

BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 1/2011

Avgjørelse av 1. juni 2011 av klage fra Wilhelm Wilhelmsen og Thomas Wilhelmsen over Oslo Børs ASAs vedtak av 1. mars 2011, knyttet til tilbudspliktsreglens anvendelse og rekkevidde på enkelte nærmere angitte disposisjoner i et generasjonsskifte i Wilh. Wilhelmsen-konsernet.

1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder problemstillinger knyttet til tilbudspliktsreglens anvendelse og rekkevidde på enkelte nærmere angitte disposisjoner etter et generasjonsskifte.

Etter drøftelser i 2010 om forståelse av reglene om tilbudsplikt ble Oslo Børs ASA ("Oslo Børs" eller "børsen") i brev av 17. januar 2011 fra advokatfirmaet Wikborg Rein, på vegne av Wilhelm Wilhelmsen og Thomas Wilhelmsen ("klagerne"), anmodet om å treffe vedtak knyttet til tilbudspliktsreglens anvendelse og rekkevidde på enkelte nærmere angitte disposisjoner etter et generasjonsskifte i Wilh. Wilhelmsen-konsernet.

Ved brev av 1. mars 2011 besluttet børsen ikke å treffe vedtak som anmodet, under henvisning til manglende hjemmelsgrunnlag for børsen til å treffe et slikt vedtak. Det ble videre redegjort for børsens vurdering av tilbudspliktsreglens anvendelse på de beskrevne disposisjonene, hvorpå børsen konkluderte med at enkelte av disse ville utløse en etterfølgende tilbudsplikt.

I brev av 7. april 2011 fra klagerne representert ved Wikborg Rein, ble børsens vedtak påklaget, jf. børsloven § 40. Klagen gjaldt børsens vedtak og vurderinger for så vidt angår fritak for tilbudsplikt ved etterfølgende erverv av aksjer i Wilh. Wilhelmsen Holding ASA ("WWH") for Tallyman AS' ("Tallyman") vedkommende, og etterfølgende erverv av aksjer i Wilh. Wilhelmsen ASA ("WW ASA") for WWHs vedkommende.

Oslo Børs vurderte klagen, men fant ikke grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble derfor ved brev av 11. mai 2011 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 1. juni 2011. Ved behandlingen deltok Bjørg Ven, Trygve Bergsåker, Jøril Mæland, André Michaelsen og Bernt Zakariassen.

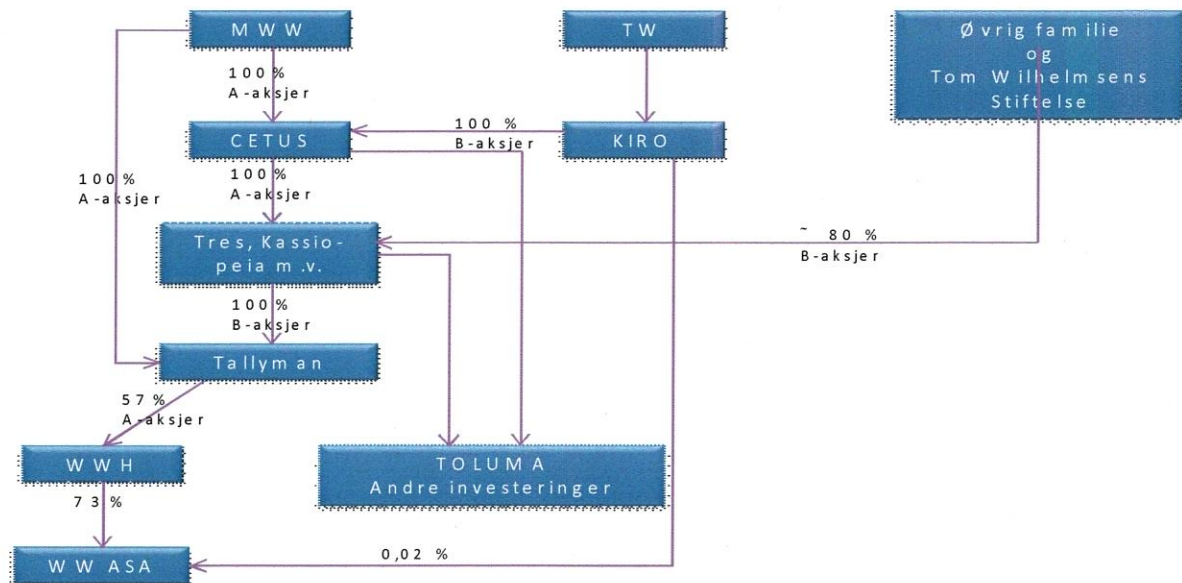
2. Om Wilh. Wilhelmsen-konsernet

2.1 Dagens selskaps- og eierstruktur

På bakgrunn av opplysninger i klagerens brev av 17. januar 2011 og fremstillingen i klagen av 7. april 2011 beskriver børsen selskaps- og eierstrukturen i Wilh. Wilhelmsen-konsernet på følgende måte i sitt oversendelsesbrev av 11. mai 2011:

”I juni 2010 ble det gjennomført en restrukturering av Wilh. Wilhelmsen ASA, hvor selskapet skiftet navn til Wilh. Wilhelmsen Holding ASA (”**WWH**”) og noteringen ble videreført under det nye navnet. Ved restruktureringen ble en del av virksomheten skilt ut og lagt over i en ny juridisk enhet som ved gjennomføringen fikk navnet Wilh. Wilhelmsen ASA (”**WWASA**”). Aksjene i WWASA ble, etter et nedsalg av i overkant av 25 %, tatt opp til notering.

Dagens eierstruktur kan (i noe forenklet versjon) skisseres slik:



Tallyman AS (”**Tallyman**”) eier i dag 57 % av de stemmeberettigede aksjene i WWH. WWH eier igjen ca. 73 % av aksjene i WWASA. Det er opplyst at Tallymans primære virksomhet er å eie aksjer i WWH.

Tallyman har utstedt én stemmeberettiget aksje som eies av Morten Wilhelm Wilhelmsen (”**MWW**”). Øvrige aksjer i Tallyman er stemmerettsløse og eiet av andre selskaper knyttet til Wilhelmsen-familien. Utbytte fra Tallyman går indirekte videre inn i investeringselskapet Toluma AS, som forvalter overskuddene av den børsnoterte virksomheten på vegne av familien. Familiemedlemmer som ikke er i nedadgående linje fra MWW oppebærer ca. 80 % av avkastningen på de investeringer som foretas i denne strukturen, mens MWW oppebærer ca. 20 %. I tillegg til sitt eierskap i WWH via Tallyman, eier MWW ca 0,25 % av aksjene i WWH direkte, mens hans kone eier ca. 0,03 % av aksjene i WWH.”

2.2 Dagens juridiske status for Tallyman og WWH

I børsens oversendelsesbrev av 11. mai 2011 legges det til grunn at gjeldende juridiske status for Tallyman og WWH er følgende:

- ”Tallyman (og den konsoliderte gruppe Tallyman inngår i) eide mer enn 50 % av aksjene i WWH ved ikrafttredelsen av verdipapirhandelloven av 2007. Tallyman og

konsoliderte parter kan dermed erverve ytterligere aksjer i WWH uten å utløse tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (2). Dette følger etter gjeldende lovgivning av vphl. § 18-2 (3) hvor det fremgår at § 6-6 (2) som hovedregel kun får anvendelse for aksjeeier som passerer tilbudspliktstersklene etter lovens ikrafttredelse.

- *WWH og dets konsoliderte parter eide mer enn 50 % av aksjene på tidspunkt for notering av WW ASA og utløser ikke tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (2) ved ytterligere erverv av aksjer i WW ASA ettersom WWH ikke anses å ha "passert" noen tilbudspliktsterskel, jf. også Ot. prp. nr. 38 (2006-2007) s. 447. (...)*

2.3 Arveovergang

Som ledd i et generasjonsskifte ønsker Morten Wilhelm Wilhelmsen ("MWW") å overdra den stemmeberettigede aksjen i Tallyman til sin sønn, Thomas Wilhelmsen ("TW"). Aksjen skal etter det opplyste overdras ved arv. TW er i dag CEO i WWH og styreleder i WW ASA. TW kontrollerer også (via investeringsselskapet Kiro Invest og konsolidert med sin datter Elisabeth) 0,064 prosent av den stemmeberettigede aksjekapitalen i WWH.

Om arveovergangen uttaler børsen følgende i sitt oversendelsesbrev av 11. mai 2011:

"Tilbudsplikt utløses for den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et selskap notert på norsk regulert marked, jf. vphl. § 6-1 (1). Tilsvarende gjelder ved erverv av aksjer som representerer mer enn 50 % av stemmene i et selskap hvis vesentlig virksomhet består i å eie aksjer i et selskap som nevnt, jf. vphl. § 6-1 (2). I utgangspunktet vil derfor overdragelsen av den stemmeberettigede aksjen i Tallyman utløse tilbudsplikt på TWs hånd.

Det følger imidlertid av vphl. § 6-2 (1) nr. 1 at tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 som utgangspunkt ikke inntreffer ved erverv i form av arv. Børsen har lagt til grunn at overdragelsen av Tallyman-aksjen fra MWW til TW gjennomføres ved en arvedisposisjon som faller inn under unntaket i vphl. § 6-2 (1) nr. 1.(...).

3. Sakens bakgrunn

På bakgrunn av omstendighetene rundt arvedisposisjonen, og det forhold at Tallyman og WWH i dag kan gjennomføre erverv i henholdsvis WWH og WW ASA uten å utløse tilbudsplikt, anmodet klagerne i brev av 17. januar 2011 Oslo Børs om å treffe vedtak med hjemmel i vphl. § 6-5 (2), om at følgende disposisjoner kan foretas etter at MWW har overdratt sin stemmeberettigede aksje i Tallyman til TW ved arvedisposisjon:

- a) Tallyman gis rett til å erverve aksjer i WWH uten å utløse tilbudsplikt så fremt Tallymans aksjeeie i WWH ikke på noe tidspunkt faller under 50 prosent av stemmene i WWH.
- b) WWH gis rett til å erverve aksjer i WW ASA uten å utløse tilbudsplikt så fremt WWHs aksjeeie i WW ASA ikke på noe tidspunkt faller under 50 prosent av stemmene i WW ASA.

Ved brev av 1. mars 2011 besluttet børsen ikke å treffe vedtak som anmodet, under henvisning til manglende hjemmelsgrunnlag for børsen til å treffe et slikt vedtak. Oslo Børs uttalte videre at det var børsens vurdering at de beskrevne transaksjonene ville utløse tilbudsplikt. Oslo Børs opplyste i brevet av 1. mars 2011 at den anså ”børsens vurdering gjengitt under punkt 3.2 og 3.3 over om ikke å fatte vedtak som anmodet i Wikborg Reins brev av 17. januar 2011 romertall (i) og (ii) som et vedtak som kan påklages, jf. børsloven § 40.” Oslo Børs forlenget etter anmodning klagefristen til 8. april 2011.

På vegne av klagerne påklaget Wikborg Rein børsens vedtak i brev av 7. april 2011.

Oslo Børs vurderte klagen, men fant ikke grunn til å omgjøre vedtaket av 1. mars 2011. Saken ble derfor ved brev av 11. mai 2011 oversendt Børsklagenemnden for behandling.

Det nærmere innholdet og anførselene i klagerens henvendelse av 17. januar 2011 er nærmere beskrevet i punkt 5, og børsens vurderinger og vedtak av 1. mars 2011 er beskrevet i punkt 6 nedenfor. Klagen av 7. april 2011 over børsens vedtak er beskrevet i punkt 7, mens børsens merknader til klagen i oversendelsesbrev av 11. mai 2011 er omtalt i punkt 8. Børsklagenemndens vedtak fremgår av punkt 9.

4. Rettslig grunnlag

Verdipapirhandelloven (lov 29. juni 2007 nr. 76) (”vphl.”) kapittel 6 inneholder regler om tilbudsplikt ved oppkjøp.

Det følger av vphl. § 6-1 (1) at tilbudsplikt inntreer for ”Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked”. Regler om gjentatt tilbudsplikt ved 40 og 50 prosent følger av vphl. § 6-6 (1).

Av vphl. § 6-1 (2) følger at

(2) Som erverv etter første ledd regnes også erverv av:

1. aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et selskap som nevnt i første ledd,

Av vphl. § 6-2 (1) nr. 1 følger at:

1) Tilbudsplikt etter § 6-1 og § 6-6 inntreer ikke ved erverv i form av

1. arv eller gave,

Av vphl. § 6-5 følger at:

(1) I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5. Tilbudsplikt inntreer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5.

(...)

(2) Tilbudsmyndigheten avgjør om det skal foretas identifikasjon etter første ledd.

Tilbudsmyndighetens vedtak skal meddeles deltakerne i den i gruppen som er gjenstand for identifikasjon.

Av vphl. § 6-6 (2) følger at:

”[a]ksjeeier som har passert tilbudspliktsgrense som nevnt i § 6-1 eller § 6-6 første ledd på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud, plikter ved ethvert etterfølgende erverv som øker stemmeandelen, å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet”.

Av vphl. § 18-2 (3) følger at:

(3) § 6-6 annet ledd gjelder for aksjeeier som passerer tilbudspliktgrensene etter lovens ikrafttredelse. § 6-6 annet ledd gjelder likevel for

- 1. den som eier aksjer som representerer mellom 1/3 og 40 prosent av stemmene i selskapet ved lovens ikrafttredelse,*
- 2. den som før lovens ikrafttredelse har passert tilbudspliktgrensen på 40 prosent på en måte som ikke utløser tilbudsplikt og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud,*
- 3. den som per 1. desember 1997 eide aksjer som representerer mellom 40 og 45 prosent av stemmene, og som uavbrutt har eid aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene frem til lovens ikrafttredelse uten å fremme tilbud i samsvar med bestemmelsene om pliktig tilbud.*

5. Anmodning om vedtak

Under henvisning til vphl. § 6-5 (2) ble Oslo Børs i brev av 17. januar 2011 anmodet om å treffe vedtak om at Tallyman etter arveoverdragelsen gis rett til å erverve aksjer i WWH uten å utløse tilbudsplikt så fremt Tallymans aksjeeie i WWH ikke på noe tidspunkt faller under 50 prosent av stemmene i WWH. Som grunnlag for dette anføres i brevets punkt 4.1.3:

”Børsen skal i henhold til vphl. § 6-5 (2) ta stilling til om det foreligger grunnlag for konsolidering i forbindelse med tilbudsplikt. Etter vår oppfatning må børsen kunne tolke konsolideringsspørsmålet i lys av de konsekvenser tilbudsplikten får for den gruppe som rammes. Per i dag kan Tallyman erverve ytterligere aksjer i WWH uten å utløse tilbudsplikt som følge av at Tallyman representerer en konsolidert gruppe som eide aksjer før innføring av tilbudspliktsreglene. Ca 80 % av det økonomiske utbyttet vil også etter overdragelsen av den stemmeberettigede aksje i Tallyman tilhøre den samme grupperingen. Som nevnt blir utbyttet fra den noterte virksomheten gjennom den foreliggende selskapsstruktur forvaltet av et profesjonelt investeringsstyre på vegne av hele familien. På bakgrunn av de spesielle forholdene og den lange historien til Wilhelmsen familiens rederivirksomhet på Oslo Børs, vil ikke markedet etter vår oppfatning anse en overdragelse fra MWW til TW som et kontrollskifte. Uten at vi er direkte kjent med den eiermessige organiseringen i andre børsnoterte selskaper legges det til grunn at tilsvarende historiske faktum kan tenkes å foreligge kun for et meget lite antall selskaper notert på Oslo Børs i dag. For å avskjære tvil om motivasjonen for denne tolkningen mener vi reelle hensyn tilsier at TW personlig eller selskaper han kontrollerer utenfor den forvaltningsstruktur som er opprettet for å ivareta familien Wilhelmsens investering, bør være avskåret fra å erverve ytterligere aksjer i WWH

(med mindre det skjer etter unntatte former som erverv f. eks ved arv, gave eller for øvrig iht. § 6-2 (1)). Per i dag gjelder det Kiro og etter arveovergang, AS Cetus. En beslutning om at Tallyman skal anses å videreføre det unntak som selskapet har per i dag, som følge av at Tallyman representerer en gruppe som eide aksjer før tilbudsreglene, antas ikke få omfattende ringvirkninger, da det må legges til grunn at en tilsvarende problemstilling kun kan være aktuelt for et svært lite antall selskaper på Oslo Børs.”

Under henvisning til vphl. § 6-5 (2) ble Oslo Børs i brev av 17. januar 2011 videre anmodet om å treffe vedtak om at WWH gis rett til å erverve aksjer i WW ASA uten å utløse tilbudsplikt så fremt WWHs aksjeeie i WW ASA ikke på noe tidspunkt faller under 50 prosent av stemmene i WW ASA.

I brevet anføres det for det første at TWs erverv av den stemmeberettigede aksjen ikke kan anses som et indirekte erverv i WWH, hvilket som utgangspunkt utløser tilbudsplikt iht. § 6-1 (2). Det pekes imidlertid på at ervervet av aksjen i Tallyman medfører at det etableres en ny konsolidert gruppe hvor TW, Tallyman og WWH inngår som følge av eierskap, jf. vphl. § 2-5, og at selv om ikke etablering av nye konsoliderte grupper utløser tilbudsplikt ved etablering, vil etableringen anses som en passering av grensen uten tilbudsplikt som leder til tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, jf. vphl. § 6-6 (2). Det anføres imidlertid at WWHs isolerte unntak for erverv av ytterligere WW ASA aksjer som følge av at WWH eide mer enn 50 prosent av aksjene i WW ASA på det tidspunkt WW ASA ble børsnotert, må innebære at WWH likevel ikke pålegges tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (2) ved eventuelt etterfølgende erverv i WW ASA. Det anføres at det må vektlegges at erverv av den stemmeberettigede aksjen ikke kan anses som et indirekte erverv etter vphl. § 6-1 (2), og at TWs inntreden i gruppen ikke medfører et kontrollskifte. WWH eier fremdeles den kontrollerende posten i WW ASA og TWs direkte og indirekte kontroll begrenses av det rammeverk og de krav til uavhengighet som stilles til de børsnoterte selskapene, herunder styremedlemmenes uavhengighet og plikt til å fremme selskapets og aksjonærfellesskapets interesser.

6. Børsens vedtak og vurderinger

I brev av 1. mars 2011 (“vedtaket”) avsto børsen å treffe vedtak som anmodet i klagernes brev av 17. januar 2011, men gjennomførte en vurdering av om de beskrevne transaksjonene ville utløse tilbudsplikt.

Om Tallymans erverv av ytterligere aksjer i WW ASA

Når det gjelder spørsmålet om Tallyman gis rett til å erverve aksjer i WWH uten å utløse tilbudsplikt så fremt Tallymans aksjeeie i WWH ikke på noe tidspunkt faller under 50 prosent av stemmene i WWH, siteres følgende fra vedtaket punkt 3.2:

”Oslo Børs forstår henvendelsen dit hen at det anmodes om at Oslo Børs med hjemmel i § 6-5 (2) treffer vedtak om fritak for tilbudsplikt for etterfølgende erverv av stemmeberettigede aksjer i WWH foretatt av Tallyman. Et slikt vedtak måtte etter børsens forståelse i så tilfelle bygge på at Oslo Børs med hjemmel i § 6-5 (2), og under henvisningen til formålsbetraktninger og reelle hensyn i forhold til de konkret angitte transaksjonene, unntar Tallyman og TW fra konsolideringsbestemmelsen i § 6-5 (1), med den konsekvens at Tallyman ikke pålegges tilbudsplikt i WWH, jf. § 6-6 (2).

Den opprinnelige forløperen til vphl. § 6-5 var verdipapirhandelloven av 1985 § 1-5. Den nevnte bestemmelsen lister i andre ledd opp tre konsolideringsalternativer. Videre fremgår at 'børsstyret ved Oslo Børs avgjør om det inntreer tilbudsplikt etter dette ledd'. I forarbeidene fremgår følgende om bakgrunnen for tillegget om børsens myndighet til å treffe vedtak: 'Som nevnt vil det i det enkelte tilfelle kunne oppstå tvil om et tilfelle omfattes av regelen i alternativet c) [konsolidering ved forpliktende samarbeid]. Utvalget har derfor foreslått en regel om at dette spørsmål skal avgjøres med bindende virkning av børsstyret.' (NOU 1985:33 s 86). Forslaget ble fulgt opp av Finansdepartementet i Odelstingsproposisjonen hvor det fremgår om dette: 'En kan stå overfor en vanskelig bevismessig situasjon i tilfelle av fordekt samarbeid, og bestemmelsen kan reise flere spørsmål som må avklares i praksis når de oppstår. Det vil være ønskelig at tvil mht. samarbeid og tilbudsplikt kan avklares raskt. Det er derfor foreslått at Oslo Børs kan avgjøre om tilbudsplikt inntreer eller ikke i tilfelle det er uenighet om dette.' (Ot.prp. nr 53 (1988-1989) s.26).

Oslo Børs forstår § 6-5 (2) slik at børsen kan treffe vedtak om anvendelsen av verdipapirhandellovens konsolideringsregler på konkrete saker. Dette vil som beskrevet være aktuelt i tilfeller hvor det kan være tvil mht. om det er grunnlag for konsolidering etter loven, jf. vphl. § 2-5. Børsen er imidlertid av den oppfatning at bestemmelsen ikke hjemler noen skjønnsmessig adgang til å foreta formålsbaserte fortolkninger utenfor de rammer lovens ordlyd oppstiller, jf. også vedtak og uttalelser 2008 s. 107. Slik eierkonstellasjonen er beskrevet i Wikborg Reins brev av 17. januar kan det ikke være tvil om at TW etter arveoverdragelsen vil kontrollere Tallyman på en slik måte at Tallyman er å anse som TWs nærstående etter vphl. § 2-5 nr. 4. Børsen kan dermed ikke se at det foreligger hjemmelsgrunnlag for børsen til å frita fra konsolidering etter vphl. § 6-5 (1).

Oslo Børs kan heller ikke se at det foreligger annet rettslig grunnlag for at Tallyman skal være unntatt fra tilbudsplikt ved etterfølgende erverv i den beskrevne situasjon, herunder ved en form for videreføring av det unntak Tallyman i dag er omfattet av etter at kontrollen over selskapet er overdratt til en annen. Det må legges til grunn at § 18-2 (3) gjelder for aksjeeieren eller den konsoliderte gruppe så langt det ikke etter lovens ikrafttredelse skjer en overdragelse som rammes av §§ 6-1 eller 6-6 (1), eller som medfører tilbudsplikt ved etterfølgende erverv etter vphl. § 6-6 (2). Børsen kan ikke se at de anførte reelle hensyn kan sette til side en klar lovbestemmelse og klare forarbeidsuttalelser om tilbudsplikt for aksjeeier og nærstående ved erverv etter overføring av kontrollerende aksjepost ved arvedisposisjon, jf. pkt 3.1 over. Det er således børsens forståelse at eventuelle etterfølgende erverv som Tallyman foretar og som øker stemmeandelen i WWH utløser tilbudsplikt, jf. vphl. § 6-6-(2), jf. § 6-5 (1).”

Om WWHs erverv av ytterligere aksjer i WW ASA

Når det gjelder spørsmålet om WWH gis rett til å erverve aksjer i WW ASA uten å utløse tilbudsplikt så fremt WWHs aksjeeie i WW ASA ikke på noe tidspunkt faller under 50 prosent av stemmene, siteres følgende fra vedtaket punkt 3.3:

”Som redegjort for under punkt 3.2 over er det Oslo Børs’ forståelse at børsens myndighet etter § 6-5 (2) er begrenset til å håndheve lovens krav og at bestemmelsen ikke hjemler noen skjønnsmessig adgang til å foreta formålsbaserte fortolkninger utenfor de rammer lovens ordlyd oppstiller. Etter en eventuell overdragelse av Tallyman-aksjen fra MWW til TW vil det

dannes en ny konsolidert gruppe ved at TW kontrollerer 100 % av de stemmeberettigede aksjene i Tallyman, som kontrollerer 57 % av de stemmeberettigede aksjene i WWH, som igjen eier 73 % av de stemmeberettigede aksjene i WW ASA. Konsolideringsgrunnlaget er vphl. § 2-5 nr. 3 og 4. TW kontrollerer gjennom sitt eierskap i Tallyman flertallet av de stemmeberettigede aksjene i WWH og har således 'bestemmende innflytelse' i WWH etter lovens definisjoner. Dette gjelder uavhengig av om selskapet er børsnotert eller om vedkommende aksjeeier personlig er representert i styret. Børsen kan således ikke se at det foreligger rettslig grunnlag for børsen til å frita WWH fra konsolidering etter vphl. § 6-5 (1) ved eventuelle etterfølgende erverv i WW ASA.

Det vises til at dersom WWH erverver ytterligere aksjer etter arveoverdragelsen vil det innebære at unntaket som selskapet isolert sett har settes til side, og at selskapet vil få tilbudsplikt ved eventuelt etterfølgende erverv i WW ASA. Som nevnt vil ikke tilbudsplikt utløses for WWH i dag ved erverv av aksjer i WW ASA som en konsekvens av en ordlydsfortolkning av § 6-5 (2). WWH anses ikke å ha "passert" tilbudspliktsgrensen da selskapet eide over 50 % av de stemmeberettigede aksjene ved børsnotering. Bestemmelsen må imidlertid anses å gjelde så langt det ikke inntre omstendigheter som innebærer at tilbudsplikt inntre på annet grunnlag, herunder ved etablering av ny konsolidert gruppe på bakgrunn av eierskifte høyere opp i strukturen som ikke i seg selv utløser tilbudsplikt, jf. vphl. § 6-6 (2) jf. § 6-5 (1). Oslo Børs kan således heller ikke se foreligger annet rettslig grunnlag for en eventuell videreføring av dagens situasjon for WWH etter overdragelsen av Tallyman-aksjen. Det er således børsens vurdering at WWHs eventuelle erverv av stemmeberettigede aksjer i WW ASA etter en overføring av Tallyman-aksjen fra MWW til TW ved arv, vil utløse tilbudsplikt for WWH."

7. Klagernes anførsler

Klagen av 8. april 2011 over børsens vedtak av 1. mars 2011 er begrunnet med feil i rettsanvendelsen.

Klagerne viser til at en aksjeeier som ved notering eier 50 prosent eller mer, ikke anses å ha "passert" tilbudspliktsterskelen på en måte som ikke utløser tilbudsplikt jf. § 6-6 (2), og at aksjeeieren da er unntatt fra den etterfølgende tilbudsplikten i § 6-6 (2). Klagerne viser videre til at det er gitt tilsvarende regler for aksjeeier som eide mer enn 50 prosent ved verdipapirhandellovens ikrafttredelse jf. vphl. § 18-2 (3). Klagerne anfører at børsens vedtak bygger på feil rettsanvendelse, fordi verdipapirhandelloven ikke inneholder "regler om tilsidesettelse av slikt isolert unntak for en av gruppens medlemmer dersom han inngår i en konsolidert gruppe med andre som ikke oppebærer samme unntak isolert sett" (klagen punkt 4.1).

I den forbindelse siterer klagerne (klagen punkt 4.1) følgende fra børsens vedtak: "Etter vphl. § 6-5 (1) gjelder reglene om tilbudsplikt tilsvarende for aksjeeiers nærstående etter vphl. § 2-5. Dette gjelder også vphl. § 6-6 (2), i den forstand at etterfølgende erverv foretatt av arvemottakerens nærstående også vil utløse tilbudsplikt. En motsatt regel ville legge til rette for omgåelser av tilbudsplikten". Til dette utsagnet kommenterer klagerne at:

"Det er enighet om at lovens formål å sørge for at alle aksjonærer får en mulighet til å innløses dersom det skjer et kontrollskifte (slik definert ved de lovbestemte terskler) i det børsnoterte selskapet og videre at dersom selve kontrollskiftet er unntatt fra tilbudsplikt så

skal ytterligere økning av eierandelen gi dem tilsvarende rett. Børsen gir her uttrykk for en tolkning av reglene som tilsier at en aksjonærs isolerte unntak fra etterfølgende tilbudsplikt settes til side dersom han inngår i en konsolidert gruppe og den konsoliderte gruppe endres, for å unngå omgåelser av regelverket, m.a.o. en formålstolkning av lovens regler. Vår oppfatning er at denne tolkningen ikke kan oppstilles som en regel men må baseres på en konkret tolkning fra tilfelle til tilfelle". (...)

Formålsbetraktningen går ikke lenger enn å søke å hindre at noen reelt sett får kontroll med de børsnoterte aksjene uten å fremsette pliktig tilbud. (...)

Alternativet til påleggelse av tilbudsplikt i tilfelle hvor en av gruppens medlemmer har et isolert unntak, er å la unntaket stå seg i den grad ytterligere aksjer handles av den part som innehar unntaket, men pålegge gruppens øvrige medlemmer tilbudsplikt dersom disse erverver ytterligere aksjer. Loven løser etter vår oppfatning ikke denne problemstilling. Tilbudsplikten er en svært tyngende plikt som kan pålegges av Oslo Børs i henhold til vphl. § 6-5 siste ledd. Man bør etter vår oppfatning utvise varsomhet med å pålegge en så tyngende plikt uten klar lovhjemmel eller grunnlag i andre kilder."

Om WWHs erverv av ytterligere aksjer i WW ASA

Når det gjelder spørsmål knyttet til WWHs erverv av ytterligere aksjer i WW ASA etter arveoverdragelsen, har klagerne tre hovedanførsler:

Den første anførselen er at TWs erverv av Tallyman ikke er å anse som et indirekte erverv av aksjene som i utgangspunktet utløser tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (2) jf. (1). Fra klagens punkt 4.2.2 siteres:

"Indirekte erverv jf. vphl. § 6-1 (2) nr 1 rammer erverv av mer enn 50 % av stemmene i selskap (her: Tallyman) hvis vesentligste virksomhet er å eie aksjer i et børsnotert selskap. TW erverver aksjer i Tallyman hvis vesentligste virksomhet er å eie aksjer i WWH (og dermed er et indirekte erverv av WWH aksjene jf. § 6-1 (2) nr. 1). Det er imidlertid WWH som eier aksjene i WW ASA og TW erverver ingen aksjer i WWH. Vi er enige i at omgåelseshensyn kan begrunne at regelen om indirekte erverv muligens må tolkes slik at ervervet rammes, dersom bestemmelsens øvrige vilkår oppfylles for det andre leddet i kjeden. Det er etter vår oppfatning ikke tilfellet her da WWHs vesentligste virksomhet ikke er å eie aksjer i WW ASA. I NOU 1992:2 s. 117 uttales om dette:

I det engelske regelverket er det som nevnt tidligere, lagt til grunn at tilbudsplikt normalt vil inntre der 75 % av selskapets aktiva består av de børsnoterte aksjene. Utvalget antar at en lignende grense bør kunne være veiledende for skjønnet også etter den bestemmelse som foreslår i vphl.

Den bokførte verdien av WW ASA aksjene i balansen til WWH utgjør ca. 52 %. Basert på forarbeidenes veiledning utgjør dermed ikke eie av WW ASA aksjer det vesentligste av virksomheten i WWH. Etter vår oppfatning er dermed ikke TWs erverv av aksjer i Tallyman et indirekte erverv av aksjene i WW ASA jf. § 6-1 (2). Konsekvensen av dette er at TW erverv ikke utløser tilbudsplikt i forhold til aksjonærene i WW ASA og selve ervervet krever ikke unntak (jf. § 6-2 (1) nr 1) for å gjennomføres uten at slik tilbudsplikt pålegges med henvisning til § 6-1 (2) nr 1. Av samme grunn kan heller ikke ervervet sies å medføre passering av

terskelen 'på en måte som ikke utløser tilbudsplikt', jf. § 6-6 (2), med henvisning til at det skjer et indirekte erverv som i første omgang er unntatt fra tilbudsplikt etter § 6-2 (1) nr. 1."

Klagerne anfører dernest at det ved TWs erverv av Tallyman-aksjen ikke etableres en ny konsolidert gruppe for så vidt gjelder aksjeeie i WW ASA, der etableringen anses som en passering av grensen uten tilbudsplikt som leder til tilbudsplikt ved etterfølgende erverv dersom gruppen øker sin stemmeandel i WW ASA, jf. vphl. § 6-6 (2) jf. § 6-5 (1). Klagerne påpeker at det er klart at TW skal konsolideres med Tallyman, jf. vphl. § 2-5 (1) nr. 4, og videre at Tallyman skal konsolideres med WWH, jf. vphl. § 2-5 nr. 3 og nr. 4. Det anføres imidlertid at TW ikke skal konsolideres med WWH for så vidt gjelder aksjeeie i WW ASA. Det vises i den forbindelse til ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 4 som omfatter "selskap hvor vedkommende selv eller noen som nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd, allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd.". Det anføres at bestemmelsen ikke viser til aksjeloven § 1-3 fjerde ledd som er hjemmelen for å utvide konsernbegrepet til å omfatte "bestemor". Klagerne anfører at lovens ordlyd ikke bør gis utvidende tolkning med mindre det er klart at ervervet er strukturert med tanke på å omgå tilbudsplikt.

Klagerne kommenterer at det heller ikke foreligger andre grunnlag for konsolidering, herunder forpliktende samarbeid etter vphl. § 2-5 nr. 5, som skulle innebære at TW og WWH skal konsolideres for så vidt gjelder aksjeeie og utøvelse av stemmerett i WW ASA, jf. vphl. § 6-5. Klagerne redegjør for styresammensetningen i henholdsvis WW ASA og WWH, og anfører at TW er daglig leder i WWH, men at han ikke har noen beslutningsmyndighet i forhold til WWHs stemmegivning i generalforsamlingen i WWASA, og at styret i WWH er uavhengig av styret i WW ASA.

Klagernes tredje anførsel er at dersom man skulle komme til at det etableres en ny konsolidert gruppe, må WWHs isolerte unntak for etterfølgende tilbudsplikt, som følge av at WWH eide mer enn 50 prosent av aksjene i WW ASA ved børsnotering av sistnevnte, likevel måtte gjelde, i den forstand at WWH kan erverve ytterligere aksjer i WW ASA etter arvedisposisjonen uten å utløse tilbudsplikt. Det anføres at en motsatt konklusjon må bygge på en formålsbasert tolkning av reglene, under henvisning til at det er skjedd et reelt kontrollskifte i WW ASA, slik at lovens formål ikke oppfylles uten at det pålegges tilbudsplikt ved etterfølgende økning av kontroll for den nye gruppen.

Etter klagernes oppfatning innebærer ikke arveoverdragelsen at det finner sted et reelt kontrollskifte, og det foreligger derfor heller ikke grunnlag for en innskrenkende tolkning av WWHs unntak fra etterfølgende tilbudsplikt som følge av omgåelseshensyn.

Følgende siteres fra klagen punkt 4.2.5:

"Ved notering av WW ASA var markedet kjent med at selskapet ville ha en stor aksjonær; WWH som ville eie i underkant av 75 % av aksjene. WWH kan per i dag erverve ytterligere aksjer eller selge seg ned så fremt selskapet ikke faller under 50 % av stemmene i WW ASA. Markedet har dermed etter verdipapirhandelens system ingen berettiget forventning om å motta et pliktig tilbud dersom WWH øker sin stemmeandel i WW ASA. WWH er et børsnotert selskap med et styre som nevnt er uavhengig av Tallyman og MWW (og TW). WWH opererer innenfor et notert regime og corporate governance regler. WWHs styrende organer vil være de samme etter en eventuell arveoverdragelse av den stemmeberettigede aksjen i Tallyman. Basert på ovennevnte er det vår oppfatning at TW ikke reelt får kontroll over WW ASA

aksjene gjennom ervervet av stemmene i Tallyman. Den reelle og formelle eier av WW ASA aksjene er WWH og denne utøves etter overdragelsen av Tallyman aksjen til TW av WWH som en selvstendig juridisk enhet.

Vi påpeker videre at dersom man hadde valgt å gjennomføre generasjonsskifte ved overdragelsen av Tallyman aksjen før denne omorganiseringen, ville WWH vært unntatt fra etterfølgende tilbudsplikt ved erverv av ytterligere WW ASA aksjer selv om TW eide aksjen i Tallyman. Det er en kjensgjerning at det før eller siden skal skje et generasjonsskifte i Wilhelmsen konsernet som det må legges til grunn at markedet er kjent med. Det fremstår da som en mer tilfeldig konsekvens enn en berettiget markedsforventning at WWH pålegges en tilbudsplikt ved etterfølgende erverv etter at TW har overtatt den stemmeberettigede aksjen i Tallyman.

Påleggelse av tilbudsplikt er en svært tyngende plikt for den som rammes. Ettersom verdipapirhandelloven ikke inneholder regulering som tilsier at WWHs unntak fra tilbudsplikt ved etterfølgende erverv skal settes til side når det skjer endringer i den konsoliderte gruppen, må det sterke reelle hensyn til for å begrunne en slik tilsidesettelse. Etter vår oppfatning foreligger ikke slike sterke grunner basert på omgåelsesbetraktninger som en konsekvens av at TW overtar kontrollen av Tallyman aksjen.

Om Tallymans erverv av ytterligere aksjer i WWH

Når det gjelder spørsmålet knyttet til Tallymans erverv av ytterligere aksjer i WWH etter arveoverdragelsen, legger klagerne til grunn at TWs erverv av Tallyman-aksjen er et indirekte erverv av WWH aksjene iht. vphl. § 6-1 (2) nr. 1, og at dersom TW erverver ytterligere aksjer, vil han pålegges tilbudsplikt ved etterfølgende erverv jf. vphl. § 6-6 (2). Klagerne legger videre til grunn at det gjennom TWs erverv dannes en ny konsolidert gruppe i forhold til kontroll over stemmene i WWH jf. vphl. § 6-5 jf. § 2-5 nr. 4, og at etableringen av konsolidert gruppe ikke utløser tilbudsplikt, men at gruppen vil utløse tilbudsplikt dersom den øker stemmekontrollen ytterligere, jf. § 6-6 (2) om etterfølgende erverv.

Klagerne anfører imidlertid at det må skje en videreføring av det isolerte unntaket Tallyman i dag er omfattet av som følge av at Tallyman eide over 50 prosent av stemmene i WWH ved verdipapirhandellovens ikrafttredelse, jf. vphl. § 18-2 (3), og at man da står overfor en regelkonflikt verdipapirhandelloven ikke selv regulerer. Fra klagen punkt 4.3 siteres følgende:

”Vphl inneholder regulering som tilsier at økningen av stemmeandelen etter gjennomføring av et indirekte erverv jf. vphl 6-1 (2) eller etablering av en ny konsolidert gruppe utløser tilbudsplikt. Verdipapirhandelloven inneholder imidlertid ikke regulering om hvorvidt dette er tilfelle der en av partene i den konsoliderte gruppe isolert sett har unntak fra etterfølgende tilbudsplikt og det er den part som innehar det isolerte unntaket som øker sin stemmeandel i det noterte selskapet. (...)

Ved slik regelstrid er det imidlertid naturlig å se om lovens formål ikke vil bli oppfylt uten at man lar den etterfølgende tilbudsplikten som følge av det indirekte ervervet eller etableringen av en ny konsolidert gruppe gå foran Tallymans isolerte unntak. Etter vår oppfatning må de reelle hensynene som begrunner en slik tilsidesettelse være sterke og klare ettersom tilbudsplikten vil være svært tyngende for den som underlegges plikten.

Vi viser til redegjørelsen for eierstruktur og historikk i Wilh. Wilhelmsen konsernet over i punkt 1 og mer utfyllende i Brevet punkt 2. Strukturen er foredlet gjennom 150 års erfaring og er ikke opprettet av omgåelseshensyn, men med formål å sikre optimal langsiktig drift samtidig som den økonomiske gevinsten skal fordeles mellom familiens medlemmer i bredere forstand. Utbytte fra Tallyman går indirekte videre i Toluma-systemet og forvaltes derfra. Den økonomiske realiteten er at ca. 80 % av utbytte fra WWH, gjennom den skisserte selskapsstrukturen, tilegnes andre familiemedlemmer enn MWW (TW etter overdragelsen) og Tom Wilhelmsens Stiftelse.

Eierstrukturen til familien Wilhelmsen via Tallyman er opprettet med det formål å sikre at familiens eie i WWH forvaltes på en hensiktsmessig og rettferdig måte både fra et økonomisk og driftsmessig perspektiv. Selv om de øvrige deler av familien oppbeholder kun økonomisk fordel er dette selvsagt betinget av at WWH styres i alles interesse. Det vil få store konsekvenser for et av Norges eldste børsnoterte rederier dersom TWs overtakelse av stemmene i Tallyman medfører at Tallyman ikke lenger har fleksibilitet til å justere sitt eierskap i WWH i intervallet over 50 %.

Påleggelse av tilbudsplikt er en svær tyngende plikt som bør benyttes med varsomhet og kun i klare tilfelle. Når loven ikke inneholder klar regulering som medfører tilsidesettelse av Tallymans isolerte unntak fra tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, må tilsidesettelse under henvisning til formålsbetraktninger baseres på at det er klart at lovens formål ellers vil bli omgått (...)

8. Børsens merknader til klagen

Oslo Børs har vurdert klagen av 8. april 2011 og ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket av 1. mars 2011.

I oversendelsesbrevet til Børsklagenemnden av 11. mai 2011 gjentar børsen innledningsvis at børsens myndighet etter vphl. § 6-5 (2) er begrenset til å håndheve lovens krav, og at bestemmelsen ikke hjemler noen skjønnsmessig adgang til å foreta formålsbaserte fortolkninger utenfor de rammer lovens ordlyd oppstiller.

Om WWHs erverv av ytterligere aksjer i WW ASA

Når det gjelder klagernes anførsel om at TW ikke skal konsolideres med WWH etter vphl. § 2-5 nr. 4, kommenterer børsen følgende i sitt oversendelsesbrev punkt 8.3:

”TW eier etter arveoverdragelsen alle de stemmeberettigede aksjene i Tallyman og skal således konsolideres med Tallyman etter § 2-5 nr. 4. Tallyman eier 57 % av de stemmeberettigede aksjene i WWH og skal således konsolideres med WWH etter § 2-5 nr. 3. Etter børsens vurdering er WWH også å anse som TWs nærstående etter vphl. § 2-5 nr. 4.

Vphl. § 2-5 nr. 3 og 4 innebærer konsolidering av organisatorisk nærstående og regulerer forholdet mellom aksjonær og selskap vedkommende aksjonær kontrollerer. Etter § 2-5 nr. 4 skal personlig aksjonær konsolideres med selskaper vedkommende aksjonær kontrollerer etter

de samme regler som avgjør når selskaper skal konsolideres fordi de inngår i konsern. Det er utvilsomt at konsernbegrepet også omfatter mor og datterdatter, jf. asl. § 1-3. At kontrollbegrepet skal forstås på samme måte i begge tilfellene fremkommer blant annet av lovhistorikken. I den tilsvarende bestemmelsen i tidligere verdipapirhandelloven av 1985 ble det ikke skilt mellom de tilfeller hvor vedkommende aksjonær var en fysisk person og der vedkommende aksjonær var et selskap. Det avgjørende var om vedkommende hadde innflytelse som nevnt i aksjeloven av 1976 § 1-2, som var forgjengeren til dagens konserndefinisjon i aksjeloven og allmennaksjeloven § 1-3, og som i første ledd annet punktum inneholdt tilsvarende presisering som gjeldende asl. § 1-3 (4). I forarbeidene til verdipapirhandelloven av 1997 ble det foreslått å innta en egen bestemmelse om konsolidering ved konsern for å sikre at konsolideringen i dette tilfelle gikk begge veier, jf. NOU 1996:2 s. 114. Konsolidering mellom personlig aksjonær og kontrollerte selskaper ble videreført med henvisning til den gang gjeldende aksjelov § 1-2 samt selskapsloven § 1-2 andre ledd. Det fremkommer ingen steder at etterfølgende endring av henvisning til gjeldende aksjelov § 1-3 (2) skulle innebære en realitetsendring mht. hvem som skulle anses som nærstående etter bestemmelsen. Henvisningen til selskapsloven § 1-2 andre ledd gjelder fortsatt og omfatter klart nok også bestemmende innflytelse i datterdatter via datterselskap.

Aksjeloven § 1-3 (4) inneholder kun en presisering av begrepet "bestemmende innflytelse" i andre ledd, og det kan således ikke være avgjørende at det i vphl. § 2-5 nr. 4 kun henvises til andre ledd. Videre vises det til at vphl. § 2-5 nr. 3 og 4 gjennomfører takeoverdirektivet art. 2(2) om konsolidering av organisatoriske nærstående, jf. direktiv 2001/34/EF art. 87 som klart nok omfatter indirekte kontroll i datterdatter.

De ovennevnte omstendigheter, samt tilbuds- og konsolideringsreglenes formål tilsier etter børsens vurdering at vphl. § 2-5 nr. 4 må forstås slik at den også omfatter den personlige aksjonærs bestemmende innflytelse i et selskap ved indirekte eierskap. TW kontrollerer gjennom sitt eierskap i Tallyman flertallet av de stemmeberettigede aksjene i WWH og har således "bestemmende innflytelse" i WWH etter lovens definisjoner. Dette gjelder etter definisjonen uavhengig av om selskapet er børsnotert eller om vedkommende aksjeeier personlig er representert i styret. Det er således børsens vurdering at TW og WWH må anses som nærstående etter § 2-5 nr. 4 og at det ved TWs erverv av Tallyman-aksjen dannes en ny konsolidert gruppe hvor TW, Tallyman og WWH inngår".

Til klagerens anførsel om at TWs erverv av Tallyman ikke er å anse som et indirekte erverv av aksjene etter vphl. § 6-1 (2) nr. 1, kommentere børsen følgende i sitt oversendelsesbrev punkt 8.3:

"Bestemmelsens ordlyd rammer strengt tatt ikke den situasjon at det er to mellomliggende selskaper mellom den reelle eier og det børsnoterte selskapet. Både lovens forarbeider og reelle hensyn taler imidlertid for at bestemmelsen om indirekte erverv også gjelde disse i tilfellene så lenge eierstrukturen gir aksjonæren reell kontroll med de børsnoterte aksjene og selskapenes vesentlige virksomhet er å eie aksjer i børsnoterte selskapet" (...) "Spørsmålet om selskapets vesentlige virksomhet er å eie aksjer i det børsnoterte selskapet vil avhenge av en konkret vurdering i det enkelte tilfellet på tidspunktet for ervervet. I vurdering vil det være relevant å se hen til hvor stor andel av det mellomliggende selskaps virksomhet eierskapet i de børsnoterte aksjene utgjør (målt i for eksempel aktiva, markedsverdi og/eller profitt), i hvilken grad eierskapet må anses å påvirke prisen på aksjene i det mellomliggende selskap, art og omfang av det mellomliggende selskapets virksomhet for øvrig, formålet ved ervervet mv. Vurderingen vil normalt kreve en mer inngående analyse av de nevnte forhold på

tidspunktet for det aktuelle ervervet. Etter børsens oppfatning foreligger det ikke grunnlag for nå å ta stilling til hvordan dette vil se ut på et fremtidig tidspunkt ved et eventuelt erverv etter en arveoverdragelse”.

Børsen finner det imidlertid ikke nødvendig å avklare hvorvidt det foreligger et slikt indirekte erverv. Bakgrunnen for dette er at børsen konkluderer med at TW konsolideres med WWH etter ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 4, slik at en ny konsolidert gruppe anses etablert, og at tilbudsplikt utløses ved etterfølgende erverv etter vphl. § 6-6 (2) på dette grunnlag.

Til klagernes anførsel om at det ikke foreligger grunnlag for å foreta en innskrenkende tolkning av WWHs unntak fra etterfølgende tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (2) som følge av at de eide over 50 prosent ved noteringen, kommenterer børsen følgende i sitt oversendelsesbrev punkt 8.3:

”Børsen er uenig at det her foreligger en regelkonflikt. At WWH slik situasjonen er i dag ikke pålegges tilbudsplikt ved etterfølgende erverv av aksjer i WW ASA er ikke fordi det er omfattet av et særlig unntak, men som følge av en ordlydsfortolkning av § 6-6 (2), jf. Ot. prp. nr. 34 (2006-2007) s. 448. Tilbudsplikt gjelder for selskaper som er notert på norsk regulert marked. Aksjeeier som allerede eier over tilbudspliktsgrensen ved notering anses således ikke å ha ”passert” tilbudspliktsgrensene på en måte som er omfattet av § 6-6 (2). Etablering av en konsolidert gruppe med eierbeholdning over tilbudspliktsgrensen innebærer imidlertid en passering av tilbudspliktsgrensen på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, og tilbudsplikt utløses derfor ved ethvert etterfølgende erverv som øker den konsoliderte gruppens stemmeandel i det aktuelle selskap § 6-6 (2). Dette følger av ordlyden, forarbeider og det klare utgangspunktet om at tilbudspliktsreglene må vurderes på selvstendig grunnlag for en hver ny gruppering og eierkonstellasjon.

I konsoliderte grupper der konsolideringen bygger på at en aksjonær har slik kontroll i et selskap som nevnt i aksjeloven § 1-3, vil utløsning av tilbudsplikt ved etterfølgende erverv være aktuelt der tilbudsplikt ikke utløses etter reglene om tilbudsplikt ved indirekte erverv i vphl. § 6-1 (2). Dette vil være tilfellet der vedkommende aksjonær eier mer enn 50 % av stemmene, men selskapet har vesentlig virksomhet utover å eie aksjer i et børsnotert selskap. At tilbudsplikt likevel utløses ved etterfølgende erverv i slike tilfeller er klart lagt til grunn i forarbeidene, og er en konsekvens av at etableringen av den konsoliderte gruppen i seg selv ikke medfører tilbudsplikt (jf. betraktninger i NOU 1996:2 s. 117-118). Tilsvarende som for øvrige situasjoner som er særlig unntatt etter vphl. § 6-2 har lovgiver vurdert at de hensyn som ligger til grunn for at tilbudsplikt ikke inntreer ved selve konsolideringen (til tross for at det har funnet sted et kontrollskifte), herunder hensynet til ikke å motvirke hensiktsmessige omstruktureringer i næringslivet, ikke gjør seg gjeldende i samme grad der vedkommende aksjonær og dennes nærstående senere beslutter å foreta erverv som øker stemmeandelen i det børsnoterte selskap”. (...)

”Etter børsens vurdering medfører en overføring av Tallyman-aksjen fra MWW til TW at det etableres en ny konsolidert gruppe. Dette innebærer at ethvert etterfølgende erverv som øker gruppens stemmeandel i WW ASA utløser tilbudsplikt, jf. vphl. § 6-6 (2).”

Om Tallymans erverv av ytterligere aksjer i WWH

Til klagernes anførsel om at det ikke foreligger grunnlag for å foreta en innskrenkende tolkning av Tallymans unntak fra etterfølgende tilbudsplikt etter vphl. § 18-2 (3), kommenterer børsen følgende i sitt oversendelsesbrev punkt 8.2:

”Etter børsens vurdering er det i nærværende tilfelle ikke tale om en regelkonflikt mellom to regler. En eventuell arveoverdragelse av Tallyman-aksjen fra MWW til TW vil innebære en passering av tilbudspliktsterskelen for TW og TWs konsoliderte gruppe som finner sted etter lovens ikrafttredelse, og overgangsreglene for anvendelsen av § 6-6 (2) slik disse er beskrevet i § 18-2 (3) vil således ikke være relevante. Gjennomføres overdragelsen som en ordinær overdragelse fra MWW til TW utløser selve overdragelsen tilbudsplikt for TW etter § 6-1 (2) nr. 1. Gjennomføres overdragelsen som en arvedisposisjon som er omfattet av særlig unntak, er det § 6-6 (2) som regulerer tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, jf. § 6-6 (2). Ethvert etterfølgende erverv utført av TW vil etter denne bestemmelsen utløse tilbudsplikt. Dette gjelder også ved erverv utført av TWs konsoliderte parter, herunder Tallyman, jf. § 6-5 (1).

Den fortolkning av regelverket som klagerne legger til grunn ville innebære at det ble avgjørende for utløsning av tilbudsplikt etter § 6-6 (2) hvilken part i den konsoliderte gruppe som erverver aksjer i WWH etter arveoverdragelsen. Det er riktig som klagerne påpeker at utgangspunktet er at tilbudsplikten påhviler den aksjonær som har forestått ervervet som utløser tilbudsplikten. Dette utgangspunktet er imidlertid begrunnet i retts tekniske hensyn, sammenhengen med nedsalgsretten og hensynet til forutberegnelighet for øvrige parter i den konsoliderte gruppen, jf. også NOU 1996:2 s. 118-119, og er således ikke ment å være avgjørende for spørsmålet om tilbudsplikt utløses eller ikke. For minoritetsaksjonærene hvis interesser skal ivaretas av reglene om tilbudsplikt skal det normalt være irrelevant hvem i den konsoliderte gruppen som fremsetter budet. Det er derfor også anledning å velge at tilbudet skal fremsettes av andre i den konsoliderte gruppen eller av gruppen i felleskap uavhengig av hvem tilbudsplikten formelt påhviler, jf. NOU 1996:2 s. 124.

Klagerne har anført at overdragelsen av Tallyman-aksjen fra MWW til TW ikke innebærer et kontrollskifte, og at Oslo Børs derfor må treffe vedtak om at Tallymans eventuelle erverv i WWH etter arveoverdragelsen ikke utløser tilbudsplikt. Det er ikke beskrevet i hvilken grad TW og MWW i dag er å anse som konsoliderte parter gjennom direkte og indirekte aksjeeierskap i WWH på grunnlag av eventuelt forpliktende samarbeid i vphl. § 2-5 nr. 5. Etter klagernes oppfatning tilsier imidlertid de spesielle forholdene og den lange historien til Wilhelmsen-familiens redervirksomhet på Oslo Børs at markedet ikke vil anse overdragelsen fra MWW til TW som et kontrollskifte.

Oslo Børs viser i den forbindelse til at det klare utgangspunktet etter loven er at alle overdragelser som innebærer passering av tilbudspliktsgrensen(e) utløser tilbudsplikt for erververen. Dette gjelder også overdragelser innad i konsolidert gruppe som innebærer at erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktsgrensen som følge av ervervet, jf. vphl. § 6-1 (6). Begrunnelsen for at også interne overføringer utløser tilbudsplikt er dels at det skjer et kontrollskifte innad i gruppen, dels for å hindre omgåelser. Oslo Børs er av lovgiver tillagt kompetansen til ”i særlige tilfelle” å dispensere fra tilbudsplikt ved slike interne overdragelser, jf. vphl. § 6-2 (3). Det primære formålet med dispensasjonshjemmelen er å gi børsen anledning til å dispensere fra tilbudsplikt ved hensiktsmessige restruktureringer innad i konserner, herunder ved overdragelse innad i konsern mellom heleide selskaper, som ikke utgjør et kontrollskifte eller

et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte, jf. NOU 2005:17 s. 27 og Ot. prp. nr 34 (2006-2007) s. 368. Nærværende sak er ikke en dispensasjonssak etter § 6-2 (3) hvorpå børsen har lovhjemlet kompetanse til å treffe vedtak om unntak fra lovens utgangspunkt om tilbudsplikt basert på konkrete vurderinger av om overdragelsen utgjør et kontrollskifte. Det bemerkes imidlertid at selv i slike saker har børsen og børsklagenemnden i tråd med forarbeidene uttalelser vært tilbakeholdne med å gi dispensasjon i tilfeller hvor det ikke er tale om omstruktureringer internt i konsern. Det vises i den forbindelse til børsklagenemndens avgjørelse 2/2010 (Rieber-saken) som dreide seg om dispensasjon fra tilbudsplikt ved intern overføring mellom parter konsolidert på grunnlag av vphl. § 2-5 nr. 5. Børsklagenemnden slo her fast at heller ikke svært langvarig samarbeid basert på familiære bånd og aksjonæravtaler ga tilstrekkelig grunnlag for å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3).

Unntaket som gjaldt i verdipapirhandelloven av 1997 § 4-6 (2) nr. 1 var opprinnelig begrunnet med at den aktuelle aksjonær eller identifiserte gruppe allerede ved lovens ikrafttredelse hadde kontroll over selskapet og at de øvrige aksjonærene i et slikt tilfelle derfor ikke har noen forventning om at det skal fremsettes tilbud (Ot. prp. nr 29 (1996-97) s. 69). Det må også ut fra dette være klart at de aktuelle overgangsreglene gjelder så langt det ikke skjer et eierskifte og med dette en passering av en terskel for en ny konsolidert gruppe eller aksjeeier som rammes av lovgivningen. Dette prinsippet er lagt til grunn i flere saker som gjelder det tidligere unntaket fra tilbudsplikt i verdipapirhandelloven 1997 § 4-6 (2) nr. 1, jf. blant annet Vedtak og uttalelser 2000 s. 83-87 (Borgestad), hvor det ble fastslått at unntaket ikke gjaldt dersom én eller flere parter i den konsoliderte gruppen som opprinnelig falt inn under unntaket ervervet aksjer over tilbudspliktsterskelen. Det vises i den forbindelse også til Vedtak og uttalelser 2008 s. 98 (Remøy) som gjaldt overgangsregelen i vphl. § 18-2 (3) annet punktum nr. 1, jf. § 6-6 (2), hvor børsen la til grunn at et tidligere pliktig tilbud fremsatt av en konsolidert gruppe ikke fritok de enkelte deltakerne i den konsoliderte gruppen fra tilbudsplikt utløst ved etterfølgende erverv i henhold til nevnte bestemmelse.

Etter børsens vurdering foreligger det ikke reelle hensyn i foreliggende sak som kan sette til side en klar ordlyd og klare uttalelser i forarbeidene om tilbudsplikt ved erverv etter arveoverdragelse som innebærer en passering av tilbudspliktsterskelen. Det er således børsens vurdering at TWs eventuelle erverv av aksjer som øker stemmeandelen i WWH etter en arveoverdragelse av Tallyman-aksjen fra MWW til TW vil utløse tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (2), jf. § 6-5 (1).

9. Børsklagenemndens vurdering

9.1 Innledning

Spørsmålene saken reiser er om unntakene som Tallyman og WWH i dag har fra tilbudsplikten ved ytterligere erverv av aksjer i henholdsvis WWH og WW ASA, vil gå tapt som følge av arveoverdragelsen av den stemmeberettigede aksje i Tallyman. Det er ikke bestridt at det ved en slik overgang dannes en ny konsolidert gruppe knyttet til kontroll over stemmene i WWH. Klagerne bestrider imidlertid at så er tilfellet når det gjelder kontroll over stemmene i WW ASA. Børsklagenemnden vil i det følgende behandle spørsmålet om konsolidering og eventuelle konsekvenser av konsolidering i de to forholdene, og starter med spørsmålet i forhold til aksjene i WWH.

9.2 Spørsmål om Tallyman kan fritas for tilbudsplikten ved ytterligere erverv av aksjer i WWH

TWs erverv av den stemmeberettigede aksjen i Tallyman vil medføre dannelsen av en ny konsolidert gruppe i henhold til vphl. § 6-5 jf. § 2-5 nr. 4. Dette er det ingen uenighet om. Dannelsen av gruppen utløser ingen tilbudsplikt, men etter vphl. § 6-6 (2) vil ytterligere oppkjøp av aksjer i WWH utløse tilbudsplikt. Klagerne mener at bestemmelsen i vphl. § 6-6 (2) her ikke kan anvendes etter sin ordlyd, fordi den da vil stå i konflikt med vphl. § 18-2 (3) hvorefter Tallyman alene har adgang til å kunne kjøpe ytterligere aksjer i WWH uten å pådra seg tilbudsplikt.

Børsklagenemnden er ikke enig med klagerne i at det her foreligger en regelkonflikt. Vphl. § 18-2 (3) gjelder riktignok for Tallyman alene, så lenge dette selskap opererer isolert eller i samme konsoliderte gruppe som ved lovens ikrafttredelse. Når kontrollen endres, hvilket skjer når Tallyman inngår i en ny konsolidert gruppe, vil det være vphl. § 6-6 (2) som regulerer konsolideringsforholdet, og ikke lenger vphl. § 18-2 (3). Noen regelkonflikt kan derfor ikke sees å foreligge. Det nevnes for øvrig at vphl. § 18-2 ikke har som formål å gi et selvstendig grunnlag for unntak fra tilbudsplikt, men skal hindre at de nye lovbestemmelsene gis tilbakevirkende kraft.

Klagerne er enige i at TWs eventuelle etterfølgende erverv av aksjer i WWH vil utløse tilbudsplikt. Det samme må da gjelde erverv som gjøres av alle parter som konsolideres med TW, jf. § 6-5 (1). Tallyman er en av disse. Denne forståelsen av regelverket kan etter Børsklagenemndens mening ikke by på særlig tolkningstvil, og kan heller ikke sies å representere noen uløst konflikt mellom to regler i verdipapirhandelloven. Børsklagenemnden slutter seg til børsens nærmere begrunnelse for at regelverket må være slik å forstå, og viser til denne. Nemnden er enig i at det ikke finnes noen hjemmel for et vedtak eller uttalelse i den retning klagerne ønsker for så vidt angår Tallymans erverv av ytterligere aksjer i WWH etter en arveoverdragelse, som i realiteten ville innebære en dispensasjon. Det oppstilles ingen adgang for børsen til å gjøre unntak der regelverket av de berørte oppleves å lede til urimelige resultater.

9.3 Spørsmål om WWH kan fritas for tilbudsplikt ved ytterligere erverv av aksjer i WW ASA.

Klagerne har innledningsvis under dette punkt problematisert om TWs erverv av mer enn 50 prosent av stemmene i Tallyman representerer et indirekte erverv av aksjene i WW ASA og mener at det ikke foreligger noe indirekte erverv av aksjene. Børsklagenemnden finner ikke grunn til å gå inn på dette spørsmålet, fordi det også for denne del av saken er tilstrekkelig å se nærmere på spørsmålet om konsolidering.

Klagerne hevder at det ikke etableres noen ny konsolidert gruppe for så vidt gjelder aksjeeie i WW ASA. Klagerne er som nevnt ovenfor, enige i at TW skal konsolideres med Tallyman og videre at Tallyman skal konsolideres med WWH. Derimot hevdes det at TW ikke skal konsolideres med WWH for aksjene i WW ASAs vedkommende. Begrunnelsen for dette er ordlyden i vphl. § 2-5 nr. 4 som bare viser til aksjeloven § 1-3 annet ledd og ikke til aksjeloven § 1-3 fjerde ledd. Det er fjerde ledd som er hjemmelen for å utvide konsernbegrepet til også å omfatte "bestemor". Anførselen er at verdipapirhandellovens ordlyd ikke bør gis utvidende fortolkning på dette punkt fordi det vil føre til et urimelig og tyngende resultat.

Etter Børsklagenemndens oppfatning er aksjeloven § 1-3 fjerde ledd bare en utfyllende bestemmelse om hvordan annet ledd nr. 1 og 2 nærmere skal forstås. Bestemmelsen gir altså en nærmere beskrivelse av begrepene stemmerettigheter og rettigheter i annet ledd, og en slik fortolkningsregel må gjelde i alle tilfeller hvor § 1-3 annet ledd kommer til anvendelse. Det at vphl. § 2-5 nr. 4 bare viser til aksjeloven § 1-3 annet ledd, kan derfor ikke ha noen betydning for forståelsen av regelen i annet ledd. Det foreligger etter Børsklagenemndens oppfatning ingen "utvidende" fortolkning ved å benytte fjerde ledd også her.

Det kan i den forbindelse dessuten vises til konsolideringsbestemmelsene i EUs "takeoverdirektiv" 2004/25/EF, som ble implementert i norsk rett gjennom verdipapirhandelloven av 2007. Direktivets artikkel 2 annet ledd viser for så vidt angår konsolidering til artikkel 87 i Direktiv 2001/34/EF ("opptaksdirektivet"). Av artikkel 87 annet ledd fremgår at man må regne morselskapets stemmerett sammen med stemmeretten til alle andre kontrollerte virksomheter, og dessuten legge til den stemmerett som kan utøves av en fysisk eller juridisk person som opptrer i eget navn, men på vegne av morselskapet eller enhver annen kontrollert virksomhet. Dette må klart også omfatte "datterdatter"-konstellasjonen.

Siden Norge implementerte "takeoverdirektivet" ved lovendringen i 2007, styrker dette Børsklagenemndens oppfatning av at henvisningen i vphl. § 2-5 nr. 4 av lovgiver har vært ment, og må forstås, å dekke også dette forholdet.

TWs erverv av den stemmeberettigede aksjen i Tallyman fører dermed til etablering av en ny konsolidert gruppe i forhold til aksjeinnehav i WW ASA. Vphl. § 6-6 (2) vil da gjelde på samme måte som redegjort for under punkt 9.2 ovenfor. Det vises til denne drøftelsen for så vidt angår forholdet mellom overgangsregelen i vphl. § 18-2 og § 6-6 (2) jf. § 6-5 (2). Dette medfører tilbudsplikt ved WWHs erverv av ytterligere aksjer i WW ASA. Noen hjemmel for å dispensere eller gjøre unntak fra dette, foreligger ikke.

På bakgrunn av Børsklagenemndens syn på konsolideringsspørsmålet og konsekvensene av konsolidering finnes det unødvendig å gå nærmere inn på klagernes øvrige anførsler når det gjelder WWHs erverv av aksjer i WW ASA.

-o0o-

Etter dette ble det fattet slikt enstemmig

vedtak:

Oslo Børs' vedtak av 1. mars 2011 stadfestes.


Bjørg Ven


Jøril Mæland


André Michaelsen


Trygve Bergsaker


Bernt Zakariassen