

BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 1/2023 – BW ENERGY LIMITED

Avgjørelse 21. august 2023 av klage fra BW Group Limited over Oslo Børs' vedtak 14. juni 2023 om ikke å gi dispensasjon fra tilbudsplikt etter lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) § 6-2 (3) til erverv av aksjer i BW Energy Limited for BW Group Limited ved utdeling av aksjer som utbytte fra BW Offshore Limited.

1. KLAGESAKEN OG BØRSKLAGENEMNDENS SAMMENSETNING

Oslo Børs ASA (heretter «Oslo Børs» eller «børsen») fattet 14. juni 2023 følgende vedtak:

«Det gis ikke dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3), fra tilbudsplikt til erverv av aksjer i BW Energy Limited for BW Group Limited ved utdeling av aksjer som utbytte fra BW Offshore Limited.»

BW Group Limited (heretter «klager» eller «BW Group») påklaget vedtaket 28. juni 2023. Klagen ble fremsatt av advokatfirmaet Thommessen AS v/advokat Hans Cappelen Arnesen (heretter «advokatfirmaet Thommessen»). Klagen er rettidig. Klager er aksjonær i BW Energy Limited (heretter «BW Energy») og eide per 14. juni 2023 101 039 271 aksjer i BW Energy, som tilsvarer ca. 39,16 % av aksjene. Klager fremsatte opprinnelig en søknad for Oslo Børs i egenskap av tilbudsmyndighet om dispensasjon fra tilbudsplikt. Klager legges til grunn å ha rettslig klageinteresse i saken, jf. forskrift 29. juni 2007 nr. 876 om verdipapirhandel (verdipapirforskriften) § 12-5 (1) jf. lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven) § 28 første ledd.

Oslo Børs fant ikke grunn til å omgjøre vedtaket og oversendte 26. juli 2023 saken til Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen, jf. verdipapirforskriften § 12-5 (6) og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd. Det ble ikke inngitt ytterligere merknader fra klager eller børsen etter oversendelsen.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte. Ved behandlingen deltok Christian Lund (leder), Knut Bergo, Espen Klitzing, Jøril Mæland og Cecilie Kvalheim.

2. KORT OM SELSKAPET

BW Energy Limited (ticker «BWE») er notert på Oslo Børs og har vært det siden februar 2020. BW Energys største eiere er BW Group og BW Offshore. BW Energy ble før børsnoteringen skilt ut fra BW Offshore. På Oslo Børs' nettsider fremgår følgende omtale av selskapet, publisert av BW Energy:

«BW Energy is a growth E&P company with a differentiated strategy targeting proven offshore oil and gas reservoirs through low risk phased developments. The Company has access to existing production facilities to reduce time to first oil and cashflow with lower investments than traditional offshore developments.»

3. BAKGRUNN – FAKTISKE FORHOLD

I vedtaksbrevet og klagebehandlingen 14. juni og 26. juli 2023 har Oslo Børs redegjort for de faktiske forholdene som de har lagt til grunn for sin behandling av saken. I vedtaksbrevet 14. juni 2023 er bakgrunnen for saken og tilhørende faktiske forhold gjengitt i punktene 1 og 3. BW Group fremsatte, gjennom advokatfirmaet Thommessen, en søknad om dispensasjon fra tilbudsplikten i brev 21. mars 2023 og 31. mai 2023 samt e-post 14. juni 2023. Søknaden knyttet seg til BW Offshores utdeling av tingsutbytte i form av aksjer i BW Energy. BW Group er aksjonær i BW Offshore (i tillegg til BW Energy). I vedtaket 14. juni 2023 er det historiske eierskapet selskapene imellom beskrevet slik i punkt 3, på s. 3:

«BW Energy har vært notert på Oslo Børs siden februar 2020. Før børsnoteringen av selskapet var 68,6 % av aksjene eid av BW Offshore, og 30,5 % av aksjene var eid av BW Group. Både BW Offshore og BW Energy var tidligere en del av BW Groups virksomhet, men ble skilt ut som egne selskaper.

BW Group og BW Offshore har samlet gjennomgående eid mer enn 50 % av aksjene og stemmene i BW Energy.»

Det er også lagt til grunn i vedtaket, og synes ikke bestridt, at BW Group og BW Offshore alltid har stemt likt ved generalforsamlinger i BW Energy.

I vedtaket punkt 1, på s. 1, fremgår følgende:

«BW Group har sitt opphav fra to maritime konsern, henholdsvis World-Wide Steamship Company Limited og Bergesen d.y. ASA. I 2003 kjøpte World-Wide Shipping Steamship Company Limited alle aksjene i Bergesen d.y. ASA. Etter oppkjøpet ble selskapene omorganisert og konsernavnet BW ble introdusert, hvorefter BW Group er morselskapet. BW Group er inkorporert i Bermuda, og Sohmen-familien står med betydelige eierinteresser i konsernet. BW Groups offshoreavdeling ble deretter utskilt og notert på Oslo Børs i mai 2006 som Bergesen Worldwide Offshore Limited, senere ble navnet endret til BW Offshore. BW Energy ble senere utskilt fra BW Offshore og notert på Oslo Børs i februar 2020.»

Før BW Offshores utdeling av utbytte er BW Group eier av 101.039.271 aksjer i BW Energy, noe som tilsvarer 39,16 % av utstedte aksjer i selskapet. I tillegg eier BW Group 90.245.285 aksjer i BW Offshore, som tilsvarer 49,91 % av utstedte aksjer i BW Offshore. Per dags dato eier BW Offshore 61.941.514 aksjer i BW Energy, tilsvarende 24,01 % av utstedte aksjer. Det er opplyst om at samtlige aksjer i selskapene har lik stemmerett.»

Og videre i punkt 3, på s. 4, fremgår følgende:

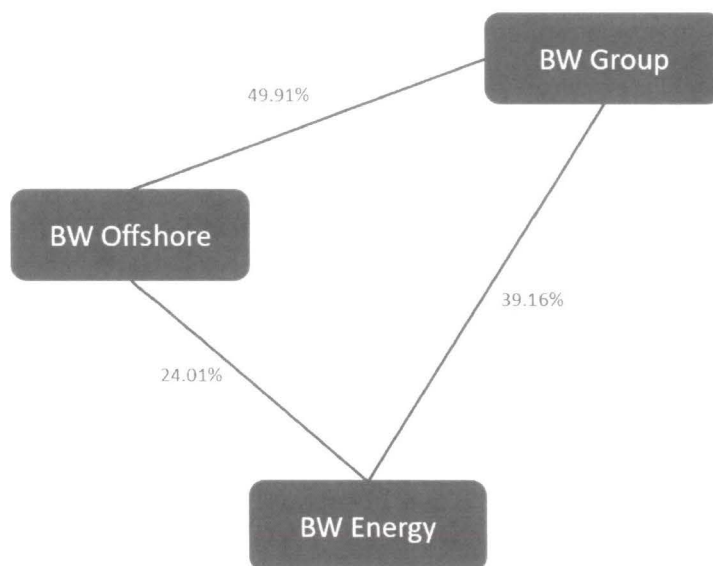
«BW Group er per dags dato den største aksjonæren i både BW Offshore og BW Energy. Andreas Sohmen-Pao, en del av Sohmen-familien med betydelige eierinteresser i BW Group, er styreleder i alle de tre selskapene.

I løpet av 2022 utdelte BW Offshore utbytte i form av aksjer i BW Energy til en samlet verdi på 13,6 millioner USD, tilsvarende 5.268.120 aksjer i BW Energy. Den

10. mars 2023 og 6. juni 2023 utdelte BW Offshore ytterligere aksjer i BW Energy til sine aksjonærer, tilsvarende 3.630.919 aksjer. Disse utdelingene reduserte BW Offshores eierandel fra 27,46 % (per 31. desember 2021) til 24,01 % per 6. juni 2023. Ettersom BW Group eier 49,91 % av aksjene i BW Offshore, resulterte utdelingene fra BW Offshore til at BW Groups eierskap i BW Energy økte fra 37,44 % (per desember 2021) til 39,16 % per 6. juni 2023.

Begrunnet i BW Offshores utbyttepolitikk vil fremtidige utdelinger av aksjer i BW Energy som utbytte fra BW Offshore kunne resultere i at BW Groups eierskap i BW Energy gjennom «erwerb» passerer grensen for gjentatt tilbudsplikt på 40 % etter vphl. § 6-6 (1).»

Aksjestrukturen i dag er dermed som følger:



Beskrivelsen av de faktiske forholdene synes ikke å være kommentert av klager. Kommentarer til den rettslige vurderingen av de faktiske forholdene, fremgår under.

4. RETTSLIG GRUNNLAG

Verdipapirhandelloven § 6-1 (1) om tilbudsplikt ved erwerb av aksjer lyder slik:

«Den som gjennom erwerb blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med § 6-8, jf. § 6-9.»

Regler om gjentatt tilbudsplikt følger av verdipapirhandelloven § 6-6 (1), som lyder slik:

«Aksjeeier som eier aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et notert selskap, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet (gjentatt tilbudsplikt) dersom aksjeeieren gjennom erwerb blir eier av aksjer som representerer 40 prosent eller mer av stemmene i selskapet. Første punktum gjelder tilsvarende dersom aksjeeieren gjennom erwerb blir eier av 50 prosent eller mer av stemmene i

selskapet. Første og annet punktum gjelder ikke ved erverv som skjer i tilknytning til fremsettelse av tilbud som nevnt i § 6-1.»

Verdipapirhandelloven § 6-1 (6) om tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med, lyder slik:

«Første ledd gjelder tilsvarende ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, når erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet.»

Hjemmelen for vedtak om dispensasjon fra tilbudsplikt følger av verdipapirhandelloven § 6-2 (3), som lyder slik:

«Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, jf. § 6-1 sjette ledd.»

Verdipapirhandelloven § 6-5 om konsolidering lyder slik:

«(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. Ved vurderingen av om det inntreer gjentatt tilbudsplikt regnes tilbud som tidligere er fremsatt av nærstående som nevnt i § 2-5, like med en erververs tidligere fremsatte tilbud.

(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»

Aktuelle deler av verdipapirhandelloven § 2-5 lyder slik:

«Som noens nærstående menes:

(...)

3. selskap innen samme konsern som vedkommende,

4. selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1, 2 eller 5, har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven § 1-3 annet ledd, allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd, (...))»

Lov 13. juni 1997 nr. 45 om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) § 1-3 (2) lyder slik:

«Et allmennaksjeselskap er et morselskap hvis det på grunn av avtale eller som eier av aksjer eller selskapsandeler har bestemmende innflytelse over et annet selskap. Et allmennaksjeselskap skal alltid anses å ha bestemmende innflytelse hvis selskapet:

1. eier så mange aksjer eller andeler i et annet selskap at de representerer flertallet av stemmene i det andre selskapet, eller

2. har rett til å velge eller avsette et flertall av medlemmene i det andre selskapets styre.»

5. BØRSENS VEDTAK

Oslo Børs tar i vedtaket 14. juni 2023 utgangspunkt i at tilbudsplikten utløses når en aksjonær som eier mer enn 1/3 av stemmene i et selskap, gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer 40 % eller mer av stemmene i selskapet, jf. verdipapirhandelloven § 6-6 (1). Videre viser børsen til at unntak fra tilbudsplikt i særlige tilfeller etter verdipapirhandelloven § 6-2 (3) (i vedtaket ser det ved en inkurie ut til å være referert til § 6-2 (2)) omfatter erverv fra noen vedkommende er «identifisert med», og at det er Oslo Børs som tilbudsmyndighet som avgjør om identifikasjon skal gjøres, jf. verdipapirhandelloven § 6-5 (2). Børsen vurderer først om det er grunnlag for slik identifikasjon.

Børsen vurderer om BW Group og BW Offshore er innenfor samme konsern basert på om BW Group har «bestemmende innflytelse» over BW Offshore, jf. verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 3 og nr. 4, jf. allmennaksjeloven § 1-3 (2). Under henvisning til at BW Group eier 49,91 % av aksjene i BW Offshore, mener børsen at BW Group ikke har «bestemmende innflytelse» over BW Offshore, jf. allmennaksjeloven § 1-3 (2) nr. 1 og nr. 2. Oslo Børs vurderer deretter om det kan foreligge «bestemmende innflytelse» på annen måte. Børsen mener det ordlyden i de aktuelle lovbestemmelsene tilsier at det avgjørende er om selskapet har en slik påvirkning at det kan avgjøre stemmegivningen i generalforsamlingen til det andre selskapet, og viser til at i BW Offshores tilfelle, vil BW Groups faktiske flertall være avhengig av at ikke samtlige aksjonærer stiller. Etter børsens oppfatning er ikke dette tilstrekkelig til å utgjøre «bestemmende innflytelse».

Børsen kan ikke se andre forhold av betydning for vurderingen, og mener derfor selskapene ikke skal anses å være innenfor samme konsern, jf. allmennaksjeloven § 1-3, og heller ikke konsolideres etter verdipapirhandelloven § 6-5 (1) jf. § 2-5 nr. 3 eller nr. 4.

Børsen vurderer deretter om det foreligger et «forpliktende samarbeid (...) når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument» som gir status som «nærstående» etter verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5. Etter en gjennomgang av ulike rettskilder, viser børsen til at det ikke foreligger en formell avtale mellom BW Group og BW Offshore om deres bruk av rettigheter som eiere av aksjer i BW Energy. Børsen mener det derfor må sees hen til selskapenes handlemåte og omstendighetene for øvrig for å klargjøre om det foreligger et «forpliktende samarbeid».

Etter å ha gjennomgått betydningen av BW Groups eierandel i BW Offshore, den historiske tilknytningen mellom selskapene, den like stemmegivningen i BW Energy og tilknytningen til Sohmen-familien, konkluderer Oslo Børs under tvil med at det for øvrige aksjonærer oppleves slik at det er etablert en «felles kontroll med selskapet[BW Energy]» mellom BW Group og BW Offshore, som igjen fører til en konklusjon om at det foreligger et «forpliktende samarbeid» som gir status som «nærstående» etter verdipapirhandelloven.

Børsen går deretter over til vurderingen av om det skal innvilges unntak fra tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-2 (3). Som utgangspunkt for vurderingen viser børsen til uttalelser i forarbeidene (NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) og børsens praksis. Børsen viser

til at det har betydning for vurderingen at identifiseringen mellom BW Group og BW Offshore er basert på at det foreligger et «forpliktende samarbeid», fremfor at de anser å inngå i et «konsern». Børsen viser til at den som hovedregel er «svært forsiktig» med å gi en dispensasjon ved «slikt identifiseringsgrunnlag, begrunnet i at et forpliktende samarbeid senere kan opphøre med det resultat at det skjer et kontrollskifte». Begrunnelsen for å se hen til om det er skjedd eller foreligger risiko for at det vil skje et kontrollskifte, er de grunnleggende hensynene bak reglene om tilbudsplikt, som uttrykt i forarbeidene.

Børsen viser deretter til praksis fra Børsklagenemnden (sak 4/2006, «Wilson ASA»), som etter børsens oppfatning har klare likhetstrekk med den foreliggende saken. I saken ble det ikke innvilget dispensasjon fra tilbudsplikten. Sakene sammenlignes slik:

«Sammenliknet med Børsklagenemnden sak 4/2006 er det her tale om en betydelig større kontrolloverføring, ettersom BW Group ikke har et flertall av stemmene i BW Offshore, i motsetning til Caiano som hadde 100 % av stemmene i In Ship. En slik kontrolloverføring er innenfor kjernen av de tilfeller hvor reglene om tilbudsplikt er ment å komme til anvendelse.»

Børsen mener det ikke kan være av avgjørende betydning at den samlede eierandelen til BW Group og BW Offshore i BW Energy reduseres, såfremt det faktisk skjer en kontrolloverføring fra flere aksjonærer i fellesskap, til én enkelt aksjonær alene. Under henvisning til betydningen av om det betales en såkalt «kontrollpremie», mener børsen det avgjørende for vurderingen vil være om det skjer et kontrollskifte. Manglende kontrollpremie kan etter børsens mening ikke kunne tillegges avgjørende vekt i et tilfelle som i foreliggende sak, med kontrollskifte fra flere aksjonærer til én aksjonær, jf. foran. Børsen avslutter sine vurderinger i vedtaket slik, se s. 8:

«Utdeling av utbytte i form av aksjer i BW Energy til BW Group, vil i dette tilfellet kunne medføre at BW Energy-aksjene går fra et samlet eierskap med øvrige aksjonærer i BW Offshore til at BW Group overstiger terskelen for tilbudsplikt alene gjennom direkte eierskap. På denne bakgrunn vil kontrollen over stemmene i BW Energy samles hos en aksjonær, fremfor i en konsolidert gruppe hvor flere aksjonærer deler kontrollen over selskapet. En slik forskyvning av kontrollen i BW Energy vil ikke kunne anses som en omorganisering innenfor samme eierinteresse, slik unntakshjemmelen har til hensikt å omfatte. Et eventuelt unntak vil følgelig kunne utgjøre en slik uthuling av tilbudsplikten som omtalt i NOU 2005: 17 s. 27.»

Det ble derfor ikke ansett å foreligge «særlige grunner» som innebærer at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-2 (3).

6. KLAGERS ANFØRSLER

Som bemerket under punkt 3, synes ikke klager å ha bemerkninger til fremstillingen av de faktiske forholdene i saken. Det er vurderingen av de faktiske forholdenes betydning for de rettslige vurderingene i saken, som har vært gjenstand for klagers anførsler.

Klagers anførsler i klagesaken er av Oslo Børs oppsummert slik i oversendelsen til Børsklagenemnden 26. juli 2023 punkt 3, på s. 3-4:

- «(i) Slik Oslo Børs korrekt påpeker i Vedtaksbrevet er de spesifiserte alternativene i selskapsloven § 1-3 nr. 1 og nr. 2 situasjoner hvor et selskap alltid vil anses for å ha «bestemmende innflytelse» over det andre selskapet. Dette utelukker likevel ikke muligheten for at det er andre situasjoner hvor slik «bestemmende innflytelse» eksisterer. Det vises til Lovavdelingens uttalelser av 14. mars 1977 nr. 406/77 E, inntatt i Matheson/Woxholt I s. 188, hvor det står: «Avgjørende for bedømmelsen blir om et av de aksjeeiene selskaper, eventuelt begge, kan sies å ha bestemmende innflytelse over det annet selskaps og en betydelig andel av dets driftsresultat. Ved anvendelse av bestemmelsen må legges avgjørende vekt på hvor sterkt de aksjeeiende selskaper hver for seg faktisk bestemmer virksomhetens art, omfang og/eller resultat». Selv om sitatet relaterer seg til loven fra 1976, er den siste delen av setningen fortsatt relevant for forståelsen av gjeldende bestemmelse i selskapsloven § 1-3 (2).
- (ii) I Vedtaksbrevet konkluderer Oslo Børs med at faktisk kontroll ikke utgjør bestemmende innflytelse, uten å ta den faktiske situasjonen til etterretning.
- (iii) BW Group anser Oslo Børs for ikke å ha tilstrekkelig forstått de spesielle omstendighetene knyttet til BW-selskapene for å avgjøre hvorvidt BW Group har bestemmende innflytelse over BW Offshore. Det fremstår overfladisk at vurderingen av om BW Group og BW Offshore skal anses som en del av samme konsern ville være vesentlig forskjellig dersom BW Group kjøpte 0,2 % av aksjene i BW Offshore.
- (iv) Den nære tilknytningen mellom BW Group og BW Offshore over nesten to tiår, den samlede historien til selskapene, og det faktum at argumentene om at BW Group ikke har «bestemmende innflytelse» er basert på en rent hypotetisk situasjon, innebærer at BW Group har bestemmende innflytelse over BW Offshore. BW Group og BW Offshore skal derfor anses som nærstående i samsvar med verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 3 og nr. 4
- (v) Av søknaden fremgår det klart at BW Group ikke søker om unntak for passering av grensen på 50 %, bare grensen på 40 %. Utdelingen av BW Energy-aksjer vil redusere den konsoliderte gruppens eierskap og innflytelse over BW Energy og overfører ingen kontroll til én enkelt aksjonær.
- (vi) Forutsatt at alle BW Energy-aksjene utdeles vil det konsoliderte eierskapet av selskaper i BW-konsernet (dvs. BW Group og BW Offshore) i BW Energy bli redusert fra nåværende andel på 63,54 % til 51,15 %. Samtidig vil eierandelen for aksjonærer som ikke er tilknyttet BW Group øke til 48,85 %. Følgelig fører det ikke til at de øvrige aksjonærenes innflytelse i BW Energy reduseres, derimot vil BW Energy få en mer åpen aksjonærstruktur og det vil øke BW Energy-aksjens likviditet og øke handelen i aksjen. Dette er også begrunnelsen for utdelingen av aksjer i BW Energy som utbytte til aksjonærene i BW Offshore.
- (vii) Avgjørelsen om å dele ut utbytte er ikke en avgjørelse fattet av BW Group alene for å øke selskapets direkte kontroll i BW Energy. Et unntak for BW Offshores utdeling av aksjer til sine aksjonærer som faktisk reduserer den kontroll det konsoliderte BW-konsernet har over BW Energy vil ikke etablere en bred presedens.»

Som nevnt i punkt 1, er det ikke inngitt kommentarer etter børsens oversendelse av klagesaken til Børsklagenemnden.

7. BØRSENS VURDERINGER I KLAGEOMGANGEN

Børsen kommenterer klagers anførsler vedrørende om det foreligger «bestemmende innflytelse» slik, se oversendelsesbrevet punkt 5.2, på s. 7-9:

«Som påpekt i Vedtaksbrevets punkt 4.1, utelukker ikke ordlyden i asal § 1-3 (2) at det også kan tenkes tilfeller hvor et selskap har «bestemmende innflytelse» over et annet selskap utover tilfellene opplistet i § 1-3 (2) nr. 1 og nr. 2. I dette tilfellet er det tale om faktisk kontroll, ved at BW Group har en så stor andel av stemmene i BW Offshore at selskapet i realiteten har stemmeflertall i BW Offshore. Etter ordlyden oppstilles det et krav om at innflytelsen er «på grunn av avtale eller som eier av aksjer», følgelig er det ingen klare holdepunkter for at slik faktisk kontroll kan utgjøre «bestemmende innflytelse».

Hvorvidt faktisk kontroll over et annet selskap var tilstrekkelig for konserndannelse ble kommentert av Aksjelovutvalget flere steder i NOU 1996: 3. Under de generelle bemerkningene til konsernbegrepet i utredningens punkt 10.2 uttales følgende (egne understrekninger):

Kjernen i konsernbegrepet er at ett selskap har bestemmende innflytelse over et annet selskap. Dette er hovedregelen både i aksje- og regnskapslovgivningen. Utvalget har likevel funnet grunn til å gjøre det klart at den bestemmende innflytelse må ha rettslig grunnlag, enten som følge av eierandeler eller særlig avtale. De praktisk viktige tilfellene bør også fremgå av loven selv. I aksjelovutkastet § 1-13/allmennaksjelovutkastet § 1-12 stilles det derfor opp to kriterier for når det alltid skal regnes å foreligge bestemmende innflytelse.

Uttalelsen fra Aksjelovutvalget tilsier klart at det kreves et rettslig grunnlag for å ha «bestemmende innflytelse». På samme side uttales det imidlertid at:

Ved siden av de situasjonene som er nevnt over, kan et konsernforhold ha grunnlag i at et annet selskap i praksis har bestemmende innflytelse over et annet selv om det ikke innehar stemmeflertall eller rett til å utpeke flertallet av styremedlemmene. Hvorvidt det foreligger en slik praktisk bestemmende innflytelse vil avhenge av spredningen på selskapets aksjer, hvor mange stemmer det skal til for i praksis å dominere generalforsamlingen mv.

Spørsmålet om hva som er tilstrekkelig for å danne et konsern ble også behandlet i spesialmerknadene til bestemmelsen. I NOU 1996: 3 kapittel 13, spesialmotiver til § 1-13, ble følgende uttalt (egne understrekninger):

Skal et selskapet være et datterselskap må et annet selskap ha bestemmende innflytelse. I uttrykket «bestemmende» ligger at selskapet må ha en slik posisjon at det på generalforsamlingen normalt har bestemmende innflytelse over innholdet i de vedtak som treffes. Dette innebærer som regel et krav om alminnelig stemmeflertall på generalforsamlingen. Det er ikke i seg selv tilstrekkelig at selskap rent faktisk kan utøve bestemmende innflytelse. Det er

en forutsetning at den bestemmende innflytelsen baserer seg på eierandeler eller avtale. Med eierandel menes eierskap av aksje eller selskapsandeler. Forslaget er på dette punkt en videreføring av gjeldende lov § 1-2 første ledd.

Sitatene fra aksjelovens forarbeider gir etter Oslo Børs' syn holdepunkter for at det kreves eierandeler eller avtale for å danne et konsern, slik at faktisk kontroll vil kunne utgjøre grunnlag for «bestemmende innflytelse» etter asal. § 1-3 (2), i tillegg fremheves det at rent faktisk kontroll ikke vil være tilstrekkelig. Problemstillingen er ikke nevnt i senere forarbeider. På bakgrunn av de ovennevnte sitater fra NOU 1996: 3 fremstår det dermed mest nærliggende at faktisk kontroll ikke kan utgjøre «bestemmende innflytelse».

Slik BW Group påpeker var det i juridisk teori tilknyttet aksjeloven av 1976 flere oppfatninger om at faktisk kontroll kunne danne grunnlag for konsern. Det var imidlertid delte oppfatninger rundt spørsmålet, hvor det bl.a. i Andenæs, *Aksjeselskapsrett*, 2. utgave (Oslo, 1992) s. 41 ble hevdet at faktisk kontroll ikke var tilstrekkelig, og i Skåre/Knudsen, *Lov om aksjeselskaper med kommentarer*, 3. utgave (TANO 1991) s. 37, hvor det ble åpnet for at faktisk kontroll var tilstrekkelig forutsatt en viss permanens. I nyere juridisk teori fremstår det derimot for å være enighet om at faktisk kontroll ikke kan utgjøre grunnlag for «bestemmende innflytelse» etter asal. § 1-3 (2). Det vises i denne forbindelse til Andenæs, *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*, 3. utgave (Oslo, 2016) s. 31, Aarbakke m.fl., *Aksjeloven og Allmennaksjeloven : Lovkommentar*, 4. utgave (2017) s. 95 og Bergo, *Børs- og Verdipapirrett*, 5. utgave (2021) s. 138.

Kildene ovenfor kan med dette samlet sett tolkes dithen at faktisk kontroll ikke kan utgjøre grunnlag for «bestemmende innflytelse» etter asal. § 1-3 (2). Det er ikke fremkommet nye anførsler eller ny dokumentasjon i Klagen som tilsier at BW Group har rettslig grunnlag for deres kontroll i BW Offshore.»

Til anførslene om det er grunnlag for å gjøre unntak fra tilbudsplikten, har Oslo Børs følgende merknader i oversendelsesbrevet punkt 5.3, på s. 9-12:

«I denne forbindelse vil Oslo Børs understreke at kjerneområdet for unntaksbestemmelsen er tilfeller av overføringer mellom morselskap og heleid datterselskap, jf. NOU 2005: 17 s. 26 (sisert nedenfor). For det tilfellet at BW Group og BW Offshore kunne konsolideres etter vphl. § 2-5 nr. 3 eller nr. 4, ville ikke et slikt konsolideringsgrunnlag automatisk medført unntak fra tilbudsplikten. Det faktiske grunnlaget i denne saken baserer seg på en sammensatt situasjon og et lavt eierskap, og på denne bakgrunn er Oslo Børs av den oppfatning at vurderingen av hvorvidt det skal gis unntak ikke nødvendigvis vil slå forskjellig ut basert på mulig konsolidering etter dette grunnlaget og etter «forpliktende samarbeid» etter vphl. § 2-5 nr. 5.

Videre vises det i Klagen til at utdelingen av utbytte ikke vil medføre et kontrollskifte i BW Energy. I hovedtrekk vises det til at den konsoliderte gruppens (BW Group og BW Offshore) totale eierandel vil reduseres fra 63,54 % til 51,15 %, samtidig som at de øvrige aksjonærenes eierandel vil øke til 48,85 %, forutsatt at samtlige BW Energy-aksjer som eies av BW Offshore utdeles som utbytte. På denne bakgrunn hevdes det i Klagen at utdelingen vil medføre en mer åpen aksjonærstruktur og øke likviditeten i BW Energy-aksjen.

Av vphl. § 6-2 (3) som gir Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, adgang til å gjøre unntak fra tilbudsplikten, fremgår det at dette kun kan gis i «særlige tilfeller». Ordlyden isolert sett gir dermed klart uttrykk for en høy terskel for unntak. Følgelig vil det kun være aktuelt å gi unntak fra tilbudsplikten i tilfeller hvor de legislative hensyn bak en slik plikt ikke gjør seg gjeldende, herunder «beskyttelse av minoritetsaksjeeierne i målselskapet, særlig ved at disse skal gis muligheten til å selge sine aksjer når kontrollen i selskapet endres, og til en pris som sikrer dem en del av den kontrollpremien tilbyder har», jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 373.

Til tross for at adgangen for unntak er snever, legges det opp til en konkret vurdering av hvorvidt overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Adgangen er svært snever i tilfeller hvor konsolideringsgrunnlaget er forpliktende samarbeid. I denne forbindelse vises det til uttalelser i NOU 2005: 17 s. 26-27 (egne understrekninger):

Når det gjelder overdragelser innenfor konsern, er utvalget av den oppfatning at tilbudsplikt normalt ikke bør inntre ved overføring av aksjer til et heleid datterselskap opprettet for dette formål. Det kan også tenkes tilfeller der det bør kunne gjøres unntak fra tilbudsplikt også ved andre overdragelser innen konsolidert gruppe etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 3 og § 1-4 nr. 4. Det er for det første et spørsmål om man i tråd med børsens uttalelse referert ovenfor bør kunne unnta overdragelser til heleid datterselskap hvis vesentlige virksomhet er en annen enn å eie de noterte aksjene, samt overføringer til datterselskaper kontrollert gjennom lavere eierandeler enn 100 prosent og mellom konsernselskap med slik tilknytning.

De hensyn som kan begrunne unntak fra tilbudsplikten ved overdragelser innen konsern, vil sjelden være like sterke ved overdragelser innen grupper som er konsolidert på grunnlag av forpliktende samarbeid. Mulighetene for at slike overdragelser utgjør omgåelser av tilbudsplikten er også sterkere. Utvalget antar derfor at unntak fra tilbudsplikten i slike tilfeller sjelden vil være aktuelt. Ovennevnte vedtak av børsstyret viser imidlertid at også interne overdragelser innen gruppe som er konsolidert på annet grunnlag enn etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 3 og § 1-4 nr. 4, i enkelte tilfeller bør kunne unntas fra tilbudsplikt.

Utvalget finner det hensiktsmessig at loven gir tilbudsmyndigheten en adgang til å gjøre unntak. På denne bakgrunn foreslås at tilbudsmyndigheten gis myndighet til å gjøre unntak fra tilbudsplikten ved overdragelser innen konsoliderte grupper. Det vises til forslag til verdipapirhandelloven § 4-2 nytt tredje ledd. Skjønnsstemaet vil være om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Tilbudsmyndigheten kan i tråd med alminnelige forvaltningsrettslige regler sette vilkår for slikt unntak, for eksempel om at tilbudsplikten utløses av en senere overdragelse av aksjene i det mellomliggende selskap eller annen senere transaksjon som gir dette karakter av kontrollskifte. Utvalget vil presisere at unntaksadgangen vil være snevrere ved konsolidering på bakgrunn av personlig nærstående eller forpliktende samarbeid enn ved overdragelser innen konsoliderte grupper etter

verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 3 og § 1-4 nr. 4, fordi de hensyn som tilsier at det gjøres unntak i mindre grad vil være til stede når konsolidering skjer på bakgrunn av personlig nærstående eller forpliktende samarbeid.

Det er i Klagen vist til at BW Groups konsoliderte innflytelse over BW Energy vil reduseres som følge av utdelingen av utbytte, og at det dermed ikke kan regnes for å være et kontrollskifte. Oslo Børs er klar over at den konsoliderte eierandelen reduseres, men påpeker at kontrollen overføres fra den konsoliderte gruppen samlet til BW Group alene. De aksjonærer som eier 50,09 % av aksjene i BW Offshore vil dermed overføre deler av deres kontroll på konsolidert basis til BW Group alene. I denne forbindelse vises det til Børsklagenemnden sak 4/2006 (Wilson ASA), som er nærmere beskrevet i Vedtaksbrevets punkt 4.2. I denne saken ble det lagt særlig vekt på at utdelingen førte til en endring av innflytelsen over selskapet (egne understrekninger):

Børsen har i tidligere saker tolket bestemmelsen i vphl. § 4-1 innskrenkende der det har foregått transaksjoner mellom 100 % eide datter- eller morselskaper, ut fra det syn at det har dreid seg om omorganiseringer innenfor samme eierinteresse. Selv om Caiano og In Ship må anses som nærstående og dermed er konsolidert etter vphl. § 4-5 jf. § 1-4 nr 4, er ikke det ensbetydende med at det skal foretas identifikasjon i relasjon til § 4-1. Her har Wilsonaksjene vært eiet av et selskap med flere aksjonærer med forskjellige interesser, og hvor minoritetsaksjonærene D11 og D12 har beskyttelse gjennom loven og er gitt visse rettigheter gjennom en aksjonæravtale. Minoritetsaksjonærene i In Ship motsatte seg også utdelingen av Wilsonaksjene som utbytte. Dette er illustrerende for følgene av utdelingen. Fra å være en identifisert gruppe bestående av flere selskaper – In Ship, Caiano, D11 og D12 – medfører utdelingen en oppsplitting av gruppen. Fra å være en aksjepost som flere eiere har innflytelse over, vil utdeling medføre en endring av denne innflytelsen. Dette til tross for at Caiano gjennom sin innflytelse i In Ship i praksis har hatt kontroll med In Ships Wilson aksjer.

Børsklagenemnden er enig med børsen i at det i dette tilfelle ikke foreligger grunnlag for identifikasjon på samme måte som i de tidligere saker, og viser til børsens argumentasjon.

Det har ved utdelingen skjedd en endring i eierskapet til Wilsonaksjene, ved at Caiano har økt sitt direkte eierskap, og de reelle hensyn som påberopes av Caiano kan ikke være avgjørende. Ordlyden i § 4-1 er klar, og det foreligger ikke praksis for at bestemmelsen skal settes til side i et tilfelle som dette.

På nåværende tidspunkt er kontrollen over BW Energy fordelt på den konsoliderte gruppen med BW Group og BW Offshore. Ettersom aksjonærer utover BW Group har en eierandel på over 50 % i BW Offshore, har flere aksjonærer innflytelse gjennom den konsoliderte kontrollen. Denne innflytelsen fra de øvrige aksjonærene vil reduseres som følge av utdelingen av utbytte, og tilsvarende økes for BW Group alene. Oslo Børs vurderer situasjonen slik at ved en slik overføring av kontroll fra en enkeltaksjonær burde aksjonærene i BW Energy gis mulighet til å selge sine aksjer. En slik overføring innenfor en konsolidert gruppe vil, til tross for at det i Klagen beskrives som spekulativt, også kunne lede til et fremtidig kontrollskifte. Oslo Børs

ser dermed ikke grunnlag for å gi unntak fra reglene om tilbudsplikt. Det må vektlegges betydelig at terskelen for slike unntak er høy, særlig i tilfeller hvor det er tale om en overføring mellom to selskap som er konsolidert med grunnlag i «forpliktende samarbeid» etter vphl. § 2-5 nr. 5.

For ordens skyld påpeker Oslo Børs at BW Group vil ha mulighet til å selge sine aksjer i samsvar med vphl. § 6-9, for å unngå å fremme et tilbud.

Basert på det ovennevnte kan ikke Oslo Børs se at BW Groups anførsler i Klagen endrer den juridiske vurderingen Oslo Børs har lagt til grunn i Vedtaket.»

8. BØRSKLAGENEMNDENS BEMERKNINGER

8.1 Innledning

De faktiske forhold i saken er ikke omstridt. BW Group eier 39,16 prosent av aksjene i BW Energy og 49,9 prosent av aksjene i BW Offshore. Ved fremtidige utdelinger av aksjer i BW Energy fra BW Offshore, vil BW Group raskt få en eierandel i BW Energy over 40 prosent. Dette vil etter verdipapirhandelloven § 6-6 første ledd første setning utløse gjentatt tilbudsplikt.

Sakens spørsmål er om det er grunnlag for å gjøre unntak fra tilbudsplikten etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd. En slik dispensasjon krever *for det første* at ervervet skjer fra en nærstående etter verdipapirhandelloven § 2-5, jf. verdipapirhandelloven § 6-5 første ledd første setning. De relevante alternativene i § 2-5 er nr. 4 og nr. 5. Bestemmelsen i § 2-4 nr. 4 viser til konsernbestemmelsen i aksjeloven § 1-3. I denne saken blir spørsmålet om BW Group har «bestemmende innflytelse» over BW Offshore. Dette behandles i punkt 8.2 nedenfor. Etter § 2-5 nr. 5 er spørsmålet om BW Group og BW Offshore har et forpliktende samarbeid om utøvelse av eierrettighetene i BW Energy. Dette behandles i punkt 8.3 nedenfor.

En dispensasjon fra gjentatt tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd krever – *for det andre* – at det foreligger et særlig tilfelle. Dette behandles i punkt 8.4 nedenfor.

8.2 Har BW Group «bestemmende innflytelse» over BW Offshore?

Aksjeloven § 1-3 andre ledd lyder slik:

Et aksjeselskap er et morselskap hvis det på grunn av avtale eller som eier av aksjer eller selskapsandeler har bestemmende innflytelse over et annet selskap. Et aksjeselskap skal alltid anses å ha bestemmende innflytelse hvis selskapet:

1. eier så mange aksjer eller andeler i et annet selskap at de representerer flertallet av stemmene i det andre selskapet, eller
2. har rett til å velge eller avsette et flertall av medlemmene i det andre selskapets styre.

Det følger av bestemmelsen at bestemmende innflytelse alltid skal anses for å foreligge hvis morselskapet eier aksjer som representerer et flertall av stemmene i datterselskapet. Dette er ikke tilfellet i vår sak, da BW Group eier 49,9 prosent av aksjene og stemmene i BW Offshore.

Det følger implisitt av bestemmelsen i aksjeloven § 1-3 andre ledd at et selskap kan ha bestemmende innflytelse over et annet selskap selv om det ikke eier aksjer som representerer et flertall av stemmene i selskapet. BW Group har vist til at BW Group har hatt mer enn 50 prosent av stemmene på alle generalforsamlingene i BW Offshore siden selskapet ble børsnotert, og at det er helt hypotetisk at en avgjørelse på en generalforsamling i selskapet vil skje mot BW Groups stemmer. De tre selskapene opererer som en gruppe og har gjort det i nesten 20 år. Det er samme styreleder i alle selskapene. Den faktiske realitet er derfor at BW Group kontrollerer BW Offshore, og dermed har «bestemmende innflytelse» over selskapet.

Børsklagenemnden tar utgangspunkt i at det etter bestemmelsen kreves at den bestemmende innflytelsen må ha et rettslig grunnlag, ved at den må tilkomme morselskapet «på grunn av avtale eller som eier». Ordlyden trekker dermed i retning av at det er et krav at den bestemmende innflytelsen direkte følger av eierposisjon, ved at man har et flertall av stemmene på generalforsamlingen.

I NOU 1996:3 Ny Aksjelovgivning, står det på side 87 at de praktisk viktige tilfellene burde fremgå av loven selv, og disse er inntatt som nr. 1 og 2 i bestemmelsen i § 1-3 andre ledd. På side 87 i utvalgets utredning står det også:

Ved siden av de situasjonene som er nevnt over, kan et konsernforhold ha grunnlag i at et annet selskap i praksis har bestemmende innflytelse over et annet selv om det ikke innehar stemmeflertall eller rett til å utpeke flertallet av styremedlemmene. Hvorvidt det foreligger en slik praktisk bestemmende innflytelse vil avhenge av spredningen på selskapets aksjer, hvor mange stemmer det skal til for i praksis å dominere generalforsamlingen mv.

Denne uttalelsen kan isolert sett indikere at også faktisk innflytelse kan være tilstrekkelig til at man anses å ha bestemmende innflytelse over et annet selskap. Børsklagenemnden mener imidlertid at uttalelsen – sett i lys av det øvrige rettskildet bildet – ikke kan være avgjørende. I spesialmotivene til bestemmelsen står det således (på side 103 i utredningen):

I uttrykket «bestemmende» ligger at selskapet må ha en slik posisjon at det på generalforsamlingen normalt har bestemmende innflytelse over innholdet i de vedtak som treffes. Dette innebærer som regel et krav om alminnelig stemmeflertall på generalforsamlingen. Det er ikke i seg selv tilstrekkelig at selskap rent faktisk kan utøve bestemmende innflytelse. Det er en forutsetning at den bestemmende innflytelsen baserer seg på eierandeler eller avtale. Med eierandel menes eierskap av aksje eller selskapsandeler. Forslaget er på dette punkt en videreføring av gjeldende lov § 1-2 første ledd.

I nyere juridisk teori er det også lagt til grunn at ren faktisk kontroll ikke er tilstrekkelig, jf. Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper, 3. utgave (Oslo, 2016) s. 31, Aarbakke m.fl., Aksjeloven og allmennaksjeloven : Lovkommentar, 4. utgave (2017) s. 95 og Bergo, Børs- og Verdipapirrett, 5. utgave (2021) s. 138.

Børsklagenemnden vil også vise til at reelle hensyn taler for elementene i nærstående definisjonen i aksjeloven § 1-3 knyttes til klare og lett anvendelige kriterier. Et kriterium knyttet til «faktisk kontroll» vil kunne gjøre bestemmelsen uklar og vanskelig å anvende i praksis.

Børsklagenemnden er etter dette enig med Oslo Børs i at BW Group ikke har bestemmende innflytelse over BW Offshore, jf. aksjeloven § 1-3 andre ledd. De er dermed ikke nærstående etter dette alternativet, jf. verdipapirhandelloven § 6-5 første ledd.

8.3 Har BW Group og BW Offshore et forpliktende samarbeid?

Det andre alternative inngangsvilkåret i denne saken for å kunne få dispensasjon etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd, er at BW Group og BW Offshore har et «forpliktende samarbeid» om utøvelse av eierrettighetene i BW Energy, jf. verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5.

Oslo Børs fant – under tvil – at BW Offshore og BW Group har et «forpliktende samarbeid» om utøvelse av eierrettighetene i BW Energy, slik at de er nærstående etter verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5. Børsen begrunner konklusjonen slik:

I tillegg til selskap innenfor samme konsern, kan også selskapene anses som nærstående dersom disse må antas å ha et «forpliktende samarbeid [...] når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument», jf. vphl. § 2-5 nr. 5. Det følger av NOU 1996: 2 s. 115 at bestemmelsen tar sikte på å omfatte de mer langvarige formene for samarbeid, slik at samordnet opptreden i en generalforsamling ikke vil være tilstrekkelig. Hvorvidt det foreligger et «forpliktende samarbeid» mellom to selskap må etter forarbeidene avgjøres konkret. Vurderingstemaet må være i hvilken grad det konkrete samarbeidet for de øvrige aksjeeierne vil kunne oppleves som at det er etablert en felles kontroll med selskapet, jf. bl.a. Vedtak og Uttalelser pkt. 5.2.7 (Bewi ASA).

I Børsklagenemnden sak nr. 1/2003 (Nordstjernen Holding AS) uttalte Børsklagenemnden at i betegnelsen «forpliktende samarbeid» ligger det krav om faktisk samarbeid, hvoretter selskapene overfor hverandre opplever å være gjensidig forpliktet ved utøvelse av aksjonærrettigheter. I fraværet av en eksplisitt avtale, må det vurderes hvorvidt de aktuelle aksjonærenes handlemåte og omstendighetene for øvrig sannsynliggjør at de handler på grunnlag av en forpliktelse eller forståelse seg imellom. Det vil være tilstrekkelig at selskapene har en langsiktig forståelse av at de vil opptre samordnet i situasjoner der det kan oppstå motsetninger. I vurderingen av om det foreligger et slikt samarbeid kan det blant annet legges vekt på kryssende eierskap og organisasjon mellom de ulike aktuelle aksjonærene.

Det foreligger ingen formell avtale mellom BW Group og BW Offshore som omhandler deres bruk av rettigheter som eiere av aksjer i BW Energy. På denne bakgrunn må det ses til selskapenes handlemåte og omstendighetene for øvrig for å klargjøre hvorvidt det foreligger et «forpliktende samarbeid» etter vphl. § 2-5 nr. 5. BW Group har en betydelig eierandel i BW Offshore, tilsvarende 49,91 %, som tilsier at BW Group har betydelig innflytelse på BW Offshores bruk av aksjonærrettigheter i BW Energy. Basert på tidligere praksis fra Børsklagenemnden vil en så stor eierandel måtte tillegges betydelig vekt, til tross for at det alene ikke vil være tilstrekkelig for å konsolidere selskapene, jf. Børsklagenemnden sak 1/2003.

BW Offshore har vært nært tilknyttet BW Group fra da selskapet ble etablert, ettersom selskapet ble utskilt fra BW Group. Fra tidspunktet for opptak til handel av BW Offshore har BW Group hatt en eierandel på i underkant av 50 % av utstedte aksjer. I dispensasjonssøknaden er det også opplyst om at BW Group og BW Offshore gjennomgående har stemt likt på generalforsamlinger i BW Energy, og det opplyses om at dette også vil være tilfellet fremover. Opplysningene om selskapenes stemmegivning gir følgende uttrykk for at BW Group har en betydelig innflytelse over BW Offshores bruk av aksjonærrettigheter i BW Energy. Dette er et ytterligere moment som taler for at BW Group og BW Offshore må anses for å ha etablert en felles kontroll.

Det må også vektlegges at begge selskap har en klar tilknytning til Sohmen-familien, ved at Andreas Sohmen-Pao er styreleder i selskapene. Gjennom Sohmen-Paos styreverv har Sohmen og BW Group innflytelse på den daglige forvaltningen av BW Offshore. Dermed er det også nærliggende å anta at BW Group har mulighet for innflytelse på BW Offshores bruk av stemmerett i saker på BW Energys generalforsamlinger.

Børsklagenemnden er enig i Oslo Børs' vurderinger og konklusjon. Det er dermed grunnlag for å konsolidere BW Group og BW Offshore, jf. verdipapirhandelloven § 6-5 første ledd.

8.4 Unntak fra tilbudsplikt

Ettersom direktiv 2004/25/EF (overtakelsesdirektivet) artikkel 5.1 ikke krever at det gis nasjonale regler om gjentatt tilbudsplikt eller etterfølgende erverv, gir artikkel 4.5 ingen føringer på børsens dispensasjonspraksis.

Dette er et minimumsdirektiv, jfr. artikkel 3.5, slik at Norge kan ha strengere regler som verdipapirhandelloven § 6-5. Tilbudspliktregler har imidlertid en generelt grenseoverskridende karakter, slik at EØS-avtalens artikkel 31 og 40 om etableringsrett og kapitalbevegelser og grunnrettigheten om rett til eiendom med mer, stiller krav om forholdsmessighet og likebehandling for nasjonale restriksjoner.

Etter Børsklagenemndens oppfatning er regelen i verdipapirhandelloven § 6-5 et saklig begrunnet og forholdsmessige inngrep som fremmer direktivets formål om å beskytte minoritetsaksjonærenes rettigheter.

Etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd kan tilbudsmyndigheten – der det har skjedd erverv fra noen som kjøper er konsolidert med etter § 6-5 – «i særlige tilfelle gjøre unntak fra tilbudsplikten».

At børsen gis skjønnsmessig adgang til å fravike regelen om tilbudsplikt, har som konsekvens at EØS-rettens krav til «legal certainty» ved inngrep i grunnrettighetene som nevnt, legger føringer på børsens dispensasjonspraksis, med krav til saklighet og forholdsmessighet for avslag, samt til likebehandling av erververe i samme situasjon.

Ved forholdsmessighetsbedømmelsen må det både ses hen til direktivets formål, og til de formål og skjønnsstemaer som fremgår av forarbeidene til den norske bestemmelsen, samt børsens praksis under bestemmelsen.

Unntaksbestemmelsen i § 6-2 tredje ledd viderefører i det vesentlige tidligere lov § 4-2 andre ledd, med en viss omredigering. Bestemmelsen i gjeldende lov ble foreslått i NOU 2005: 17 Om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper). I punkt 5.4 i utredningen uttaler utvalget følgende om bakgrunnen for og anvendelsen av unntaksregelen:

Utvalget viser til at tilbudspliktreglene ikke bør forhindre hensiktsmessig restrukturering av selskaper. På den annen side er utvalget bekymret for å lage unntaksregler som innebærer en uthuling av tilbudsplikten gjennom unntak som reelt åpner for kontrollskifte uten tilbudsplikt ved enkeltstående overdragelser eller overdragelser som ledd i en kjede av transaksjoner.

Når det gjelder overdragelser innenfor konsern, er utvalget av den oppfatning at tilbudsplikt normalt ikke bør inntre ved overføring av aksjer til et heleid datterselskap opprettet for dette formål. Det kan også tenkes tilfeller der det bør kunne gjøres unntak fra tilbudsplikt også ved andre overdragelser innen konsolidert gruppe etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 3 og § 1-4 nr. 4. Det er for det første et spørsmål om man i tråd med børsens uttalelse referert ovenfor bør kunne unnta overdragelser til heleid datterselskap hvis vesentlige virksomhet er en annen enn å eie de noterte aksjene, samt overføringer til datterselskaper kontrollert gjennom lavere eierandeler enn 100 prosent og mellom konsernselskap med slik tilknytning.

De hensyn som kan begrunne unntak fra tilbudsplikten ved overdragelser innen konsern, vil sjelden være like sterke ved overdragelser innen grupper som er konsolidert på grunnlag av forpliktende samarbeid. Mulighetene for at slike overdragelser utgjør omgørelser av tilbudsplikten er også sterkere. Utvalget antar derfor at unntak fra tilbudsplikten i slike tilfeller sjelden vil være aktuelt. Ovennevnte vedtak av børsstyret viser imidlertid at også interne overdragelser innen gruppe som er konsolidert på annet grunnlag enn etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 3 og § 1-4 nr. 4, i enkelte tilfeller bør kunne unntas fra tilbudsplikt.

Utvalget finner det hensiktsmessig at loven gir tilbudsmyndigheten en adgang til å gjøre unntak. På denne bakgrunn foreslås at tilbudsmyndigheten gis myndighet til å gjøre unntak fra tilbudsplikten ved overdragelser innen konsoliderte grupper. Det vises til forslag til verdipapirhandelloven § 4-2 nytt tredje ledd. Skjønnstemaet vil være om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner

som kan utgjøre et kontrollskifte. Tilbudsmyndigheten kan i tråd med alminnelige forvaltningsrettslige regler sette vilkår for slikt unntak, for eksempel om at tilbudsplikten utløses av en senere overdragelse av aksjene i det mellomliggende selskap eller annen senere transaksjon som gir dette karakter av kontrollskifte. Utvalget vil presisere at unntaksadgangen vil være snevrere ved konsolidering på bakgrunn av personlig nærstående eller forpliktende samarbeid enn ved overdragelser innen konsoliderte grupper etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 3 og § 1-4 nr. 4, fordi de hensyn som tilsier at det gjøres unntak i mindre grad vil være til stede når konsolidering skjer på bakgrunn av personlig nærstående eller forpliktende samarbeid.

Som man ser av siste avsnitt i det siterte, vil skjønnsstemaet være om «overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte». Dette er en naturlig konsekvens av at hensynene bak tilbudspliktreglene er å beskytte minoritetsaksjonærene, ved å gi disse mulighet til å selge sine aksjer når kontrollen i selskapet endres, og da til en pris som sikrer dem den kontrollpremien tilbyder har betalt, jf. for eksempel Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 373. Børsen skriver om dette i sine merknader til klagen:

På nåværende tidspunkt er kontrollen over BW Energy fordelt på den konsoliderte gruppen med BW Group og BW Offshore. Etersom aksjonærer utover BW Group har en eierandel på over 50 % i BW Offshore, har flere aksjonærer innflytelse gjennom den konsoliderte kontrollen. Denne innflytelsen fra de øvrige aksjonærene vil reduseres som følge av utdelingen av utbytte, og tilsvarende økes for BW Group alene. Oslo Børs vurderer situasjonen slik at ved en slik overføring av kontroll fra en enkeltaksjonær burde aksjonærene i BW Energy gis mulighet til å selge sine aksjer. En slik overføring innenfor en konsolidert gruppe vil, til tross for at det i Klagen beskrives som spekulativt, også kunne lede til et fremtidig kontrollskifte. Oslo Børs ser dermed ikke grunnlag for å gi unntak fra reglene om tilbudsplikt.

Etter Børsklagenemndens mening må det derfor konkluderes med at børsen har gjennomført en vurdering i tråd med forarbeidenes skjønnsstema, og at det bl.a. er denne vurderingen som begrunner avslaget (ved siden av ønsket om å begrense unntak til omorganiseringer mellom heleide konsernselskaper, jf. nedenfor).

I lys av at BW Group her vil kunne selge seg ned og unngå tilbudsplikt, mener Børsklagenemnden at avslaget heller ikke er et uforholdsmessig tiltak.

Det fremkommer også av sitatet fra forarbeidene inntatt ovenfor at tilbudspliktreglene ikke bør forhindre fornuftige restruktureringer av selskaper. Unntaksregelen vil særlig være relevant der aksjene overføres til et heleid datterselskap, eller for øvrig blant selskaper som har samme morselskap som eier alle aksjene i datterselskapene.

BW Group har gjort gjeldende at den konsoliderte kontrollen de har over BW Energy vil reduseres som følge av utdelingen av utbytte fra BW Offshore. Forutsatt at alle aksjene BW Offshore eier i BW Energy deles ut som utbytte, vil den konsoliderte eierandelen reduseres fra 63,54 prosent til 51,15 prosent. Det er ingen grunn til å tro at de øvrige aksjonærene vil få redusert innflytelse, tvert imot vil BW Energy få en mer spredt aksjonærstruktur.

Børsklagenemnden vil til dette påpeke at selv om den konsoliderte eierandelen reduseres etter hvert som det deles ut aksjer i utbytte, vil eierandelen i stadig større grad samles på en hånd, slik også børsen viser til i sitatet inntatt ovenfor. Børsklagenemnden vil også bemerke at med dagens aksjestruktur vil det – dersom BW Group skulle selge sine aksjer i BW Offshore – være to store, uavhengige, aksjonærer i BW Energy. Dersom et slikt salg av aksjer i BW Offshore skjer etter at aksjene i BW Energy er delt ut som utbytte, vil det ha skjedd et kontrollskifte uten at de øvrige aksjonærene i BW Energy har fått muligheten til å selge sine aksjer med en kontrollpremie. Børsklagenemnden har ingen indikasjoner på at et nedsalg i BW Offshore planlegges eller vil skje. Nemnden mener uansett at bare det at et unntak fra tilbudsplikt i denne saken kan legge til rette for en senere transaksjon – som vil innebære at de øvrige aksjonærer ikke sikres sine rettigheter etter tilbudspliktreglene ved et kontrollskifte – taler mot å gi et unntak fra tilbudspliktreglene i denne saken. Dette gjelder selv om klager kun ber om dispensasjon for transaksjoner som bringer BW Group over grensen på 40 prosent, og ikke grensen på 50 prosent, jf. verdipapirhandelloven § 6-6 første ledd.

Børsklagenemnden vil bemerke at i denne saken har det ikke spesiell betydning for vurderingene at Børsklagenemnden – og Oslo Børs – fant at BW Group ikke har bestemmende innflytelse over BW Offshore, men la til grunn at konsolideringen skjer fordi de har et forpliktende samarbeid. De grunner som taler mot å gi unntak fra tilbudsplikt – og som det er redegjort for ovenfor – påvirkes ikke i nevneverdig grad av om BW Group eier 49,9 prosent eller 50,1 prosent av BW Offshore.

Avslutningsvis vil Børsklagenemnden bemerke at slik børsens praksis med hensyn til å gi unntak fra tilbudsplikten har vært, er nemnden av den oppfatning at relevante krav til likebehandling er oppfylt.

Børsklagenemnden fatter etter dette slikt enstemmig

Vedtak

Oslo Børs' vedtak 26. juli 2023 – som opprettholder vedtaket av 14. juni 2023 – stadfestes.


Christian Lund


Knut Bergo


Jøril Mæland


Espen Klitzing


Cecilie Kvalheim

