 companies, this seems to be a one-time error by Deutsche Bank. Oslo Børs has neither indication that Deutsche Bank has failed to trade report subsequent trades nor indication of other missing trade reporting routines. Deutsche Bank has also responded adequately to Oslo Børs' request in this matter and regretted the failure to comply with the NMR and Norwegian securities legislation.

Based on an overall judgement, Oslo Børs considers that a reasonable violation charge is to be set at NOK 500,000.

## 8 Decision

As a result of the above evaluation, the Board of Directors of Oslo Børs resolved the following:

*"The Board of Directors of Oslo Børs decided to impose a violation charge of NOK 500,000 – fivehundredthousandNorwegiankroner - on Deutsche Bank AG London, ch. the Norwegian Stock Exchange Regulation § 25-8 and the Norex Member Rules Version 1.4 September 2004 section 4.11.9, for the violation of the Norwegian Stock Exchange Regulation section 12-5 and the Norex Member Rules Version 1.4 September 2004 section 5.6.1 ch. section 5.6.13. The decision may be appealed to the Stock Exchange Appeal Committee in accordance with provisions in the Norwegian Stock Exchange Regulation chapter 26. The time allowed for appeal is 2 – two – weeks."*

### **7.2.3 Kaupthing ASA – brudd på børsforskriften § 13-3 annet ledd og Norex Member Rules 4.6.1 (børsstyresak av 16. desember 2005)**

Kaupthing ASA – brudd på børsforskriften § 13-3 annet ledd og Norex Member Rules 4.6.1

#### 1 Innledning

Saken gjelder spørsmålet om Kaupthing ASA ("Kaupthing") i forbindelse med utførelse av ordrer gjentatte ganger har opptrådt i strid med NOREX Member Rules 4.6.1 ved å legge inn ordrer i ordreboken som ikke gjenspeiler den aktuelle markedsverdien for vedkommende instrument, samt ved to anledninger også brutt børsforskriften § 13-3 annet ledd ved at ordrene ble offentliggjort i børsens handelssystem.

#### 2 Kaupthing

Kaupthing er en islandsk forretningsbank med hovedkontor i Reykjavik. Selskapet fusjonerte med Bunadarbanki i mai 2003 og er blant de ti største bankgruppene i Norden. Banken er også den største på Island med totale eiendeler på ca NOK 55 milliarder ved utgangen av 2003.

Kaupthing har de senere årene ekspandert internasjonalt, spesielt i de nordiske landene. Det seneste oppkjøpet var Tyren Gruppen som er et norsk forvaltningsselskap med fokus på alternative investeringsstrategier. Gjennom kjøpet er Kaupthing tilstedeværende i alle

de skandinaviske land. Banken ble notert på Islandsbørsen i 2000 og på Stockholmsbørsen i desember 2002. Kaupthing kjøpte det norske meglerhuset Sundvall AS i 2004 og ble ved dette medlem på Oslo Børs fra og med 29. mars 2004.

### 3 Sakens bakgrunn

Børsen har siden juli 2005 registrert at Kaupthing ved syv anledninger har lagt inn ordrer i børsens handelssystem som har avvirket betydelig fra aktuell markedskurs.

I to tilfeller medførte ordreinnleggelsene at det ble sluttet handler i børsens handelssystem til klart feil kurs. Børsen valgte i begge tilfellene å innføre børs pause i aksjene og slette transaksjonene som ikke representerte aktuell markedsverdi, jfr. NMR 4.7.1 og NMR 5.7.1. Forholdene kunne ha medført betydelige tap for meglerhuset hvis børsen ikke hadde grepet inn. Etter børsens beregninger kunne potensielt tap samlet ha beløpt seg til ca. NOK 131 millioner. I de øvrige tilfellene har børsen registrert mindre kursforstyrrelser, men ikke tilstrekkelig til at det er blitt foretatt noe i forhold til kursnoteringen.

Nedenfor følger en kronologisk oversikt over de forskjellige tilfellene hvor Kaupthing har lagt inn ordrer som vesentlig avviker fra aktuell markedsverdi, samt hva børsen har foretatt seg overfor børsmedlemmet og markedet.

#### 3.1 Innlegging av ordre som vesentlig avviker fra aktuell markedskurs i Storebrand ASA (STB)

Den 6. juli 2005 kl. 14:56 la en børsrepresentant i Kaupthing inn en kjøpsordre på 10.000 aksjer i STB til kurs NOK 143. Siste omsetning forut for denne ordreinnleggelsen var på kurs NOK 64,75. Feiltastingen fikk ikke merkbar betydning for markedet. Børsen forfulgte derfor ikke forholdet videre.

#### 3.2 Innlegging av ordre som vesentlig avviker fra aktuell markedskurs i Kongsberg Automotive Holding (KOA)

Den 7. juli 2005 kl. 11:53 ble det av en børsrepresentant i Kaupthing lagt inn en kjøpsordre på 10.000 aksjer i KOA til kurs NOK 135,50. Siste omsetning forut for denne ordreinnleggelsen var på kurs NOK 47. Heller ikke i dette tilfellet medførte feiltastingen forstyrrelser i markedet. Børsen valgte ikke å forfølge hendelsen.

#### 3.3 Innlegging av ordre som vesentlig avviker fra aktuell markedskurs i Det Norske Oljeselskap (DNO)

Den 10. august 2005 kl. 14:26 la en megler i Kaupthing inn en kjøpsordre på 100.000 aksjer i DNO til kurs NOK 10.000. Ordrens størrelse var således på NOK 1 milliard. Siste omsetning forut for denne ordreinnleggelsen var på kurs NOK 31,50. Feiltastingen medførte at kursen i DNO flyttet seg fra NOK 31,50 til NOK 31,70.

Oslo Børs kontaktet børsrepresentanten i Kaupthing som utførte ordren. Han forklarte at han hadde ignorert to systemalarmer under ordreinnleggelsen. Børsen foretok ikke ytterligere undersøkelser men bemerket saken.

Utskrift av telefonsamtalen mellom megleren og børsens markedsovervåkning er vedlagt som Bilag 1.

#### 3.4 Innlegging av ordre som vesentlig avviker fra aktuell markedskurs i PA Resources AB (PAR)

Den 15. august 2005 kl. 10:26 la Kaupthing inn en salgsordre på 1.300.000 aksjer i PAR til kurs 2,08. Sist omsatte kurs i PAR på dette tidspunktet var NOK 104,50. Salgsordren som ble lagt inn sluttet alle kjøpsordrene som lå i ordreboken. Den ikke markedsriktige ordren ble liggende som beste selger på kurs NOK 2,08 med et volum på 1.292.800 aksjer. Disse aksjene ble i løpet av 20 sekunder sluttet av innlagte kjøpsordre. Det potensielle tapet knyttet til ordreinnleggelsen var således ca. NOK 131,8 millioner (102 x 1.292.800). Kursutslaget knyttet til ordreinnleggelsen var ca 98%, og børsen innførte børspause kl. 10:28 for å undersøke hendelsen nærmere. Det ble deretter besluttet å slette de ikke markedsriktige transaksjonene (22 handler).

På henvendelse fra børsen opplyste Kaupthing at ordreinnleggelsen berodde på menneskelig feil. Det var meningen å legge inn en ordre på 1.300.000 aksjer til kurs NOK 2,08 i Pan Fish ASA. I et internt notat som senere er oversendt Oslo Børs og Kredittilsynet, har megleren som utførte ordren forklart følgende:

*"Jeg fikk kl. 10.26 inn salgsordre på 1,3 mill. aksjer i Pan Fish ("PAN") - limitert til 2,08. Denne ble lagt inn i vårt handelssystem (Amis) umiddelbart, hvor vi skulle vise 200.000 og skjule resten. Ved en tastefeil ble ordren lagt inn som PAR (PA Resources) istedenfor PAN.*

*Det kom opp et spørsmål om å bekrefte ordren før den gikk til børs. Jeg antok automatisk at det var beløpet det ble spurt om, og tastet den igjennom fordi jeg satt fortsatt i telefon med samme kunde. Kunden ønsket å legge inn flere ordrer og vi diskuterte videre hva han ønsket. Advarselen som kom var mer spesifikk og det så jeg dessverre for sent og etter at feilen var begått."*

Kopi av notatet er vedlagt som Bilag 2.

Utskrift av børsens overvåkingssystem som illustrer feilordren er vedlagt som Bilag 3.

Oslo Børs er opptatt av at de tekniske systemene som børsmedlemmene bruker mot børsens handelssystem på best mulig måte hindrer at feilordrer blir lagt inn i handelssystemet. Børsen ønsket derfor en ytterligere redegjørelse fra Kaupthing på hvorfor en ikke markedsriktig ordre ikke ble stoppet før den kom inn i den elektroniske ordreboken, herunder hvilke systemfiltre selskapet benytter for å begrense omfanget av uriktige ordrer.

I email av 18. august 2005 ga Kaupthing en beskrivelse av systemfiltrene som benyttes, og hva som gikk galt i forbindelse med ordreinnleggelsen. Redegjørelsen er vedlagt saken som Bilag 4, samt summarisk gjengitt nedenfor:

*"Kaupthing benytter følgende filtre/alarmer ifb. med ordreinnleggelse:*

*a) Ved salgsordre viser databilde rødt og ved kjøpsordre viser databildet blått.*

*b) Overstiger børsordren kr. 1 mill., må megleren bekrefte ordren. Når dette er gjort og riktigheten bekreftes, overføres ordren på Børs. Den har ja som default.*

*c) Legges det inn ordre som avviker mer enn 1,1% fra spreaden, må megleren bekrefte ordren. Når dette er gjort og riktigheten bekreftes, overføres ordren på Børs. Den har ja som default.*

-----

*Vi vil først beklage det inntrufne og presisere at vi ser svært alvorlig på hendelsen og har all hensikt å gjøre det vi kan til å forhindre lignende feil i fremtiden. Et strakstiltak som blir gjort er å endre default fra ja til nei.*

*Det ligger i sakens natur at mennesker vil kunne overprøve datavarslinger. I dette konkrete tilfellet var det fullstendig menneskelig glipp, som selvfølgelig ikke skal skje, men kan skje i en "stress situasjon". Vi vil vurdere å implementere en rutine hvor varsler blir gjort mer tydeligere ved unormale ordreinnleggelses, samt godkjenning av andre personer en den som legger in ordren, for den sendes videre til Børs. Dette mener vi vil begrense risikoen av at slike feil gjentar seg."*

Børsen fant den feilaktige ordreinnleggelsen så alvorlig at det ble reagert med et kritikkbrev til Kaupthing, hvor selskapet også fikk en advarsel for forholdet. Kopi av brevet er vedlagt som Bilag 5. Hovedpunktene er gjengitt nedenfor:

*"I det foreliggende tilfelle har vedkommende børsrepresentant lagt inn en salgsordre som avvok med ca 98% ifht siste omsatt. I følge deres rutiner skulle således børsrepresentanten, slik børsen har forstått det, motta tre advarsler/alarmer om at det ikke var mulig å sende ordren til børsen. Børsrepresentanten må således ha trykket seg gjennom alle disse alarmene.*

-----

*Børsen ser det som kritikkverdig at megler her har trykket seg gjennom tre alarmer uten å reagere. Det faktum at det i alarmteksten opplyses om hvor mange prosent avviket er fra spread, og da i dette tilfelle et avvik på 98%, ser børsen på som skjerpene hva gjelder at megler har trykket seg gjennom.*

-----

*Børsen har med bakgrunn i nevnte vurdert det som tilstrekkelig med en advarsel fra Markedsovervåkingen til børsmedlemmet, men vil også peke på at børsrepresentanten etter vår vurdering har opptrådt kritikkverdig. Børsen viser herunder til at en megler er betrodd oppgaven med å utføre handelsordre i handelssystemet. En megler utfører således daglig et stort antall ordre. Han er således en nøkkelperson i omsetningen av verdipapir med den risiko for å gjøre feil som følger med stillingen. For å opprettholde tilliten til markedets integritet er det såldes viktig at børsrepresentantene utfører ordre med stor aktsomhet. Det vil kunne være skadelidende for verdipapirmarkedet dersom børsrepresentantene neglisjerer, etter børsens vurdering, grunnleggende tiltak som er satt for å hindre ikke markedsriktige ordre å komme inn i handelssystemet."*

### 3.5 Innlegging av ordre som vesentlig avviker fra aktuell markedskurs i Itera Consulting Group ASA (ITE)

Den 28. september 2005 kl. 12:54 ble det av en børsrepresentant i Kaupthing lagt inn en salgsordre på 18.000 aksjer i ITE til kurs NOK 1,94. Siste omsetning forut for denne ordreinnleggelsen var på kurs NOK 3,94. Feiltastingen medførte ikke forstyrrelser i markedet, og børsen valgte ikke å forfølge hendelsen.

### 3.6 Innlegging av ordre som vesentlig avviker fra aktuell markedskurs i Farstad Shipping ASA (FAR) og Stolt Nielsen ASA (SNI)

Den 28. oktober kl. 10:08 la Kaupthing inn en salgsordre på 10.000 aksjer i FAR til kurs 21,20. Beste kjøpsorde i FAR var på dette tidspunktet NOK 83. Salgsordren som ble lagt inn sluttet alle kjøpsordene som lå i ordreboken. Den ikke markedsriktige ordren ble liggende som beste selger på kurs NOK 21,20 med et volum på 8.500 aksjer. Disse aksjene ble i løpet av 40 sekunder sluttet av innlagte kjøpsordre. Det potensielle tapet knyttet til ordreinnleggelsen var således ca. NOK 525.000 (61,8 x 8.500). Kursutslaget knyttet til ordreinnleggelsen var ca 75% og børsen innførte børspause kl. 10:09 for å undersøke hendelsen nærmere. Børsen slettet deretter alle omsetninger fra kurs NOK 21,20 til og med kurs NOK 75 (5 handler).

På henvendelse fra børsen opplyste Kaupthing muntlig at ordreinnleggelsen berodde på en feil. Børsrepresentanten hadde hatt til hensikt å legge inn en salgsordre i Fast Search and Transfer ASA.

Børsen ønsket imidlertid en skriftlig redegjørelse for forholdet. Dette ble gitt av Kaupthing i brev av 31. oktober 2005. Kopi av brevet er vedlagt som Bilag 6. Meglers forklaring som utgjør en del av redegjørelsen er gjengitt nedenfor:

*"Da ordrebildet ble trykket opp "traff" jeg feil ticker-kode FAR, som er koden ved siden av FAST. Ordren ble lagt inn med kode under "bid-kursen" som var 21,30 i FAST, og følgelig overså jeg advarselen jeg fikk om at kursen var under "bidet". I ettertid er dette en opplagt tabbe fordi det prosentuelle avviket jeg må ha fått melding om var vesentlig høyere enn det jeg la opp til. Jeg la limit 21,20."*

Samme dag som hendelsen i FAR, oppdaget børsen at Kaupthing også hadde lagt inn en salgsordre på 5.000 aksjer til kurs NOK 22 i SNI. Beste kjøper i ordreboken lå på dette tidspunktet inne med kurs NOK 225. Ordren var lagt inn klokken 15:59:32 og førte til at kursen i SNI falt fra NOK 225 til NOK 221 før børsen stengte.

Børsen besluttet ikke å slette omsetningene som ble utløst av denne ordren, men ba også for denne hendelsen om en skriftlig redegjørelse på hvorfor det ble lagt inn en ordre som sterkt fravek børskurs. I email av 7. november 2005 redegjorde Kaupthing for saken. Meglers forklaring på hva som skjedde var tatt inn som del av redegjørelsen og gjengis nedenfor. Hele redegjørelsen er vedlagt som Bilag 7.

*"[Kunden] ringte rett før børs slutt for å selge 5k Stolt Nielsen på limit 225, --fort fort fort. jeg feil tastet og solgte kun 800 aksjer på 225-resten lavere, -og snitt kursen på salg av 4,100 ble 222,231707. Når jeg fant ut feilen, -prøvde jeg å ringe gjenstående selgere på 224, -de ville ikke selge i ettermarkedet, -jeg la da ordren til inndekning i USA, -samt det resterende salget til [kunden] på 4,100 aksjer på 225. Ingen her Ønsket at Stolt Nielsen skulle ende ned, -[kunden] hadde kjøpt aksjene på en lavere kurs tidligere på dagen, -og ønsket en hyggelig gevinst. Det var en meget stresset situasjon når dette skjedde, -det var JEG som gjorde en feil, -systemene her fungerer bra. Jeg beklager på det sterkeste."*

Utskrift av børsens overvåkingssystem som illustrer feilordrene er vedlagt som Bilag 8 og 9.

### 3.7 Generell henvendelse til samtlige børsmedlemmer

I løpet av 2005 har børsen avdekket en ikke ubetydelig økning i antall feilaktige ordreinnleggelses i Saxess fra autoriserte børsrepresentanter. Det omfang feiltasting har fått den siste tiden utgjør et ikke ubetydelig problem for børsen og markedet. Basert på børsens erfaringer ble det derfor sendt en likelydende email til alle børsmedlemmene den 25. oktober i år hvor medlemmene ble gjort oppmerksomme på at Oslo Børs i større grad ville fokusere på problemet i tiden fremover.

Følgende er hentet fra emailen, som også er vedlagt som Bilag 10.

*"Oslo Børs har merket en økning i avvikende ordre plassert i ordrebøkene på Oslo Børs. Med avvikende ordre menes ordre som ikke representerer aktuell markedsverdi jf NMR punkt 4.6.1. Ordrene kan medføre store forstyrrelser i markedet og i den aktuelle aksjen. Dette kan igjen virke uheldig for tilliten i markedet. Oslo Børs har i flere av situasjonene vært nødt til å gripe inn i handelen ved bruk av børspause for å vurdere sletting av aktuelle handler."*

*Med bakgrunn i dette ønsker Oslo Børs å sette fokus på problemet. Oslo Børs kommer til å informere Compliance på ukentlig basis, de gangene alarmen "mistanken bid/ask" blir generert fra vårt overvåkingssystem på en av deres meglere. Alarmen blir generert fra vårt overvåkingssystem når det blir lagt inn en kjøper som er markant høyere enn beste selger, eller en selger som er markant bedre enn beste kjøper.*

*Vedlagt finner dere de alarmene "mistanken bid/ask" som er blitt generert på deres meglere hittil i år. Fra og med neste uke vil Oslo Børs sende en mail hver uke til de meglerhusene som er representert ved denne alarmen sist uke. Den ukentlige mailen er et midlertidig tiltak for å sette den nødvendige fokus på hendelsene."*

Kaupthing mottok emailen tre dager før feiltastingen i FAR og SNI fant sted.

#### 4 Selskapets anførsler

Kaupthing mottok den 29. november 2005 børsens varsel om illeggelse av overtredelsesgebyr. Selskapet har i brev av 6. desember 2005 rettidig kommentert saken. Selskapets anførsler er i sin helhet vedlagt som Bilag 11, og summarisk gjengitt nedenfor.

Kaupthing har opplyst at Jan Petter Sissener overtok som administrerende direktør for selskapet i begynnelsen av september 2005. Han avdekket da at selskapet ikke hadde vært drevet på et tilfredsstillende profesjonalitetsnivå. Selskapet satte derfor i gang med en rekke prosesser for å bedre situasjonen, herunder styrking av bemanningen kvalitativt og kvantitativt, styrke compliance-siden ved å leie inn Lars Gjørvad som ekstern compliance konsulent, engasjere et advokatfirma for å gjennomgå og oppdatere eksisterende rutineverk og instruksjer, engasjere et revisorfirma for å gjennomgå og endre regnskapsrutiner m.v., samt iverksettelse av en rekke andre tiltak for å heve profesjonalitetsnivået i selskapet.

Kaupthing erkjenner at selskapet ved flere anledninger har lagt inn ikke markedsriktige ordrer i børsens handelssystem ved feiltastinger. Det beklages på det sterkeste, og selskapet understreker at hverken Lars Gjørvad eller Jan Petter Sissener ble underrettet om overtredelsene. Hadde de blitt varslet om forholdene på et tidligere tidspunkt ville området fått større oppmerksomhet allerede fra første dag.

Kaupthing anfører at selskapet er i ferd med å avslutte en stor snuoperasjon fra å være et lite verdipapirforetak med hovedsakelig privatkunder til å bli et ledende gjennomprofesjonalisert verdipapirforetak med fokus på det institusjonelle markedet. Et overtredelsesgebyr eller offentlig advarsel nå vil etter Kaupthings mening virke særlig negativt både for selskapet og dets ansatte. Det vil heller ikke virke etter sin hensikt. Selv om selskapet ser at en slik sanksjon kan ha en allmennpreventiv effekt, er Kaupthing likevel av den oppfatning at et overtredelsesgebyr eller offentlig advarsel ikke vil få noen betydning individualpreventivt siden selskapet allerede har igangsatt større prosesser for å minimalisere risikoen for gjentakelser.

#### 5 Rettslig grunnlag

I henhold til børsloven § 5-1 tredje ledd skal børsen utarbeide regler for kursnoteringen ved Oslo Børs. Fra mai 2002 har børsene i det nordiske børsamarbeidet NOREX hatt et felles handelsregelverk med i hovedsak likelydende bestemmelser. Gjeldende versjon av regelverket for den aktuelle perioden var NOREX Member Rules versjon 1.5 (heretter kalt "NMR").

I den norske oversettelsen av NMR 4.6.1 heter det i første avsnitt:

*"Ordrer innlagt i ordreboken, automatisk sluttede handler og manuelle handler må gjenspeile den aktuelle markedsverdien for vedkommende instrument og utgjøre reelle ordrer og omsetninger. Det samme gjelder ordrer som er gjenstand for akseptslutning."*

Hva som er ment med aktuell markedsverdi fremkommer av 2. og 3. avsnitt:

*"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 i tilfelle ordren blir automatisk sluttet, vil føre til en omsetning som åpenbart ikke gjenspeiler markedsverdien. Ordrens gyldighet skal tas i betraktning når ordrens kurs vurderes."*

I tillegg til reglen i NMR om at ordrene som legges inn i børsens handlesystem skal gjenspeile aktuell markedsverdi, inneholder børsforkriften § 13-3 annet ledd en bestemmelse som sier at børsmedlemmer heller ikke må medvirke til at det offentliggjøres kurser som ikke gir uttrykk for aktuell markedsverdi for de finansielle instrumentene.

*"Børsmedlemmer må ikke medvirke til at det offentliggjøres offisielle kurser som ikke gir uttrykk for den aktuelle markedsverdi for de finansielle instrumentene."*

Denne bestemmelsen kommer til anvendelse på to av overtredelsene (PAR og FAR) i tillegg til NMR 4.6.1.

Børsmedlemmers overtredelse av bestemmelsene NMR kan i medhold av børsloven § 5-12, jfr. NMR 4.11.9 sanksjoneres med et overtredelsesgebyr på maksimalt NOK 2,5 millioner per overtredelse. Tilsvarende bestemmelse finnes i børsforkriften § 25-8 for overtredelse av børsforkriftens bestemmelser.

## 6 Børsens vurdering

### 6.1 Nærmere om "aktuell markedsverdi" og medvirkning til offentliggjøring av ikke markedsriktige kurser

Basert på siste omsetning i de aktuelle aksjene før de feilaktige ordreinnleggelsene fant sted, har børsen beregnet at ordrene avvek betydelig fra markedskurs, helt opp til ca. 98% (PAR-ordren). Ordrene var således langt uten for "spread", og førte i flere tilfeller til omsetninger utenfor aktuell markedsverdi. I to av tilfellene måtte børsen slette slutningene som fant sted i handelssystemet i tidsrommet etter feilinnleggelsen (PAR og FAR).

Børsen er av den oppfatning at de aktuelle ordrene ikke reflekterte aktuell markedsverdi. Dette synes heller ikke bestrid av Kaupthing. Det vises blant annet til selskapets uttalelser knyttet til tilfellene i DNO, PAR, FAR og SNI, jfr. Bilag 1, 2, 6 og 7.

I PAR og FAR tilfellene utgjorde salgsordrene store volumer. Dette medførte at salgsordrene sluttet alle kjøpsordene som lå i ordreboken. Etter disse slutningene var utført ble den ikke markedsriktige ordren liggende synlig igjen i ordreboken som beste selgerkurs i de respektive papirene. Kaupthing har dermed i tillegg til å legge inn en

ordre som fraviker markedskurs, også overtrådt bestemmelsen i BF § 13-3 annet ledd ved at børsrepresentanten har medvirket til å offentliggjøre en ordre som ikke tilsvarer aktuell markedsverdi.

## 6.2 Betydningen av innleggelse av ordrer som ikke gir uttrykk for aktuell markedsverdi

Offentliggjøring av kurser i børsens handelssystem som ikke gir uttrykk for aktuell markedsverdi kan medføre store konsekvenser for markedet og for børsen.

Avhengig av hvor mye ordrekursen avviker fra aktuell markedsverdi samt hvilket volum den har, vil ordren kunne føre til store forstyrrelser i prismetanismen. Ordre som ligger inne i ordreboken vil bli sluttet automatisk. Dersom feilordrene er betydelig med hensyn til volum og kursavvik kan kursbildet bli flyttet, og børskurs vil ikke lenger gi uttrykk for antatt virkelig verdi for selskapet. Dette er følgelig skadelig for investorene som stoler på kursinformasjonen fra børsen og treffer investeringsbeslutninger basert på denne. Risikoen er følgelig at det gjennomføres transaksjoner som ellers ikke ville ha blitt gjennomført og som påfører enkeltinvestorer økonomisk tap.

I tillegg vil slike hendelser medføre at det oppstår feil i kursbildet som følge av den opprinnelige avvikende ordren. Dette vil typisk være nye omsetninger til kurser som ikke gjenspeiler aktuell markedsverdi mellom andre parter enn den som la inn feilordren. Eksempel på en slik følgefeil er automatisk aktivering av stop-loss ordrer. Dette er ordrer som automatisk aktiveres når kursnivået passerer en definert grense. Ved at det genereres ikke markedsriktige handler kan således disse ordrene aktiveres utilsiktet og medføre at handler slutes uten noen ytterligere medvirkning fra megler.

Videre kan investorer som har kjøpt aksjer til lavere kurser enn det som er normalt for de aktuelle verdipapirene ønske å ta en gevinst ved straks å selge disse aksjene igjen. Gevinsten vil normalt kunne sies å være ufortjent ettersom den beror på en feilordre i handelssystemet. I slike situasjoner vil investorene også kunne komme i en vanskelig situasjon dersom børsen bare sletter omsetninger som er gjort på grunn av feilordren. Hvis noen investorer har solgt aksjer som de kjøpte til lave kurser før børs pause innføres, vil børsens sletting føre til at investorene blir liggende "short" i verdipapiret og ikke klare sin leveringsforpliktelse dersom de ikke dekker seg inn på annen måte. For å unngå slike situasjoner vil børsen normalt også slette handler som har blitt sluttet som resultat av feilordren, men hvor feilordren ikke er motpart i transaksjonen. Dette var for eksempel tilfelle i PAR-situasjonen som er beskrevet ovenfor i punkt 3.4.

En ytterligere uheldig effekt av at det innføres børs pause med etterfølgende sletting er at aktørene i børs markedet i stor grad blir innelåst i perioden som børs pausen varer. De påføres således en ikke-tilsiktet risikoeksponering. Investorene vil også kunne miste sin prioritet i ordreboken og dermed kunne gå glipp av handler de ellers ville ha fått. Videre kan børsens indekser bli påvirket av feilordrene, herunder handlebare indekser som OBX. Dette medfører at derivatkontrakter som omsettes på OBX-indeksen blir av berørt av feilen ved at prisingen bygger på en feilaktig indeksverdi. I slike kontrakter er det ofte datasystemer som tilbyr kjøps- og salgspriser, og disse vil justere seg automatisk og skape et feilaktig kursbilde. Dette vil igjen kunne føre til at uskyldige tredjeparter handler indekskontrakter til avvikende kurser. Lignende feil kan skje i handel med de noterte børsfondene (ETF).

I 2005 har det totalt vært 10 episoder hvor børs medlemmer har lagt inn ikke markedsriktige kurser som har medført så store forstyrrelser at børsen har slettet omsetningene som har blitt sluttet på grunn av de feilaktige ordreinnleggelsene. Det at likvide børsnoterte aksjer plutselig omsettes med kurser som fraviker med opp til 98% av markedskurs er lite tillitsvekkende for børsen som markeds plass og kan ha en ikke ubetydelig skadeeffekt dersom dette skjer regelmessig.



Børsen påføres også et utilsiktet merarbeid dersom feilen i ordren er betydelig. Dersom feiltastingen gir utslag på børskursen må børsen innføre børspause, samt manuelt gå inn i handelssystemet og slette alle omsetninger som har blitt sluttet på grunn av feilordren.

Det bemerkes også at børsens troverdighet og anerkjennelse som seriøs markedsplass blir svekket dersom børsmedlemmene regelmessig taster inn ikke markedsmessige ordrer som medfører børspause og sletting av ordrer i handelssystemet. Børsmedlemmer og investorer som berøres i slike situasjoner er regelmessig i kontakt med børsen og gir uttrykk for bekymring og frustrasjon. Dersom børsen ikke klarer å håndtere feil fra børsmedlemmene med hensyn til ordreinnleggelsen, kan tillitten og integriteten til kursnoteringen bli svekket over tid. Dette ønsker børsen å unngå.

### 6.3 Kaupthings forhold

Første halvår 2005 har Kaupthing en rekke ganger lagt inn ordrer i børsens handelssystem som fraviker aktuell markedsverdi. Dette er gjort ved å legge inn ekstremt lave kjøpsordre og ekstremt høye salgsordre (se Bilag 12 for oversikt over disse ordrene). I flere av tilfellene har børsen kontaktet Kaupthing og bedt dem fjerne ordrene. Siden ordrene ikke har hatt vesentlig betydning for kursbildet, har børsen ikke foretatt seg noe ytterligere i disse tilfellene. Fra 6. juli i år har imidlertid Kaupthing ved 7 forskjellige anledninger lagt inn "kryssende" kurser i handelssystemet som fraviker vesentlig fra markedskurs. I flere av tilfellene har kursavviket vært betydelig samtidig som ordevolume har vært stort. Dette har direkte fått betydning for markedet, og børsen har flere ganger vært nødt til å håndtere situasjonene med børspause og sletting av omsetninger.

Etter den alvorlige episoden i PAR den 15. august i år mottok Kaupthing en skriftlig advarsel fra børsen. Til tross for dette har Kaupthing flere ganger etterpå brutt bestemmelsene som forbyr innleggelse av ordrer som ikke gir uttrykk for aktuell markedsverdi. Heller ikke etter at børsen sendte emailen til alle børsmedlemmene den 25. oktober 2005, ble det noen umiddelbar forbedring. Tre dager etter denne siste skriftlige henvendelsen, la Kaupthing inn to ordrer i børsens handelssystem som fravek aktuell markedsverdi vesentlig.

Selv om børsen ikke har gitt noen direkte retningslinjer for hvordan systemer og systemalarmer børsmedlemmene skal ha i systemene som kobles opp mot børsens handelssystem, oppfordrer børsen til at systemene skal spørre megleren om han kan bekrefte ordren dersom den ikke fremstår som markedsriktig. Børsen har ved flere anledninger uttalt at *defaulten* bør være nei, slik at megleren aktivt må overstyre alarmer for at ordren skal bli lagt inn i ordreboken. Børsen forventer at børsmedlemmene utfører slike endringer som børsen finner fornuftig. Det bemerkes i den sammenheng at Kaupthing i sin email av 18. august 2005 (Bilag 4) skrev at et *"strakstiltak som blir gjort er å endre default fra ja til nei*. Det fremkommer imidlertid av saken at slik endring likevel ikke ble gjort før etter ca. to og en halv måned og da etter ytterligere to alvorlige feiltastingshendelser (FAR og SNI 28. oktober 2005).

Slurv og uaktsomhet fra børsmeglere ved ordreinnleggelser i børsens handelssystem har blitt et tiltagende problem den siste tiden. Børsen har i løpet av 2005 registrert en rekke feiltastinger i ordreboken. Ved 10 tilfeller har disse vært så alvorlige at børspause med påfølgende sletting av ordrer har blitt resultatet. Kaupthing har både mottatt muntlig beskjed om å "passe bedre på" og skriftlig kritikk og advarsel for feiltasting, samt en generell skriftlig henvendelse sendt alle børsmedlemmene om problemet. Selv om det ikke er grunn til å tro at overtredelsene er gjort for å påvirke kursene ulovlig, er børsen likevel av den oppfatning at Kaupthings gjentatte overtredelser av NMR 4.6.1, og ved to anledninger også børsforskriften § 13-3 annet ledd, er såpass alvorlig at det bør reageres med et overtredelsesgebyr.

## 7 Sanksjonsspørsmålet

Børsstyret har ikke tidligere behandlet saker angående brudd på NMR 4.6.1 og det finnes derfor ingen børsstyrepraksis med hensyn til børsmedlemmers brudd på bestemmelsen. Stockholmsbörsens disiplinærnemnd har imidlertid i en avgjørelse fra 5. desember i år ilagt et børsmedlem (Fischer Partners) et gebyr stort SEK 300.000 for brudd på NMR 4.6.1. I denne saken hadde Fischer Partners ved flere anledninger gjennom automatisk ordrerouting lagt inn ikke markedsriktige ordrer i åpnings- og sluttauskjonen som ble trukket før ordrene ble sluttet. Hensikten kan ha vært kursmanipulerende, men i Fischer Partners saken ble ikke øvrige markedsaktører direkte skadelidne ved innleggelsen av de feilaktige ordrene. Siden saksforholdet var annerledes enn i foreliggende sak samtidig som det ikke er gitt at Stockholmsbörsen har samme utmålingspraksis som Oslo Børs, kan saken bare benyttes som veiledning i forhold til utmålingen i nærværende sak.

Når det gjelder børsforskriften § 13-3 annet ledd har Børsklagenemnden i sak 2/2002 ilagt Fearnley Fonds ASA et gebyr på NOK 750.000 for brudd på bestemmelsen. Saksforholdet var heller ikke her parallelt med foreliggende sak ved at Fearnley Fonds ASA systematisk ved 77 oppdagede tilfeller la inn små kjøpsordrer som avvek betraktelig fra siste beste kjøpskurs. Ved få anledninger ble ordrene sluttet, og ordrene falt normalt bort ved handelsdagens slutt. Børsklagenemnden la i sin avgjørelse blant annet vekt på at børsrepresentanten bevisst hadde offentliggjort ordrer i børsens handelssystem uten at det forelå noen reell kjøpsinteresse på det kursnivået som ordrene indikerte.

Ved vurderingen av overtredelsesgebyrets størrelse i denne saken har børsstyret i skjerpene retning lagt vekt på at det er snakk om gjentatte overtredelser i et ikke ubetydelig omfang i løpet av en forholdsvis kort periode. Det er også lagt vekt på at børsen sendte Kaupthing skriftlig kritikk og advarsel for å ha lagt inn markedsuriktige ordrer uten at selskapet innrettet seg etter regelverket. Heller ikke etter å ha mottatt emailen sent alle børsmedlemmene den 25. oktober i år ble det noen umiddelbar forbedring. Videre har børsen sett hen til at Kaupthing ga uttrykk for at selskapet i tråd med børsens anbefaling hadde endret sine systemfiltre for lettere å unngå feilaktige ordreinnleggelse i fremtiden. Det viste seg siden at dette ikke var korrekt. Først etter de siste overtredelsene ca. 2,5 måneder senere erfarte børsen at systemfiltrene ble endret.

I formildende retning er det lagt vekt på at Kaupthing er det første børsmedlemmet som ilegges overtredelsesgebyr for brudd på NMR 4.6.1 og BF 13-3 annet ledd med hensyn til feiltasting ved ordreinnleggelse. Dette maner etter børsens oppfatning til noe forsiktighet ved utmålingen av gebyrets størrelse. Videre har børsen sett hen til at selskapet i senere tid har foretatt ikke ubetydelige grep med hensyn til interne rutiner og systemforbedringer for å hindre at slike overtredelser skal skje i fremtiden.

Det bemerkes imidlertid at uaktsom innleggelse av ordrer i børsens handelssystem som ikke gjenspeiler aktuell markedsverdi har blitt et ikke ubetydelig problem den siste tiden. Børsen vil derfor fokusere på problemet fremover, og strengere reaksjoner enn det som herved er utmålt må etter en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle kunne påregnes.

Ottar Ertzeid stemte mot administrasjonens forslag. Han mente overtredelsen var kjedelig, men først og fremst utgjorde en risiko for foretaket selv. Saken var ikke tilstrekkelig alvorlig etter hans syn blant annet fordi overtredelsen ikke hadde vinnings hensikt. Således ville en mer adekvat reaksjon vært en skriftlig irettesettelse overfor foretaket, samt å oversende saken til Kredittilsynet.

Børsstyret sluttet seg mot Ertzeid stemme til administrasjonens forslag til vedtak med begrunnelse og traff vedtak med slik konklusjon:

8 Vedtak

Børsstyret fattet følgende vedtak:

Børsstyret vedtok å ilegge Kaupthing ASA et overtredelsesgebyr stort NOK 500.000, jfr. NMR 4.11.9 og børsforskriften § 25-8 for gjentatte brudd på henholdsvis NMR 4.6.1 og BF 13-3 annet ledd.

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden. Klagefristen er to uker.

### **7.3 NOREX MEMBER RULES/HANDELSREGLER**

#### **7.3.1 NOREX Member Rules – New version 1.5 (brev sendt mai 2005)**

The NOREX exchanges will issue a new version of the NOREX Member Rules (NMR), which will enter into force May 23, 2005.

The main purpose with the new version is to introduce Deferred Publication. It should be noted that there are not that many major changes except for the introduction of Deferred Publication. The substantial changes are as follows:

- Revised definition of Automated trading
- Revised employment requirement for Exchange Traders
- Revised conditions for suspension of trading due to technical disruptions
- Introduction of a certain trade type for combination trades (applicable at Stockholm Stock Exchange only)
- Minor adjustment of when a Manual Trade has to be entered in to within the spread and also specification of spread requirement during the closing-call auction.
- Revised specification of time priority for "Suspend and save overnight"
- Minor exchange specific adjustments such as tick sizes etc.

The introduction of Deferred Publication is to be found as a new section 5.6.20, as new trade types in appendix E and as a new chapter 3 in the reporting guideline. In addition hereto all listed instruments will be classified separately. The technical arrangements for Deferred Publication will be introduced September 26, 2005. From May 23 until September 26, 2005, the Deferred Publication will be possible through notification to the respective market surveillance departments.

Deferred publication is not introduced at Copenhagen Stock Exchange with Norex Member Rules version 1.5, but will possibly be introduced at a later stage. The members of Copenhagen Stock Exchange will be notified if/when this change takes place.

A marked copy version of the rules where all the changes are visible can be found at [www.member.om.se](http://www.member.om.se) under the heading SAXESS.

The Securities Dealers' Associations in the NOREX countries have been consulted on the changes.

NOREX Member Rules version 1.5 can be found on [www.norex.com](http://www.norex.com) from 9 May 2005 and in the national languages on the following web pages:

Copenhagen Stock Exchange: [www.omxgroup.com](http://www.omxgroup.com)  
Helsinki Stock Exchange: [www.omxgroup.com](http://www.omxgroup.com)  
Iceland Stock Exchange: [www.icex.is](http://www.icex.is)  
Oslo Børs: [www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)  
Stockholm Stock Exchange: [www.omxgroup.com](http://www.omxgroup.com)

Please also note the new chapter 3 of the reporting guideline "Transactions that can be subject to deferred publication". The reporting guideline can be found on the NOREX web page under "rules".

### **7.3.2 Notification of amendments to the NOREX Member Rules – new version NMR 1.6 (brev av 16.11.2005)**

In a board meeting on 15 November 2005, the Board of directors of the NOREX Exchanges adopted amendments to the NOREX Member Rules (NMR). The amendments will be implemented in a new version of the NMR called NMR 1.6. The effective date of the NMR 1.6 is 30 November 2005.

Prior to the adoption of the changes, the securities dealers associations in the NOREX countries were notified of the changes in accordance with NMR 3.1.3. They commonly expressed that they did not find it necessary with a consultation with the NOREX Member Rules Group, and they had thus no comments or rejections to the proposed changes.

According to NMR 3.1.3 the exchange members shall be notified of changes to NMR not less than 14 days prior to effective date of the amendments. This letter constitutes such notification.

No major changes have been implemented in the NMR 1.6 version. Below is a list of the amendments:

- Introduction of a OMX Nordic Exchanges membership
- Termination of membership (Stockholm only)
- Clarification of contents in Appendix D regarding calculation of the equilibrium price in call auctions
- Stating that "Deferred Publication" now also will apply for the Copenhagen Stock Exchange
- Deletion of the trade type "Changed Market Condition", and introduction of a general rule regarding trading off-hour and call auction when the market situation has changed.

The reason and background for the amendments are described in section 1.1 – 1.5 below together with the new text. For the sake of order a marked draft of NMR 1.6 with all the proposed changes is also attached this letter.

#### **1.1 Introduction of a OMX Nordic Exchanges membership**

The change is due to the integration process between the OMX Exchanges. To offer a more integrated approach to the Stockholm, Copenhagen and Helsinki Stock Exchange it is adopted a rule change making it possible to automatically become member on these three exchanges by applying for OMX Exchanges Membership.

Amendment:

Under "General" in NMR:

The Alliance is based on cross membership of the exchanges for intermediaries. A more integrated approach is provided by the following OMX Exchanges; Stockholm Stock Exchange, Helsinki Stock Exchange and Copenhagen Stock Exchange. When applying for membership of one of these exchanges an intermediary can be given an OMX Nordic Exchange Membership of all exchanges. This OMX Nordic Exchange Membership is granted, provided that the legal requirements in each jurisdiction permit. The system is based on single point of liquidity, i.e. a financial instrument only needs to be listed on one of the Exchanges in the Alliance. Also transparency is an important impact of the Alliance. NOREX offers complete market overview at any given moment. Real-time market information from the NOREX Exchanges is available for members and others.

Under "Membership" in NMR:

A further integration is made possible between Stockholm Stock Exchange, Helsinki Stock Exchange and Copenhagen Stock Exchange with an OMX Exchanges Membership. When a member applies for an OMX Nordic Exchange Membership a membership is automatically granted for each of the mentioned three OMX exchanges provided that the legal requirements in each jurisdiction permit. An application for membership to Stockholm Stock Exchange, Helsinki Stock Exchange or Copenhagen Stock Exchange will be considered to be an application for OMX Exchanges Membership unless the applicant states differently.

#### Section 4.2.1.

Only Members may participate in trading on the Norex Exchange(s). The Norex Exchange(s) may grant membership upon application, which shall be submitted on a standard Norex application form. A Member at one of the Norex Exchange(s) may, upon application, become a Member of the other Norex Exchange(s) without further evaluation, provided that required governmental authorisations are fulfilled. Membership is granted subject to the execution by a party of a Membership Agreement with the Norex Exchange(s). If applying for OMX Nordic Exchange Membership, the member is applying for membership of Copenhagen Stock Exchange, Helsinki Stock Exchange and Stockholm Stock Exchange.

#### 1.2 Termination of membership (Stockholm only)

The responsibility to terminate a membership at Stockholm Stock Exchange if the membership requirements are not fulfilled, have been delegated to the disciplinary committee. The rule change reflects this.

Amendment:

#### Section 4.11.3

Where a Member breaches the securities regulation according to Norex Member Rules, Swedish law, other statutes governing Members' operations on the Norex Exchange(s), or generally accepted practice on the securities market, sanctions shall be determined by the disciplinary committee of Stockholm Stock Exchange. The disciplinary committee shall in such a case require the Member to pay a fine to Stockholm Stock Exchange in an amount corresponding to not less than one hundred thousand kronor (SEK 100,000) and not more than ten million kronor (SEK 10,000,000). When determining the amount of the fine, consideration shall be given to the seriousness of the breach and other circumstances. The Disciplinary Committee will also make the decision to terminate membership based on 4.2.10.

#### 1.3 Clarification of contents in Appendix D regarding calculation of the equilibrium price in call auctions

The reason for the change is that Appendix D, 2, "call auctions" states that "Odd Lot orders are not included in call auctions". This is not correct, since odd lot orders are included in call auctions, but they are not included in the calculation of the equilibrium price.

Text today:

Orders that have a price better than the equilibrium price are filled. Orders that have a price equal to the equilibrium price are filled in accordance with the matching principles for hidden and open calls, see below. It is only the Orders' Round Lot part that participates in the calculation of the equilibrium price. *[Potential remaining volume of an Order less than a Round Lot is matched with other Odd Lot parts or Odd Lot orders according to the ordinary matching rules.] Proposed deleted.*

Amended text:

Orders that have a price better than the equilibrium price are filled. Orders that have a price equal to the equilibrium price are filled in accordance with the matching principles for hidden and open calls, see below. It is only the Orders' Round Lot part that participates in the calculation of the equilibrium price. Odd lot orders can be matched at the equilibrium price according to the ordinary matching rules;

1.4 Stating that "Deferred Publication" now also will apply for the Copenhagen Stock Exchange

The Danish FSA has approved that the Deferred Publication rules implemented in NMR 1.5 can apply for Copenhagen Stock exchange except for Unit Trust Certificates.

Amendment in the Guidelines for Members' Reporting of Equity Trades on the NOREX Exchanges section 1.5:

Deferred publication is not applicable to the CSE submarket Unit Trust Certificates.

1.5 Deletion of the trade type "Changed Market Condition" and introduction of a general rule regarding trading off-hour and call auction when the market situation has changed.

Today the NMR to some extent is unclear regarding how to interpret the content of the trade type Changed Market Condition, and the guidelines are not completely in line with the text in the rulebook.

The reason for the change is just to adjust the trade type regime to the established and accepted market practice within the NOREX Exchanges, establish a further harmonization within NOREX, and try to obtain a more transparent and common interpretation of "out of spread" transaction. Further, it is a goal to reduce the number of trade types in NMR.

Amendments:

Section 5.9.3:

The price for a Manual Trade which is entered into during Trading Session and which relates to less than 250 Round Lots must be on or within the Spread in the Order Book at the Time of the Trade. Notwithstanding, on the Helsinki Stock Exchange the price for a Manual Trade which is entered into during Trading Session and the value of which is 500,000 euros or less, must be on or within the Spread in the Order Book at the Time of the Trade. The price for a Manual Trade which is entered into during the closing-call auction and which relates to less than 250 Round Lots (the value of 500,000 euros or less on the Helsinki Stock Exchange) must be on or within the Spread in the Order Book prior to such closing-call auction. If there is a change in the market conditions during the closing-call auction, the trade shall be entered into at a price that takes into account the market situation at the time of the trade. Members must be able to provide reasons for their assessment of the market situation. Notwithstanding, on Helsinki Stock Exchange the change in the market condition cannot be taken into account in a price of a Manual Trade.

Section 5.9.5

The price for a Manual Trade which is entered into outside Trading Session and which relates to less than 250 Round Lots must be on or within the Spread in the Order Book at the close of Trading Session. If there is a change in the market conditions after the close of trading session, the trade shall be entered into at a price that takes into account the

market situation at the time of the trade. Members must be able to provide reasons for their assessment of the market situation. Notwithstanding, on Helsinki Stock Exchange the change in the market condition cannot be taken into account in a price of a Manual Trade.

#### Section 5.10.3

The price for a Manual Trade which is entered into during Trading Session and which relates to less than 250 Round Lots must be on or within the Spread in the Order Book at the Time of the Trade. The price for a Manual Trade which is entered into during the closing-call auction and which relates to less than 250 Round Lots must be on or within the Spread in the Order Book prior to such closing-call auction. If there is a change in the market conditions during the closing-call auction, the trade shall be entered into at a price that takes into account the market situation at the time of the trade. Members must be able to provide reasons for their assessment of the market situation. Notwithstanding, on Helsinki Stock Exchange the change in the market condition cannot be taken into account in a price of a Manual Trade.

#### Section 5.10.5

The price for a Manual Trade which is entered into outside Trading Session and which relates to less than 250 Round Lots must be on or within the Spread in the Order Book at the close of Trading Session. If there is a change in the market conditions after the close of trading session, the trade shall be entered into at a price that takes into account the market situation at the time of the trade. Members must be able to provide reasons for their assessment of the market situation. Notwithstanding, on Helsinki Stock Exchange the change in the market condition cannot be taken into account in a price of a Manual Trade.

#### Section 5.11.3

The price for a Manual Trade which is entered into during Trading Session and which relates to less than 250 Round Lots must be on or within the Spread in the Order Book at the Time of the Trade. The price for a Manual Trade which is entered into during the closing-call auction and which relates to less than 250 Round Lots must be on or within the Spread in the Order Book prior to such closing-call auction. If there is a change in the market conditions during the closing-call auction, the trade shall be entered into at a price that takes into account the market situation at the time of the trade. Members must be able to provide reasons for their assessment of the market situation. Notwithstanding, on Helsinki Stock Exchange the change in the market condition cannot be taken into account in a price of a Manual Trade.

#### Section 5.11.5

The price for a Manual Trade which is entered into outside Trading Session and which relates to less than 250 Round Lots must be on or within the Spread in the Order Book at the time of close of Trading Session. If there is a change in the market conditions after the close of trading session, the trade shall be entered into at a price that takes into account the market situation at the time of the trade. Members must be able to provide reasons for their assessment of the market situation. Notwithstanding, on Helsinki Stock Exchange the change in the market condition cannot be taken into account in a price of a Manual Trade.

#### Section 5.13.3

The price for a Manual Trade which is entered into during Trading Session and which relates to less than 500 Round Lots must be on or within the Spread in the Order Book at the Time of the Trade. The price for a Manual Trade which is entered into during the

closing-call auction and which relates to less than 500 Round Lots must be on or within the Spread in the Order Book prior to such closing-call auction. If there is a change in the market conditions during the closing-call auction, the trade shall be entered into at a price that takes into account the market situation at the time of the trade. Members must be able to provide reasons for their assessment of the market situation. Notwithstanding, on Helsinki Stock Exchange the change in the market condition cannot be taken into account in a price of a Manual Trade.

#### Section 5.13.5

The price for a Manual Trade which is entered into outside Trading Session and which relates to less than 500 Round Lots must be on or within the Spread in the Order Book at the time of close of Trading Session. If there is a change in the market conditions after the close of trading session, the trade shall be entered into at a price that takes into account the market situation at the time of the trade. Members must be able to provide reasons for their assessment of the market situation. Notwithstanding, on Helsinki Stock Exchange the change in the market condition cannot be taken into account in a price of a Manual Trade.

NMR 1.6 will be published on [www.NOEX.com](http://www.NOEX.com) on 30 November 2005. An unofficial local translation will be published at the same time on the web site of the respective stock exchanges.

If you have any questions or comments to the changes, please do not hesitate to contact the undersigned or your local SDA.

## **8. INNSIDE – MELDEPLIKT – FLAGGING**

### **8.1 FLAGGING**

#### **8.1.1 Vurdering av reglene om tilbudsplikt, flagging og primærinnsideres meldeplikt i forhold til ETF (brev av 04.02.2005)**

Basert på henvendelser fra flere aktører i det norske verdipapirmarkedet, antar Oslo Børs at det kan bli aktuelt å børsnotere *Exchange Traded Funds* ("ETF") i Norge i løpet av kort tid.

ETF er verdipapirfond som passivt skal følge en nærmere angitt indeks eller kurv av finansielle instrumenter. Forvalter kan ikke aktivt forvalte fondets midler med det formål å oppnå høyere avkastning enn indeksen, eller på annen måte plassere fondsmidler på en måte som aktivt avviker fra indeksens eller aksjekurvens sammensetning. ETF er forskjellig fra alminnelige "Mutual Funds" ved at andelshaveren kan omsette andelen i annenhåndsmarkedet over børs. I tillegg kan investor kreve å få konvertert fondsandelene sine til aksjer tilsvarende andelenes sammensetning og vekt i indeksen som følges.

Etter børsens oppfatning kan ETF-andeler betraktes som fondsandeler på lik linje med andeler i unoterte indeksfond. Konverteringsretten til aksjer gjør imidlertid at andelen også i stor grad får likhetstrekk med kjøpsopsjoner uten bortfallsdato. En slik betraktning medfører spørsmål om kjøp og eventuelt salg av ETF-andeler utløser meldeplikt for primærinnsidere, jfr. vphl. § 3-1, flaggeplikt, jfr. vphl. § 3-2 eller tilbudsplikt, jfr. vphl. kap. 4.



Oslo Børs har vurdert disse spørsmålene. Børsens konklusjoner og begrunnelser fremkommer nedenfor. Det er imidlertid ønskelig å få en uttalelse fra Kredittilsynet på om tilsynet er av samme oppfatning som børsen.

Det understrekes at børsen som grunnlag for vurderingen har lagt til grunn ETF-fond som følger en bred indeks, for eksempel OBX eller OSEBX.

## 1. Tilbudsplikt

Vpbl. § 4-1 har følgende bestemmelse:

*"Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs (børsnoterte selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet."*

Kjøp av ETF-andeler vil etter børsens mening normalt ikke utløse tilbudsplikt. Kjøp av opsjoner og andre rettigheter til aksjer, medfører som hovedregel ikke tilbudsplikt fordi kjøpers direkte kontroll i selskapet ikke øker ved rettighetservervet. Situasjonen vil være den samme for ETF-andeler. Konverteres imidlertid ETF-andelene til aksjer, og dette medfører at investoren kommer opp i en eierandel på over 40%, vil tilbudsplikt inntreffe som ved innløsning av andre retter eller opsjoner til aksjer.

For rettigheter kan tilbudsplikt inntre før innløsningstidspunktet etter vpbl. § 4-1 tredje ledd, dersom rettighetene må anses som et reelt erverv av aksjene. Det er vanskelig å tenke seg at denne spesialregelen i praksis kan komme til anvendelse ved erverv av ETF-andeler.

Reglene for tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, må komme til anvendelse dersom ETF-andelene konverteres til aksjer, og investor er i en slik situasjon som vpbl. § 4-6 beskriver.

## 2. Meldeplikt for primærinnsidere

Vpbl. § 3-1 annet ledd har følgende bestemmelse:

*"Meldeplikten gjelder også lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, inngåelse, kjøp, eller salg av tegningsretter, opsjoner og tilsvarende retteigheter knyttet til aksjer som nevnt i første ledd."*

En streng ordfortolkning av vpbl. § 3-1 skulle tilsi at kjøp av ETF-andeler er meldepliktig for primærinnsidere, ref. *"tegningsretter, opsjoner og tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer..."*. Som nevnt ovenfor kan investor kreve å få konvertert ETF-andelene til en kurv med aksjer som overføres investors VPS-konto. Andelene har således likhetstrekk med en samling opsjoner som kan realinnløses. Investors erverv av ETF-andeler medfører således en eksponering i de underliggende instrumentene tilsvarende som om investor hadde kjøpt call opsjoner på enkeltaksjene i indeksen i samme vektforhold som indeksen medfører. Dette ville utvilsomt ha medført meldeplikt. Som eksempel kan nevnes at en primærinnsider kjøper 14 call opsjoner i Norsk Hydro. Dette ville ha medført meldeplikt. Samme primærinnsider kjøper i stedet 100 ETF-andeler hvor Norsk Hydro er vektet med 14 aksjer. Eksponeringen i Norsk Hydro-aksjen blir den samme i begge tilfellene, noe som skulle tilsi melding til børsen.

Imidlertid gjør andre hensyn seg gjeldende for ETF-andeler. Bakgrunnen for meldeplikten er at primærinnsidere, til tross for manglende ulovlig innsideinfo, har såpass nærhet til selskapet at deres aksjedisposisjoner vil kunne påvirke kursen (ref. børsens Vedtak og Uttalelser 2001 s. 101 "Tomra-saken"). En primærinnsiders eksponering i ETF-andeler vil normalt ikke være motivert av ønsket om å eksponere seg i primærinnsiderselskapet,

eller andre enkeltaksjer for den saks skyld, men et ønske om å oppnå en veldiversifisert portefølje som passivt følger en bestemt indeks. Dette kan være begrunnet i investerings-, spare- eller sikringshensyn. Siden investeringen har så fjern tilknytning til primærinnsiderselskapet, og siden eksponeringshensynet er mer eller mindre fraværende, vil en primærinnsiders kjøp og salg av ETF-andeler trolig ikke være interessant for markedet. Dette støttes av ordlyden i vphl. § 3-1 annet ledd som synes å begrense rekkevidden av meldeplikten noe, ref. *"tilsvarende rettigheter knyttet til aksjer"* som viser tilbake på opsjoner og tegningsretter. Dette er instrumenter med en direkte eksponering mot selskapets aksjer. Mye kan derfor tale for at det eksisterer et minstekrav til tilknytning mellom rettighetene og de underliggende aksjene, slik at det må kreves en tyngre eksponering direkte mot aksjene for primærinnsideren enn det en indekseksponering medfører. Det vises i den anledning til NOU 1996:2 s. 74 hvor spørsmålet om meldeplikt for kjøp og salg av rettigheter drøftes. Det uttales at "*[P]å den annen side bør et meldepliktsystem som pålegger primærinnsidere plikter ikke gå lenger enn det som er helt nødvendig*".

En fortolkning hvor man legger til grunn at eksponering i et indeksprodukt er for indirekte og fjernt for at hensynene bak meldepliktsreglene skal komme til anvendelse synes forsvarlig. I den anledning nevnes også at Oslo Børs og Kredittilsynet har lagt til grunn at det må antas å være meldeplikt for derivater som kun gir rett til finansielt oppgjør. Begrunnelsen er at disse på lik linje med opsjoner med fysisk oppgjør, viser primærinnsiderens eksponeringsvilje i de underliggende instrumentene. Børsen har imidlertid ikke krevd at det sendes melding ved primærinnsideres kjøp og salg av andre børsnoterte indeksprodukter (kjøp og salg av OBX-futures mv). Dette ville i så fall, basert på forannevnte, vært naturlig hvis kjøp av ETF-andeler ville ha medført meldeplikt. Videre kan primærinnsideren også oppnå samme finansielle eksponering ved kjøp av andeler i et tilsvarende unotert indeksfond. Børsen har ikke lagt til grunn at dette medfører meldeplikt.

Konverteres imidlertid ETF-andelene til aksjer, må primærinnsideren etter børsens oppfatning melde fra til børsen/markedet.

### 3. Flagging

Vphl. § 3-2 annet ledd har følgende ordlyd:

*"Som rettighet til aksjer regnes i denne paragraf lån som nevnt i aksjeloven § 11-1 og allmennaksjeloven § 11-1, tegningsretter, opsjoner på kjøp av aksjer og tilsvarende rettigheter."*

Reglene om flagging bygger på andre hensyn enn reglene om meldeplikt for primærinnsidere. Hensynene er i hovedsak markedets interesse av å få vite hvilke aktører som innehar store, eller til dels store, eierandeler i det noterte selskapet.

Siden ETF-andeler fortløpende eller på gitte tidspunkter, kan konverteres til aksjer, er det ikke unaturlig å betrakte andelene som en serie med amerikanske eller europeiske opsjoner uten bestemt bortfallsdato på de underliggende aksjene. Man oppnår således samme mulighet for kontroll som ved kjøp av opsjoner i forhold til de enkelte aksjene som inngår i indeksen. En investor kan for eksempel inneha en eierandel på 9,9% i Norsk Hydro. Deretter kjøper han et antall ETF-andeler. Disse medfører at han basert på Norsk Hydros vekt i indeksen på akkumulert basis, kommer opp i en eierandel på 10,1% (retter inkludert) i selskapet. En streng ordfortolkning av vphl. § 3-2 annet ledd kan derfor tale for at erverv av ETF-andeler medfører flaggeplikt.

Imidlertid synes ordlyden i vphl. § 3-2 annet ledd å begrense rekkevidden av flaggeplikten noe, på omtrent samme måte som for meldepliktsbestemmelsen i vphl. § 3-1 annet ledd, ref. *"tilsvarende rettigheter"* som viser tilbake til tegningsretter og opsjoner på kjøp av aksjer. Mye kan derfor tale for at det også for flaggeplikten

eksisterer et minstekrav til tilknytning mellom rettighetene og selskapets aksjer, slik at det må kreves en tyngre eksponering direkte mot de underliggende aksjene for primærinnsideren enn det en indekseksponering medfører. Dettens synes også å få noe støtte av uttalelser på side 92 i NOU 1996:2, selv om slik indekseksponering ikke er eksplisitt behandlet i forarbeidene.

Selv om hensynene bak meldepliktsregelen og flaggepliktsregelen er forskjellige, har børsen ikke funnet tilstrekkelige holdepunkter for en forskjellig tolking av ordlyden i bestemmelsene. Børsen er således av den oppfatning at det ikke bør medføre flaggeplikt ved kjøp av ETF-andeler dersom ervervet medfører at investor passerer en av flaggegrensene.

Det nevnes også at krav om flagging kan medføre praktiske og til dels uhensiktsmessige utfordringer for investor og kontrollorganene. Vekting og rebalansering av indeksen vil medføre at investors antall av rettigheter til de underliggende aksjene endres. Forvaltningsselskapet vil stå for disse justeringstransaksjonene uten investors medvirkning. Det kan sikkert stilles spørsmål til om slik rebalansering kan betraktes som kjøp (eller salg) av rettigheter til de underliggende aksjene for investor. Uansett vil det være vanskelig for investor til enhver tid å ha nøyaktig oversikt over sin totale eierandel i selskapet (retter inkludert). Han kan derfor passere flaggegrenser ved direkte disposisjoner i den aktuelle underliggende aksjen uten å være klar over dette.

Det bemerkes også at det er vanlig at investor må eie et visst antall ETF-andeler for å ha rett til konvertering. Det er med andre ord først når investoren har kommet opp på et visst eiernivå at ETF-andelene kan benyttes for å oppnå forvaltningsrettigheter i de underliggende aksjene. Dette gjør at benyttelsen av ETF for å oppnå økt kontroll i et børsnotert selskap neppe vil være særlig praktisk.

Når investor konverterer sine ETF-andeler til aksjer, er børsen imidlertid av den oppfatning at flaggeplikt inntreffer på vanlig måte.

#### 4. Oppsummering

Verken konklusjonen i forhold til primærinnsideres meldeplikt eller flaggingsspørsmålet er opplagt. Det er derfor ønskelig med en uttalelse fra Kredittilsynet på hvordan tilsynet vurderer spørsmålene. Da det må antas at Oslo Børs i løpet av relativ kort tid vil ta opp ETF til børsnotering, håper vi det er mulig med en rask tilbakemelding fra Kredittilsynet.

Dersom det skulle være noen spørsmål i sakens anledning, vennligst ta kontakt med undertegnede.

#### **8.1.2 Endret meldeplikt etter vphl § 3-1 - handel av aksjer i konsernselskaper (e-post til Kredittilsynet av 01.09.2005)**

Jeg viser til tidligere telefonsamtale om lovendringen som trådte i kraft fra 1. september 2005.

Lovendringen innebærer at meldeplikten for børsnoterte selskapers primærinnsidere som rimelig nok også gjelder selskapets handel i egne aksjer, er utvidet til å gjelde *"selskapets handel i aksjer i samme konsern"*. Bestemmelsen er i følge forarbeidene kommet inn etter forslag fra Kredittilsynet fordi *"slike transaksjoner antas også å være interessante for markedet"*, og har altså ingenting med det nye direktivet å gjøre, jf Ot prp nr 12 (2004-2005) side 96 og Kredittilsynets høringsnotat side 77.

Etter vår oppfatning faller utvidelsen av bestemmelsen utenfor de hensyn § 3-1 skal ivareta, samtidig som det medfører betydelige ekstra byrder for selskapene. Bestemmelsen skal gjennomlyse primærinnsideres herunder selskapets transaksjoner i

egne aksjer for markedet og tilsynsmyndighetene. Selskapets transaksjoner i aksjer i datterselskaper eller andre konserner har i utgangspunktet ikke betydning for dette. Slike transaksjoner *kan* være interessant fordi det kan ha betydning for kursen på selskapets aksjer. Selger et notert holdingselskap en vesentlig del av et større datterselskap vil det være svært interessant for markedet. Men da vil det også omfattes av informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 på samme måte som en avhendelse av en eiendel vil være det. Meldeplikten vil her avhenge helt av hvordan man er organisert: Eier et selskap 100 lastebiler vil de få informasjonsplikt hvis de selger eierandeler i disse som antas å påvirke kursen på selskapets aksjer, men om hver av lastebilene er organisert som et AS vil de få 100 meldeplikter om sjåføren på hver lastebil fikk kjøpe en (1) aksje hver. Et særskilt behov for en regulering av handel i datterselskapers aksjer synes derfor ikke å være nødvendig.

Vi har i forbindelse med selskapenes implementering av lovendringene fått reaksjoner på regelen fra et par børsnoterte selskaper med mange datterselskaper. De opplyser at det svært ofte foretas endringer av aksjeeie i konsernet uten at det har interesse overhodet, og at etterlevelse av bestemmelsen vil kreve relativt store tiltak.

De meldingene som faller inn den nye bestemmelsen i vphl § 3-1 og som er egnet til å påvirke kursen på selskapets handel vil som nevnt være informasjonsplikten etter børsforskriften § 5-2 som krever at meldingene sendes umiddelbart, og ikke senest neste dag som i § 3-1. Børsforskriften § 5-2 har også bestemmelser om utsatt offentliggjøring som vphl § 3-1 ikke har. Det vil derfor være noen ganger for slike meldinger skal sendes først etter bf § 5-2 og noen ganger de kan utsettes lenger enn meldeplikten etter § 3-1. Samlet sett er dette en uklarhet som heller ikke er heldig.

Mange av de nye § 3-1-meldingene vil være helt uten interesse for aksjemarkedet. At slike meldinger fyller opp informasjonskanalene kan være irriterende for markedsaktørene.

Samlet sett synes altså dette å være en unødvendig byrde for selskapene. Plikter som ikke fyller behov for verdipapirmarkedet eller tilsynsmyndighetene utvanner respekten for regelverket generelt og derved for de øvrige regler som faktisk fyller viktige formål.

Børsen mener derfor at man så snart som mulig bør foreslå reversere lovendringen. Vi beklager at vi ikke var tilstrekkelig oppmerksomme på dette i høringsrunden. Men dette bør ikke være til hinder for å rette opp uheldige lovendringer.

Vi ber om Kredittilsynets vurdering av dette, herunder om Kredittilsynet selv vil ta noe initiativ i saken.