

## BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 2/2010

Avgjørelse av 22. april 2010 av klage over Oslo Børs ASAs vedtak av 18. februar 2010, der søknad om unntak fra tilbudsplikt ved Newcos erverv av aksjer i Rieber & Søn ASA fra Bjarne Rieber, Fritz Rieber, Marianne Rieber og deres respektive holdingselskaper ble avslått.

### 1. Klagesaken og Børsklagenemndens sammensetning

Saken gjelder spørsmål om unntak fra tilbudsplikt ved overdragelse av aksjer innen en konsolidert gruppe, jf. verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd.

I brev av 8. februar 2010 fra advokat Tore Mydske i advokatfirmaet Thommessen ble det søkt Oslo Børs (børsen) om unntak fra tilbudsplikt ved Newcos erverv av aksjer i Rieber & Søn ASA (Rieber & Søn, selskapet) fra Bjarne Rieber, Fritz Rieber og Marianne Rieber og deres respektive holdingselskaper (klagerne).

I vedtak av 18. februar 2010 av slo børsen søknaden.

Børsens vedtak ble påklaget i brev av 1. mars 2010 fra klagerne v/advokat Tore Mydske. Det er redegjort nærmere for klagen nedenfor under punkt 6.

Oslo Børs har vurdert klagen, men har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble derfor ved brev av 26. mars 2010 oversendt Børsklagenemnden for behandling, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

I brev av 14. april 2010 har klagerne v/ advokat Tore Mydske kommet med noen kommentarer til børsens vedtak av 26. mars 2010.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte 22. april 2010. Ved behandlingen deltok Bjørg Ven, Filip Truyen, John Giverholt, Trygve Bergsåker og Jøril Mæland. Sistnevnte deltok per telefon.

### 2. Kort om selskapet og Rieber-familiens eierskap i selskapet

Fra børsens vedtak av 26. mars 2010 hitsettes følgende om selskapet og Rieber-familiens eierskap:

*”Rieber & Søn er et av Norges ledende næringsmiddelkonsern som blant annet står bak flere kjente matmerker som Toro. Selskapets historie begynte i 1839 med en eddiksforretning i Bergen. Hovedmarkedene er Norden og Øst-Europa, hvor konsernet har betydelige markedsposisjoner. Rieber & Søn har vært notert på Oslo Børs siden 1987.*

*I henhold til klager eier enkeltpersoner i familien Rieber og deres investeringsselskaper samlet 52,66 % av aksjene i Rieber & Søn. Rieber-familien som gruppe passerte 50 % eierskap i Rieber & Søn i oktober 2007, før gjeldende tilbudspliktregler trådte i kraft 1. januar 2008. Klager har informert at ingen enkelteier eller undergruppe i dag er over grensen på 50 %.*

*Den største aksjeposten i Rieber & Søn (44,37 %) eies i dag av det 100 % felles eide familieselskapet Atlantis Vest AS (”Atlantis Vest”).*

*Atlantis Vest eies av AS Rika (17,05 %), AS Kalfaret (27,65 %), AS Flu (27,65 %) og MTG Holding AS (27,65 %). AS Rika eies igjen 100 % av Bjarne Rieber (far), AS Kalfaret eies 100 % av Fritz Rieber (sønn), AS Flu eies 100 % av Ulf Johan Rieber (sønn) og AS MTG Holding eies 100 % av Marianne Rieber (datter).*

*De øvrige aksjepostene Rieber-familien har i Rieber & Søn, totalt 8,28 %, eies direkte av Marianne Rieber (2,075 %), Fritz Rieber (2,61 %) og Bjarne Rieber (0,33 %) og deres heleide investeringsselskaper, det vil si AS Flu (2,19 %), AS Kalfaret (0,61 %), AS Rika (0,42 %). I tillegg eier Rika Investment UK, et selskap eiet indirekte av Bjarne Rieber, 0,042 % av aksjene i Rieber & Søn."*

### **3. Sakens bakgrunn**

I brev av 8. februar 2010 søkte klagerne v/ advokat Tore Mydske Oslo Børs om unntak fra tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd i forbindelse med enkelte planlagte overføringer av aksjer i Rieber & Søn. I søknaden ble det opplyst at aksjonærene i Atlantis Vest AS har et "forpliktende samarbeid" som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 5, og at Atlantis Vest AS' aksjer i Rieber & Søn skal konsolideres med aksjer i Rieber og Søn som eies av Bjarne Rieber, Fritz Rieber, Ulf Johan Rieber, Marianne Rieber og deres respektive holdingselskaper, jf. verdipapirhandelloven § 2-5 nr. 4 og 5. I følge søknaden har det forpliktende samarbeidet mellom partene lange tradisjoner, og samarbeidet har sitt utspring i familierelasjonene og partenes felles eierskap i Atlantis Vest AS med tilhørende aksjonæravtaler.

Når det gjelder de planlagte transaksjonene, er det opplyst i søknaden at Ulf Johan Rieber ønsker å selge de av sine aksjer i Rieber og Søn som kontrolleres av hans investeringsselskap AS Flu, en aksjepost som utgjør 2,1914 prosent av aksjene i Rieber og Søn. Bjarne Rieber, Fritz Rieber og Marianne Rieber vurderer i følge søknaden å kjøpe disse aksjene til børskurs, under forutsetning av at ervervet ikke utløser tilbudsplikt. Børsen har i sitt vedtak av 18. februar 2010 redegjort slik for hvordan transaksjonene tenkes gjennomført:

*"Den første delen av transaksjonen er tenkt gjennomført ved at samtlige Rieber-aksjer eiet av Bjarne Rieber (inkludert aksjer eid av hans selskap AS Rika og Rika Investment (UK)) (0,79 %), Fritz Rieber (inkludert aksjer eid av hans selskap Kalfaret AS (3,22 %) og Marianne Rieber (2,08 %) overføres til et Newco ved et tingsinnskudd. Transaksjonen tenkes strukturert slik at Newco vil eies av Kalfaret AS, AS Rika, AS Rika Investment (UK) og MTG Holding AS (Marianne Riebers selskap). Det er i brevet forutsatt at tingsinnskuddet vil anses som et "erverv" av aksjer foretatt av Newco med oppgjør i aksjer slik at tilbudsplikt vil inntre i det Newco og Atlantis Vest passerer 50 % grensen, jf. vphl § 6-1 sjette ledd og § 6-6 første ledd. Det er denne tilbudsplikten det søkes om unntak fra.*

*Den andre delen av transaksjonen går slik børsen forstår det ut på at Flu-posten skal overføres til Newco. Det er lagt til grunn i brevet at denne transaksjonen isolert sett ikke vil utløse tilbudsplikt, siden Newco og Atlantis Vest forutsetningsvis allerede vil eie mer enn 50 % av aksjene i Rieber & Søn samt at transaksjonen ikke vil utløse tilbudsplikt etter reglene om etterfølgende erverv, jf. vphl § 6-6 første og andre ledd."*

Børsen avsto i vedtak 18. februar 2010 søknaden om unntak fra tilbudsplikt. Det er redegjort nærmere for børsens vedtak nedenfor under punkt 5.

Øvrige opplysninger om klagesaken fremgår ovenfor under punkt 1, og det vises til fremstillingen der.

#### 4. Rettslig grunnlag

Verdipapirhandelloven (lov 29. juni 2007 nr. 75) § 6-2 tredje ledd lyder:

*"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."*

#### 5. Børsens vedtak

##### 5.1 Vedtak av 18. februar 2010

I vedtak av 18. februar 2010 redegjør børsen først for sakens bakgrunn. Børsen går deretter over til å vurdere spørsmålet om det i saken bør gjøres unntak fra tilbudsplikten i henhold til verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd. I den forbindelse viser børsen til at hovedformålet med bestemmelsen har vært å kodifisere børsens tolkningspraksis etter den tidligere verdipapirhandelloven, som unntok fra tilbudsplikt overdragelser innenfor konsern mellom heleide selskaper, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 366-368. Begrunnelsen for børsens praksis er at slike overføringer ikke innebærer noe kontrollskifte, og at slike overføringer vanligvis ikke innebærer noen stor fare for omgåelse av tilbudsplikten. Børsen uttaler videre:

*"Når det gjelder adgangen til å unnta fra tilbudsplikten i henhold til § 6-2 tredje ledd ved konsolidering på bakgrunn av forpliktende samarbeid, er utgangspunktet at unntaket sjeldent vil være aktuelt: I forarbeidene er det lagt til grunn at hensynene som begrunner unntak fra tilbudsplikten ved overdragelser innen konsern sjelden vil være like sterke ved overdragelser innen grupper som er konsolidert på grunnlag av forpliktende samarbeid samt at mulighetene for at slike overdragelser utgjør omgåelser av tilbudsplikten er større, jf. NOU 2005:15, side 27 og 28..."*

*Når forarbeidene likevel viser til at dispensasjonshjemmelen vil kunne tenkes anvendt også ved interne overdragelser innen gruppe som er konsolidert på grunn av forpliktende samarbeid, vises det til børsens praksis etter tidligere lov. Børsstyret vedtok 4. november 1998 å ikke pålegge tilbudsplikt ved intern overdragelse innen en gruppe aksjeeiere med familietilknytning i et notert, familiedominert rederi med den begrunnelse at konsolideringssituasjonen var oppstått før tilbudspliktreglenes ikrafttreden, se NOU 2005:17 side 26 og 27. Saken gjaldt Høegh-familien som både ved børsnoteringen i 1987 og da tilbudspliktregelen ble innført i 1990 på konsolidert basis hadde kontroll over mer enn 50 %. Dette utgjør et klart ytterpunkt i børsens praksis, og ligger relativt langt tilbake i tid."*

Det fremgår videre av børsens vedtak at skjønnsstemaet ved vurderingen etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd, er om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Grunnlaget for konsolideringen er i følge vedtaket et sentralt moment i denne vurderingen.

Børsen uttaler at hensynet til at eiere skal kunne organisere sitt eierskap på en hensiktsmessig måte, må veies opp mot hensynet til tilbudspliktreglenes effektivitet. Etter børsens syn er det betydelig forskjell mellom en konsolidert gruppe under felles eierskap eller styring på den ene siden, og en samordning av individuelt styrt eierskap gjennom avtaler og nære familierelasjoner på den andre siden. Børsen viser blant annet til at familier ikke representerer en felles økonomisk interesse, og at ethvert familiemedlem står fritt til å avslutte samarbeidet.

At Rieber-familien har valgt å ha deler av sitt eierskap gjennom Atlantis Vest og deler utenfor, har i følge børsen en "reell eller potensiell betydning" for blant annet utøvelsen av eierskapet, og dette skiller saken vesentlig fra de situasjoner der det er gitt dispensasjon.

Etter børsens vurdering må det "noe mer til enn et langvarig samarbeid basert på familiære bånd, praksis og en felles forståelse av hvordan man skal opptre som aksjonær" for å gjøre unntak fra tilbudsplikten. Børsen redegjør deretter for Luxor-saken (Vedtak og uttalelser 2008 side 121 og 122) som et eksempel på en sak der børsen har lagt til grunn at det forelå noe mer enn et forpliktende samarbeid, og der det ble gjort unntak fra tilbudsplikt.

Børsen legger til grunn at overdragelsen av aksjer innen Rieber-familien i seg selv ikke utgjør et kontrollskifte. Det at det kommer en ny deltaker (Newco) inn i den tidligere konsoliderte gruppen, innebærer etter børsens syn imidlertid at overdragelsen potensielt kan være et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Børsen redegjør deretter for et eksempel på hvordan dette kan skje.

I vedtaket heter det videre:

*"Selv om børsen har stor forståelse for Rieber-familiens ønsker, vil en dispensasjon i et tilfelle som dette også gi vanskelige grenseoppganger for fremtidige saker. Børsen vil da konkret måtte vurdere etter søknad, om samarbeidskonstellasjoner er så varig og har slik styrke at det er grunn til dispensasjon. Det ville da bli innført en særlig kvalifisert form for konsolidering. Videre ville en dispensasjon savne støtte i det som hittil har vært en relativt klar praksis."*

Børsen uttaler at den har vurdert om dispensasjon kan gis mot at det stilles vilkår, men mener en slik løsning ville gi en uoversiktlig situasjon for markedet og overvåkingen av tilbudsplikten.

På denne bakgrunn avslår børsen søknaden om unntak fra tilbudsplikten.

## **5.2 Vedtak av 26. mars 2010**

I vedtak av 26. mars 2010 tilbakeviser børsen klagernes anførsler og fastholder sitt vedtak av 18. februar 2010.

Når det gjelder klagernes anførsel om at børsen feilaktig har lagt til grunn at transaksjonene potensielt kan utgjøre ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte, uttaler børsen blant annet:

*"Det faktum at Ulf J. Rieber ønsker å avslutte sitt direkte eierskap i Rieber & Søn viser nettopp at grunnlaget for konsolideringen ikke er så fast og uten muligheter for opphør som klager anfører. Rieber-familiens eierskapsstruktur i Rieber & Søn ser også ut til å ha endret seg fra det tidspunkt det ble fremsatt et pliktig tilbud i 2006 frem til slik den ser ut i dag. Dette illustrerer Oslo Børs' poeng om at det er en betydelig forskjell mellom en konsolidert gruppe under felles eierskap og eller styring, og en samordning av individuelt styrt eierskap gjennom familierelasjon..."*

I tilknytning til klagernes anførsel om at børsen ved sin vurdering etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd ikke kan se hen til at Newco og Atlantis Vest vil kunne erverve ytterligere aksjer i Rieber & Søn uten å utløse tilbudsplikt, viser børsen blant annet til NOU 2005:17 side

27, der det heter at *"Skjønnsstemaet vil være om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte."* Denne vurderingen må etter børsens syn også omfatte eventuelle etterfølgende erverv.

Når det gjelder klagerne anførsel om at børsen har gitt uttrykk for at den kan la være å utøve et konkret skjønn i de tilfeller konsolidering av en gruppe bygger på forpliktende samarbeid, avviser børsen dette. Børsen uttaler at den i sitt vedtak av 18. februar 2010 har utøvet skjønn, og kommet frem til at saken ikke utgjør et særlig tilfelle der det kan gjøres unntak fra tilbudsplikten.

## **6. Klagen i hovedtrekk**

Klagerne mener børsens vedtak er ugyldig som følge av gal rettsanvendelse. I tillegg er klagerne uenige i børsens skjønnsutøvelse, og ber om at Børsklagenemnden omgjør denne. Klagerne ber om at Børsklagenemnden treffer vedtak om unntak fra tilbudsplikt ved Newcos erverv av aksjer i Rieber & Søn fra Bjarne Rieber, Fritz Rieber og Marianne Rieber, inkludert deres respektive holdingselskaper.

### **6.1 Tidligere praksis har begrenset relevans**

Klagerne anfører at børsen synes å legge for stor vekt på sin tidligere praksis knyttet til verdipapirhandelloven av 1997. Loven ble endret på viktige punkter ved ikrafttredelse av tilbudspliktreglene i gjeldende verdipapirhandellov, og praksis etter den tidligere verdipapirhandelloven har begrenset relevans. Etter ordlyden i verdipapirhandelloven 1997 § 4-2 utløste ethvert erverv innen en konsolidert gruppe tilbudsplikt, men på bakgrunn av uttalelser i NOU 1996: 2 side 118, ble bestemmelsen tolket innskrenkende ved overdragelser innenfor konsern mellom heleide selskaper. Gjeldende verdipapirhandellov § 6-2 tredje ledd inneholder, i motsetning til verdipapirhandelloven 1997, en eksplisitt og generell dispensasjonshjemmel ved erverv fra personer innen samme konsoliderte gruppe. Hjemmelen gjelder uavhengig av hvilket grunnlag konsolideringen hviler på. Når børsen feilaktig trekker en ubrutt linje fra børsens tidligere praksis til verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd, legger den til grunn et for strengt skjønnstema.

### **6.2 Det foreligger ikke et aktuelt eller potensielt kontrollskifte**

Børsen legger feilaktig til grunn at de aktuelle transaksjoner legger til rette for et potensielt kontrollskifte i Rieber & Søn som følge av svakt konsolideringsgrunnlag innen gruppen. Det reelle konsolideringsgrunnlaget for familien Rieber er sterkt, og faren for omgåelser og oppløsning av gruppen er liten.

Klagerne viser til NOU 2005:17 side 27, der det fremgår at skjønnstemaet er om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Omgåelsesfaren knyttet til det reelle grunnlaget for konsolideringen inngår som en av flere relevante faktorer i vurderingen.

Oslo Børs synes å bygge på at et "forpliktende samarbeid" er av en mer flyktig karakter enn et konsernforhold, og at det foreligger omgåelsesfare. Hvorvidt dette er tilfelle, må imidlertid avgjøres ut fra en konkret vurdering.

Klagerne viser til at børsen i vedtaket uttaler at det er en betydelig forskjell mellom et konsern og en familie, siden de enkelte familiemedlemmene ikke har en felles økonomisk interesse, og at ethvert familiemedlem *"står fritt til å avslutte samarbeidet og velge alternative strategier"*. Til dette anfører klagerne at det ikke er noen realistisk mulighet for at noen av

familiemedlemmene avslutter det forpliktende samarbeidet som danner grunnlaget for konsolideringen så lenge de er eiere av aksjer i Rieber & Søn. Klagerne påpeker i den forbindelse blant annet at familien har vært den dominerende eier i selskapet i over 170 år. Videre viser klagerne til at familiemedlemmene har ”sterkt sammenfallende økonomiske interesser gjennom eierskapet i Atlantis Vest, øvrige direkte og indirekte eierskap til aksjer i Rieber & Søn, annet felleseie og en forpliktende, lang, uavbrutt og sammensveisende historisk familietradisjon å forholde seg til. Familiens samhörighet er tuftet på aksjonæravtaler, forkjøpsretter, spesielle vedtekter osv. De faktiske og rettslige omstendigheter kan ikke bringes til opphør uten enighet i familien.”

Det er etter klagerens syn ikke grunnlag for å hevde at transaksjonene knyttet til Newco og Flu-posten kan legges til rette for omgåelse ved at den konsoliderte gruppen løses opp senere uten å utløse tilbudsplikt. Rieber-familien er formentlig mye mer langsiktig og fast konsolidert som gruppe enn det man normalt vil finne i konsernforhold.

### **6.3 Plikt til å skjønne**

I vedtaket synes børsen å legge til grunn at den kan la være å utøve et konkret skjønn i de tilfeller der konsolidering av en gruppe bygger på forpliktende samarbeid. Både lovens ordlyd og forarbeider, jf. NOU 2005:17 side 27, forutsetter imidlertid at det må utøves et konkret skjønn.

### **6.4 Fravær av relevante alternative løsninger**

Børsen synes å ha lagt vekt på at Rieber-familien kan unngå tilbudsplikt ved å selge aksjer ut av gruppen. Dette er etter klagerens syn et utenforliggende hensyn ved vurderingen av dispensasjonssøknaden. I klagen heter det videre:

*”Enhver problemstilling knyttet til tilbudsplikt kan i og for seg løses ved at man pålegger plikt til nedsalg, men spørsmål om hvem man ønsker å selge til er forhold eierne av aksjene er nærmest til å vurdere. Reglene om erverv innen en konsolidert gruppe skal balansere hensynet til omgåelsesrisiko på den ene side, og hensynet til at aksjonærene ”bør kunne organisere sin virksomhet på en hensiktsmessig måte uten at tilbudsplikt inntreffer” på den annen side, jf. NOU 2005:17, s. 26. Etter vår vurdering tilsier nettopp en konkret, rimelig balansegang av disse hensyn i vår sak at dispensasjon gis.”*

Fravær av aktuelle alternativer til intern overdragelse uten å utløse tilbudsplikt, er etter klagerens vurdering et argument for at dispensasjon bør gis.

### **6.5 Etterfølgende erverv**

I søknaden av 8. februar gjorde klagerne nærmere rede for hvordan de tolker reglene om gjentatt tilbudsplikt og etterfølgende erverv for det tilfellet at Newco får dispensasjon fra tilbudspliktreglene. Børsen kommenterer ikke klagerens lovtolkning spesielt, men synes å være enig i klagerens konklusjon, idet det uttrykkes bekymring for at Newco og Atlantis Vest vil kunne erverve ytterligere aksjer i Rieber & Søn uten å utløse tilbudsplikt, dersom det gis dispensasjon etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd. Dette er imidlertid en problemstilling som må vurderes separat fra spørsmålet om det skal gis dispensasjon i foreliggende sak.

### **6.6 Merknader fremsatt i brev av 14. april 2010**

Klagerne har i brev av 14. april 2010 fremsatt merknader til børsens vedtak av 26. mars 2010. Merknadene knytter seg til forståelsen av hva som ligger i om overdragelsen innebærer et "potensielt kontrollskifte", jf. NOU 2005:17 side 23.

#### **6.6.1 "Styrken" i konsolideringsgrunnlaget**

Streng praksis etter verdipapirhandelloven av 1997 skyldtes at børsen tidligere ikke hadde hjemmel til å gi dispensasjon. Tidligere praksis har derfor begrenset relevans.

Klagerne er uenige med børsen i at det foreligger en konkret risiko for et potensielt kontrollskifte som følge av "svakt" konsolideringsgrunnlag. Familien er en gruppe, den opptrer som en gruppe og den oppfattes som en gruppe.

Børsen anfører i sitt vedtak av 26. mars 2010 at Ulf J. Riebers ønske om "å avslutte sitt direkte eierskap i Rieber & Søn viser at grunnlaget for konsolideringen ikke er så fast og uten muligheter som klager anfører". Til dette uttaler klagerne blant annet:

*"Foreliggende sak viser nettopp styrken i konsolideringsgrunnlaget, ved at Flu-posten ikke søkes solgt utenfor gruppen. I en svakere konsolidert gruppe ville trolig posten blitt solgt utenfor gruppen for lenge siden. Det forhold at enkelte medlemmer i den konsoliderte gruppen ønsker å selge aksjer, sier imidlertid lite om styrken i konsolideringsgrunnlaget, og slike endringer kan uansett vanskelig sies å være unikt for grupper som konsolideres på grunnlag av "forpliktende samarbeid".*

Vedrørende børsens uttalelse om at ethvert familiemedlem "står fritt til å avslutte samarbeidet eller inngå andre samarbeidskonstellasjoner", og at dette skiller samarbeidet fra konserntilfellene, anfører klagerne blant annet:

*"Så lenge de enkelte familiemedlemmer er aksjonærer i selskapet, er det ikke tvil om at de vil opptre som, og bli ansett som, en gruppe, og de kan ikke ensidig fjerne grunnlaget for konsolideringen. Det sentrale forholdet er at aksjonærene er tilstrekkelig tett bundet sammen så lenge de er aksjonærer, og ikke om aksjonærgruppen over tid er konstant. Forholdene børsen peker på er således ikke relevant ved vurdering av om transaksjonen utgjør en fare for et "potensielt kontrollskifte."*

#### **6.6.2 Forholdet til reglene om etterfølgende erverv**

Børsen mener at det må tas hensyn til muligheten for etterfølgende erverv ved vurderingen etter verdipapirhandelloven § 6-2 tredje ledd, siden slike etterfølgende erverv i følge børsen "vil innebære en uthuling" av tilbudsplikten. Til dette uttaler klagerne blant annet:

*"Ovenfor var problemstillingen om konsolideringsgrunnlaget i gruppen er såpass sterkt at man bør tillate interne overdragelser innen gruppen. Dersom det foreligger et sterkt konsolideringsgrunnlag som ikke enkelt kan bringes til opphør, vil ikke den interne overdragelsen innebære et aktuelt eller potensielt kontrollskifte ved at gruppen senere oppløses."*

Dette spørsmålet må holdes adskilt fra hvilken adgang den konsoliderte gruppen vil ha til å foreta ytterligere erverv etter at det er gitt en eventuell dispensasjon. Børsen har i sin praksis (jf. DOF Subsea-saken, Vedtak og uttalelser 2008 side 123) lagt til grunn at medlemmer i en konsolidert gruppe kan foreta ytterligere erverv uten å utløse tilbudsplikt, dersom en

tilbudsplichtgrense er passert som følge av et internt erverv det er gitt dispensasjon til. Klagerne er enige i børsens vurdering i DOF Subsea-saken. I brevet heter det videre:

*”Det kan således spørres om det noensinne vil være aktuelt å gi dispensasjon for interne erverv i en konsolidert gruppe dersom børsens tolkning av dispensasjonshjemmelen i vphl. § 6-2 tredje ledd legges til grunn. Ved ethvert slikt internt erverv vil det være tillatt å foreta ytterligere erverv for medlemmer i den konsoliderte gruppen uten at det utløses tilbudsplicht. Dette gjelder uavhengig av om konsolideringsgrunnlaget i gruppen hviler på forpliktende samarbeid eller konserntilknytning. Konsekvensen av børsens tolkning vil således være at enhver dispensasjonssøknad om interne erverv må avslås. Dette viser med tydelighet at børsen tar feil når den vektlegger reglene om etterfølgende erverv ved vurderingen av om det skal gis dispensasjon etter vphl. § 6-2 tredje ledd.”*

## **7. Børsklagenemndens vurdering**

### **7.1. Dispensasjonsspørsmålet**

Børsens tidligere praksis på området har basert seg på en innskrenkende fortolkning av ordlyden i § 4-2 i verdipapirhandeloven av 1997, støttet av lovens forarbeider. Ved ny verdipapirhandellov av 2007 ble det lovfestet en dispensasjonsadgang for børsen i § 6-2 tredje ledd. Utvalget uttaler om dette i NOU 2005:17 på side 75:

*”Etter utvalgets syn er det mer hensiktsmessig om tilbudsmyndigheten gis en hjemmel til å gjøre unntak fra hovedregelen [...] snarere enn å videreføre en rettsstilstand hvor en relativt klar lovtekst tolkes innskrenkende”.*

Dispensasjonsmuligheten gjelder etter forarbeidene også innen grupper som er konsolidert på grunnlag av forpliktende samarbeid etter § 6-5 jf. § 2-5 nr. 5. Lovutvalget gir uttrykk for at dispensasjonsadgangen skal utøves restriktivt når det gjelder overdragelser innen grupper som er konsolidert på grunnlag av forpliktende samarbeide, fordi de hensyn som tilsier at det gjøres unntak, da i mindre grad vil være til stede. Utvalget er i den forbindelse bekymret for å lage unntaksregler som uthuler tilbudsplicht gjennom unntak som reelt åpner for kontrollskifte uten tilbudsplicht ved enkeltstående overdragelser eller overdragelser som ledd i en kjede av transaksjoner.

Det åpnes likevel for at overdragelser innen slike grupper i enkelte tilfeller også bør kunne unntas fra tilbudsplicht. Dispensasjonsadgangen gjelder etter sin ordlyd generelt innen konsoliderte grupper og kan brukes *”i særlige tilfeller”*. Skjønnstemaet er i NOU 2005:17 side 27 beskrevet slik:

*”om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte”.*

Så vidt Børsklagenemnden har brakt på det rene, er det første gang dette spørsmålet er oppe til avgjørelse etter lovendringen. Tidligere praksis har interesse som bakgrunn for iverksettelsen av den lovhjemlede dispensasjonsadgangen, men det er anvendelsen av den nye lovregelen og utøvelsen av det skjønne forarbeidene gir anvisning på, som vil være avgjørende. Børsklagenemnden har full prøvningsadgang når det gjelder skjønnsutøvelsen.



Det er opplyst at alle overdragelser vil skje til børskurs.

Det er på det rene at ervervet i dette tilfellet ikke innebærer noe kontrollskifte, noe børsen også legger til grunn. Den konsoliderte familiegruppe vil etter etableringen av Newco, med tingsinnskudd i form av aksjer, eie nøyaktig samme antall aksjer i Rieber & Søn som tidligere. Det vil også være tilfelle etter at AS Flu har solgt sine 2,19 % aksjer til Newco. Familien Riebers totale aksjeholdning i Rieber & Søn på 52,66 % vil deretter eies av Atlantis Vest med 44,37 % og Newco med 8,28 %. Forholdet i dag er at aksjene eies dels personlig, dels av enkelte familiemedlemmers heleide holdingselskaper og dels av Atlantis Vest som er eid av Bjarne Rieber og hans tre barn gjennom deres respektive heleide holdingselskaper. I tillegg til Atlantis Vest vil det etter transaksjonen bare være Newco som eier familiens aksjer, og i Newco vil det bare være tre aksjonærer i motsetning til Atlantis Vests fire, i og med at Ulf Johan Riebers selskap AS Flu selger sine direkte eide aksjer til Newco og dermed ikke inngår som eier i sistnevnte selskap.

De påtenkte transaksjoner gjøres for å forenkle eierskapet. Det må sies å ha vært en hovedhensikt med dispensasjonsadgangen at tilbudspliktsreglene ikke bør forhindre hensiktsmessig restrukturering av selskaper, jf. NOU 2005:17 side 27. Dette må avveies mot at reglene om tilbudsplikt skal være effektive.

Børsklagenemnden har forståelse for at familien ønsker å strukturere sitt eierskap i Rieber & Søn annerledes, noe som vil være en vesentlig premiss i Børsklagenemndens skjønnsutøvelse. Dette må vurderes opp mot klare og praktikable regler når det gjelder dispensasjonsadgangen. Det er også et utgangspunkt for vurderingen at adgangen til å dispensere skal være snever.

Børsen påpeker at det potensielt kan være et ledd i en kjede som kan medføre et kontrollskifte, når Newco kommer inn som en ny deltaker i den tidligere konsoliderte gruppen. Børsklagenemnden kan ikke se at etableringen av Newco i den konkrete sak gir noen slik indikasjon.

Børsklagenemnden legger imidlertid vesentlig vekt på følgende forhold: Konsolidering i seg selv utløser ikke tilbudsplikt. Dette åpner for at en konsolidert gruppe vil kunne etableres med eierskap over de lovbestemte grenser uten at det utløser tilbudsplikt. Dette vil igjen kunne gjøre det mulig for deltakere i den konsoliderte gruppen å foreta videre oppkjøp dersom det gis dispensasjon til omorganisering. Etablering av Newco vil åpne for at den konsoliderte gruppen vil kunne kjøpe seg opp med inntil 83,33 prosent i selskapet, herunder passere 2/3 eierskap, uten å utløse tilbudsplikt. Ved å gi dispensasjon muliggjør man altså videre oppkjøp i denne gruppen langt utover hva de vil ha anledning til innenfor nåværende struktur.

Omorganiseringer av denne type må kunne tillates innenfor heleide konserner og lignende avtalebaserte strukturer hvor det er en "konsernspiss", en forvalter eller lignende, jf. Luxor-saken (Vedtak og uttalelser 2008 side 114, 121 og 122 og 2009 side 107). Som hovedregel bør ikke andre former for konsolidering basert på forpliktende samarbeid åpne for at det gis dispensasjon ved omorganisering av eierskapet.

I den forliggende sak har familien lang tradisjon for samarbeid. Dertil kommer at en vesentlig del av familiens eierskap er organisert gjennom Atlantis Vest, og at man i dette selskapet har en formalisert eierskapsutøvelse med aksjonæravtaler. Det er ikke opplyst om det i Newco vil foreligge slike aksjonæravtaler. Dette er imidlertid ikke avgjørende for Børsklagenemndens vurdering. Et eierskap fundert på familierelasjoner er ikke det samme som et konsern eller en

konsernlignende struktur. Børsklagenemnden mener at selv svært langvarige familietradisjoner, verken i seg selv, eller sammen med avtaler, gir tilstrekkelig grunnlag for å fravike hovedregelen om en streng dispensasjonsadgang.

Dette forhold sammen med den videre oppkjøpsmulighet i selskapet som en dispensasjon ville åpne for, gjør at Børsklagenemnden er enig med Oslo Børs i at det ikke bør gis dispensasjon i den foreliggende sak. Børsklagenemnden ser det ikke som hensiktsmessig å gi dispensasjon mot at det stilles vilkår. Dette har heller ikke vært tatt opp av klager, selv om børsen har vurdert og forkastet muligheten.

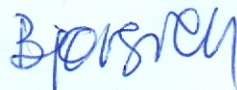
## **7.2. Etterfølgende erverv**

Selv om det i dette tilfellet ikke gis dispensasjon, vil Børsklagenemnden gi uttrykk for at den er enig i klagers forståelse av verdipapirhandelloven § 6-6 annet ledd, og at denne bestemmelse ikke kommer til anvendelse i en situasjon hvor et dispensasjonsvedtak fra Oslo børs er årsaken til at tidligere erverv ikke har utløst tilbudsplikt. Dette er også i tråd med det standpunkt børsen selv har inntatt i uttalelse av 8. juli 2008 vedrørende DOF, gjengitt i Vedtak og uttalelser 2008 side 124. Her heter det at tilbudsplikt etter verdipapirhandellovens § 6-6 annet ledd må tolkes innskrenkende slik at den ikke gjelder hvor passering av tilbudspliktgrensen er unntatt fra tilbudsplikt i vedtak etter § 6-2 tredje ledd.

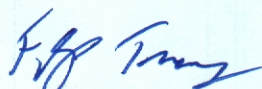
Børsklagenemnden traff deretter slikt enstemmig

**vedtak:**

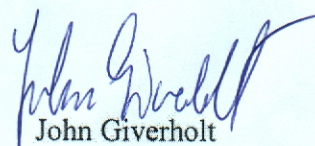
Oslo Børs' vedtak av 18. februar 2010 opprettholdes.



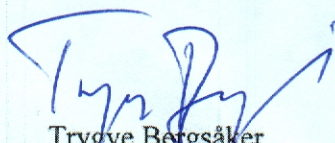
Bjørg Ven



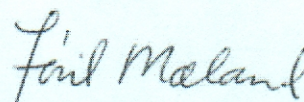
Filip Truyen



John Giverholt



Trygve Bergsåker



Jøril Mæland