

Tidships AS

Ved e-post: Arntzen de Besche Advokatfirma AS v/ Marianne Sahl Sveen - mss@adeb.no

Kontrari AS og Kontrazi AS

Ved e-post: Wikborg Rein Advokatfirma AS v/ Erik Leganger - ele@wr.no

Dato: 28. september 2018

## **Belships ASA – Vedr. vurdering av tilbudsplikt**

### **1. Innledning**

Det vises til brev av 8. august 2018 fra Arntzen de Besche Advokatfirma AS ("Arntzen de Besche") på vegne av Tidships AS ("Tidships") og etterfølgende korrespondanse med Arntzen de Besche og med Wikborg Rein Advokatfirma AS ("Wikborg Rein") på vegne av Kontrari AS og Kontrazi AS (heretter "Kontrari"). Saken gjelder anmodning om fornyet vurdering av tilbudsplikt i forbindelse med Kontraris kjøp av aksjer i Belships ASA ("Belships" eller "Selskapet") fra Sonata AS ("Sonata") og etterfølgende fusjoner mellom datterselskaper av Kontrari og datterselskaper av Belships (heretter for enkelhets skyld omtalt som fusjonen og ikke fusjoner). Det vises også til opprinnelig brev fra Wikborg Rein av 19. juni 2018 med anmodning om forhåndsuttalelse vedrørende tilbudsplikt og tilhørende tilbakemelding fra Oslo Børs ASA ("Oslo Børs") av 29. juni 2018.

For ordens skyld opplyses at Oslo Børs mottok en lignende anmodning fra Advokatfirmaet Thommessen AS ("Thommessen") 19. juni 2018 uten navngitte parter. Her ble det også gitt en forhåndsuttalelse fra Oslo Børs med tilsvarende vurdering og konklusjon. Thommessen har også opptrådt på vegne av Belships i tilknytning til denne saken.

Oslo Børs vurderte i nevnte tilbakemelding 29. juni 2018 at den forelagte transaksjonen ikke faller inn under "særlige tilfeller" i verdipapirhandelloven ("vphl.") § 6-2 (2) hvor tilbudsmyndigheten kan pålegge tilbudsplikt. Det ble lagt til grunn at fusjonen ville bli gjennomført i tråd med aksje- og allmennaksjelovens alminnelige regler om fusjon med forutsetning om godkjenning av generalforsamlingen i de deltakende selskapene og at aksjeeierne ville motta relevant og tilstrekkelig informasjon om den foreslåtte fusjonen gjennom dokumentasjon og prosedyrer for fusjon.

I brevet av 8. august 2018 fra Tidships er Oslo Børs anmodet om å gjøre en ny vurdering av spørsmålet om tilbudsplikt vil inntre ved gjennomføring av aksjekjøpet og fusjonen. Mer konkret anmodes det om å vurdere hvorvidt vilkårene for at tilbudsmyndigheten kan pålegge tilbudsplikt som følge av at "særlige tilfelle" er oppfylt, jf. vphl. § 6-2 (2). Det anmodes om at Oslo Børs på bakgrunn av de "særlige tilfelle" som gjelder for denne saken foretar en ny vurdering av spørsmålet.

For ordens skyld opplyses også at Oslo Børs har mottatt enkelte tilbakemeldinger fra minoritetsaksjeeiere i Belships som deler Tidships syn. I den sammenheng nevnes at saken om vurdering av tilbudsplikt er omtalt i blant annet Finansavisen.

For fullstendighetens skyld opplyses at Oslo Børs i brev 16. august 2018 fra Arntzen de Besche på vegne av Tidships også har mottatt en anmodning om å foreta en vurdering hvorvidt styret i Belships i prosessen frem til transaksjonen ble børsmeldt 6. juli 2018 har opptrådt i samsvar med likebehandlingsplikten i vphl. § 5-14 og børsens løpende forpliktelser punkt 2.1. Ettersom spørsmålet ikke omhandler en eventuell tilbudsplikt i Belships for Kontrari, men Belships' likebehandling av aksjeeierne i Selskapet, vil det ikke bli behandlet i dette brevet.

## **2. Faktiske forhold**

Oslo Børs har basert sin vurdering på følgende faktiske forhold:

I forbindelse med Belships' fremleggelse av resultatet for Q1 2018 den 24. april 2018 informerte Sonata (Sverre J. Tidemand), Belships største aksjeeier med 67,05 % og styreleder i Belships, at han vurderer sitt langsiktige eierskap i Selskapet. Selskapet opplyste at de i samråd med Sonata hadde utpekt ABG Sundal Collier som sin finansielle rådgiver for å evaluere strategiske alternativer.

AS Consensio, et heleid datterselskap av Tidships (som eier 10,58 % av aksjene i Belships), annonserte 13. juni 2018 fremsettelse av et frivillig tilbud på alle utestående aksjer i Belships med tilbudspris NOK 5,50. Tilbudet ble fremsatt 28. juni 2018. 6. juli 2018 kunngjorde styret i Belships at det ikke anbefalte budet og at styret hadde blitt informert om at Sonata ikke ville akseptere tilbudet. Tilbudet ble ikke gjennomført.

Ved børsmelding 6. juli 2018 opplyste Belships at styret har vurdert forskjellige strategiske alternativer sammen med sin finansielle rådgiver ABG SundalCollier, og den planlagte transaksjonen ble presentert slik:

- Sonata har akseptert tilbud fra Kontrari med planlagt salg av 14 285 714 (30,2 %) aksjer i Belships fra Sonata til Kontrari og etterfølgende fusjoner mellom Kontraris datterselskap og Belships' datterselskap med vederlag i Belships aksjer.

- Sonata og Kontrari har inngått en prosessavtale som regulerer de nødvendige steg for å gjennomføre transaksjonen.
- Styret i Belships mener transaksjonen er i beste interesse for alle aksjeeiere i Belships og for Selskapet, og styret vil støtte transaksjonen.
- Kontrari eier selskaper som direkte og indirekte 80 % av aksjene i Lighthouse. Shipholding AS som eier fem ultramax tørrbulk skip og 82,5 % av aksjene i Lighthouse Shipholding II AS som eier fire supramax tørrbulk skip, samt 50,01 % av supramax operatør Lighthouse Navigation Pte. Ltd.
- Etter transaksjonen vil kombinert enhet bestå av 16 skip og umiddelbart forhøye fleksibiliteten og skape muligheter for å utvide frakt kontraktporteføljen, og inntjeningspotensialet og likviditeten i aksjene er forventet å øke betydelig.
- Transaksjonen vil bestå av to steg:
  1. Kontraris kjøp av 14 285 714 Belships aksjer (tilsvarende 30,2 %) fra Sonata for NOK 7 per aksje, totalt NOK 100 millioner, og
  2. Fusjoner mellom eierselskaper av Lighthouse Shipholding AS, Lighthouse Shipholding II AS og Lighthouse Navigation Pte. Ltd og heleide datterselskaper av Belships mot vederlag i nytstedte Belships aksjer.
- Transaksjonen er betinget av flere forhold, blant annet av nødvendige regulatoriske og tredjeparts godkjenninger, godkjenning av Selskapets generalforsamling, tilfredsstillende due diligence og at partene inngår endelige transaksjonsavtaler.
- Etter gjennomføring av transaksjonen vil antallet aksjer i Belships øke fra 47 352 000 aksjer til 175 951 497 aksjer der Kontrari AS og Kontrazi AS på konsolidert basis vil inneha 68,86 % og Sonata 9,92 %.
- Transaksjonen forventes slutført i Q4 2018.

Kontrari AS og Kontrazi AS anses konsolidert, ettersom selskapene har samme eier, ledelse, styre og forretningssted og det foreligger et forpliktende samarbeid selskapene i mellom, jf. vphl. §§ 6-5, jf. 2-5.

Siden Oslo Børs ga forhåndsuttalelsen 29. juni 2018 har det tilkommet enkelte supplerende opplysninger i forbindelse med inngåelse av prosessavtalen mellom Kontrari og Sonata av 6. juli 2018, herunder antall aksjer i Belships som kjøpes av Kontrari til pris NOK 7, og økning av antall aksjer i Belships fra 47 352 000 aksjer til 175 951 497 aksjer etter gjennomføring av fusjonen der Kontrari AS og Kontrazi AS på konsolidert basis vil inneha 68,86 % og Sonata 9,92 %. I tillegg har børsen fått tilgang på foreløpige verdivurderinger som legges til grunn i fusjonen.

### **3. Lovbestemmelser**

Vphl. § 6-1 (1), 1. pkt.:

*“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 (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.”*

Vphl. § 6-2 (1) og (2):

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

*1. arv eller gave,*

*2. vederlag ved skifte eller*

*3. vederlag ved fisjon eller fusjon av aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.*

*(2) Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller pålegge tilbudsplikt ved erverv som nevnt i første ledd.”*

#### **4. Anførsler**

##### **4.1 Tidships' anførsler**

Tidships hevder at det foreligger “særlige tilfelle” ved fusjonen som innebærer at børsen skal pålegge tilbudsplikt.

Til støtte for dette anfører Tidships følgende:

Etter Tidships' syn er det grunn til å reise spørsmål om transaksjonen er strukturert med det formål å oppnå et kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt til øvrige aksjeeiere på NOK 7 per aksje.

Tidships påpeker at det kan synes som om børsen ikke har hatt tilgang til verdivurderingene i transaksjonen ved forhåndsuttalelsen vedrørende tilbudsplikt i Belships som børsen ga Kontrari 29. juni 2018, slik at spørsmålet om tilbudsplikt således har vært vurdert på prinsipielt grunnlag. Forhåndsuttalelsen må slik Tidships ser det forstås i lys av at børsen kun var gitt tilgang til begrenset del av faktum, som ikke inneholdt sentrale opplysninger som blant annet pris og andre kommersielle vilkår.

Det påpekes videre at dersom en legger til grunn en markedspris på NOK 7 innebærer dette at verdien av de innfusjonerende selskapene vil utgjøre i overkant av NOK 900 millioner, tilsvarende 3,5 ganger markedsverdien av Belships. Unntak fra tilbudsplikt hviler på en forutsetning om at fusjonen er riktig priset.

Tidships anfører at det i dette tilfellet foreligger en kontrollpremie som ikke kommer øvrige aksjeeiere til gode, ved at Belships utsteder inntil 128 599 497 nye aksjer som vederlagsaksjer, samtidig som Sonata mottar NOK 7 per aksje. Etter Tidships vurdering innebærer dette en premie på 32 % regnet opp mot sluttkurs før annonsering (NOK 5,46). Grunnhensynet bak tilbudspliktreglene er å sikre at alle aksjeeierne i et selskap får sin andel av en eventuell kontrollpremie.

Aksjesalget og fusjonen fremtrer som gjensidig betingede transaksjoner der aksjesalget ikke vil bli gjennomført med mindre fusjonen godkjennes og omvendt. Tidships mener derfor at de to transaksjonene må sees samlet når det skal vurderes om foreligger "særlige tilfelle" som medfører at tilbudsmyndighet kan pålegge tilbudsplikt. Kontrollskiftet utgjør etter Tidships' syn det sentrale elementet ved vurderingen av om det foreligger "særlige tilfelle". Ved å strukturere kontrollskiftet dels som et aksjekjøp og dels som en fusjon, har en søkt å omgå tilbudsplikten samtidig som man oppnår det tilsiktede kontrollskiftet. Kontrari har gjennom prosessavtalen sikret seg at aksjekjøpet ikke vil finne sted uten at også fusjonen gjennomføres, og slik sett har Kontrari sikret seg at Sonata vil stemme gjennom fusjonen. At prosessavtalen ikke er inngått med Belships men Sonata alene, samt at aksjesalget og fusjonen omtales samlet som transaksjonen taler for at kontrollskiftet er det sentrale og ikke fusjonen i seg selv. Det påpekes av Tidships at kjøperen ved gjennomført transaksjon på utvannet basis vil ende opp på samme kontrollnivå som selgeren av aksjene (før transaksjonen). Det er også en forutsetning etter prosessavtalen at transaksjonen ikke utløser tilbudsplikt overfor øvrige aksjeeiere i Belships, og etter Tidships syn illustrer det at unngåelse av tilbudsplikt har vært et sentralt tema mellom partene i struktureringen av kontrollskiftet. Der resultatet er et kontrollskifte og allerede ved aksjekjøpet betales for verdier som først vil kunne inntre etter fusjonen, kan avtalte rekkefølge uansett ikke få avgjørende betydning. Slike tilfeller må etter Tidships syn ligge i kjernen av de tilfeller "særlig tilfelle" bør ramme. Det påpekes at dersom aksjekjøpet hadde funnet sted etter gjennomføring av fusjonen ville tilbudsplikt ha inntruffet der høyeste av fusjonsvederlaget og vederlaget i aksjekjøpet ville blitt tilbudspris.

Tidships mener de spesielle omstendighetene i saken utgjør "særlige tilfelle" slik at tilbudsplikt bør pålegges for vern av minoritetsaksjeeierne, og at de hensyn som unntar erverv ved fusjon fra tilbudsplikten etter Tidships syn ikke er tilstede i dette konkrete tilfellet. En særlig omstendighet er at etterfølgende generalforsamlingsbeslutning vedrørende fusjonen ikke innebærer noen reell beskyttelse for minoriteten. Informasjon om fusjonen og verdsettelsesprinsipper vil ikke innebære noen ytterligere beskyttelse for minoritetsaksjeeierne all den tid selgende aksjeeier (67,05 %) alene kan stemme gjennom fusjonen i generalforsamlingen. Det er ikke indikert fra Selskapets eller Sonatas side at Sonata vil avstå fra å stemme i den ekstraordinære generalforsamlingen som skal behandle fusjonen. Minoritetsaksjeeierne er kun beskyttet av forbudet mot myndighetsmisbruk i allmennaksjeloven og verdipapirhandellovens forbud mot usaklig forskjellsbehandling.

#### **4.2 Kontraris anførsler**

Kontrari hevder at det ikke foreligger "særlige tilfelle" ved fusjonen som innebærer at børsen ikke skal pålegge tilbudsplikt.

Til støtte for dette anfører Kontrari følgende:

I følge Kontrari stemmer det at børsen ikke fikk informasjon om kjøpesummen for aksjekjøpet av den enkle grunn at den ikke var fastsatt på tidspunktet for forhåndsuttalelsen. Aksjekursen har imidlertid ikke vært avgjørende for børsens standpunkt fordi begrunnelsen er knyttet til transaksjonsstrukturen. Aksjeeierne vil motta all slik relevant informasjon når man kommer dit i prosessen, og faktum er ikke noe annerledes nå enn da børsen ga sin forhåndsuttalelse.

Kontrari påpeker at det forhold at dokumentasjon på hvordan bytteforholdet i fusjonen er fastlagt ikke var fremlagt, er fordi partene arbeider med due diligence og styrene i selskapene har på nåværende tidspunkt ikke vedtatt noen fusjonsplan. Aksjeeierne vil få forelagt grundig dokumentasjon på hvordan bytteforholdet er fastsatt gjennom fusjonsplanen og tilhørende dokumenter, herunder uavhengige sakkyndige redegjørelser i henhold til allmennaksjeloven.

Det påpekes i den sammenheng at bytteforholdet i fusjonen beregnes etter markedsmessige prinsipper. Verdsettelsen av selskapene i fusjonen er basert på de samme prinsippene, og verdien av Belships således ikke basert på børskurs. Samtlige skip i fusjonen er taksert av Fearnleys. Det finnes foreløpige verdier og bytteforhold med antall vederlagsaksjer, som kan justeres med bakgrunn av funn i due diligence. Dette viser at bytteforholdet vil bli fastsatt i tråd med markedsmessige betingelser. Det forutsettes at de sakkyndige redegjørelsene i fusjonen etter allmennaksjeloven § 13-10 (Ernst & Young for Belships og PwC for Lighthouse) vil bekrefte at vederlaget til aksjeeierne er rimelig og saklig begrunnet.

Kontrari påpeker at merprisen som betales i aksjekjøpet ikke er en kontrollpremie, men et tillegg for den verdiøkningen fusjonen forventes å medføre for det sammenslåtte selskapet. Merprisen er begrunnet i de synergiene fusjonen medfører for det sammenslåtte selskapet og den positive effekten det antas å ville ha på Selskapets stilling. NOK 7 reflekterer således partenes oppfatning om verdien på aksjene i det sammenslåtte selskapet og kan ikke sammenlignes med børskursen da avtalen ble inngått. Den forventede styrkingen av Selskapets stilling som følge av fusjonen vil komme alle Selskapets aksjeeiere til gode. Isolert sett ville en ren fusjon gitt Kontrari ca. 61 % av aksjene i Belships. At Kontrari overtar kontroll over Belships er en konsekvens av bytteforholdet i fusjonen. Det hevdes at Sonata ikke har noen egeninteresse i fusjonen. Kontraris intensjon på sikt er å redusere sin eierandel i Belships i retning 30-50 % for å bidra til økt likviditet i aksjen. Bakgrunnen for aksjekjøp i tillegg til fusjonen er ikke at Kontrari skal oppnå kontroll, men Sonatas ønske om å selge seg ned.

Kontrari anfører at så lenge betingelsene i fusjonen er markedsmessige og fusjonen gjennomføres etter allmennaksjelovens regler vil det ikke foreligge særlige grunner som gjør at børsen kan pålegge tilbudsplikt. Det er uten betydning for vurderingen av "særlig tilfelle" hvilken pris som betales i et parallelt aksjekjøp, herunder der kjøpet verdsetter aksjene høyere enn i fusjonen. Det gjelder selv der de to transaksjonene er gjensidig betingede. En aksjetransaksjon kombinert med en fusjon er ikke en uvanlig struktur, men eierandelen i aksjetransaksjonen og avstanden i tid mellom aksjetransaksjonen kan

varierte. Aksjetransaksjonen og fusjonen kan også rettslig eller faktisk være betinget av hverandre, men ikke nødvendigvis. Kontraris påpeker at rekkefølgen i transaksjonene har avgjørende betydning og i dette tilfellet vil aksjekjøpet bli gjennomført før fusjonen.

Hjemmelen for å pålegge tilbudsplikt ved fusjon er ment som en snever unntaksregel til bruk der det foreligger klar omgåelse av tilbudspliktreglene hvor aksjeeiernes interesser dessuten ikke er tilstrekkelig vernet av øvrig lovverk. Minoritetsaksjeeiernes interesser etter Kontraris oppfatning er tilstrekkelig vernet av allmennaksjelovens bestemmelser om fusjon. Det skal utarbeides redegjørelse av uavhengig sakkyndig om fremgangsmåte ved fastsettelse av vederlag og vurdering om vederlaget er rimelig og saklig begrunnet, og erklæring om eiendeler Selskapet skal overta har en verdi som minst svarer til det avtalte vederlaget. Tidships vil motta omfattende beslutningsgrunnlag før generalforsamlingen, og vil da kunne fremme sine innvendinger slik de mener er mest hensiktsmessig. Styret i Belships er etter det Kontrari kjenner til ikke bundet seg til å inngå fusjonsplan med Lighthouse selskapene. Styret må vurdere om fusjonen, sett sammen med aksjekjøpsavtalen, samlet sett er i Selskapets og aksjeeierfellesskapets beste interesse, og om bytteforholdet er rimelig og saklig begrunnet.

Når det gjelder Sonatas kontroll på generalforsamlingen påpeker Kontrari at minoriteten er vernet av allmennaksjelovens regler, herunder forbud mot myndighetsmisbruk, og gjennom den omfattende dokumentasjon som må fremlegges for aksjeeierne før et fusjonsvedtak kan fattes. Det at en stor aksjeeier kan stemme gjennom fusjon på generalforsamling på egenhånd kan ikke medføre at det foreligger særlige grunner til å pålegge tilbudsplikt ved fusjon.

Kontrari påpeker at fusjonen er industrielt godt begrunnet ved at flåter av samme type slås sammen og der rederiene Belships og Lighthouse har komplementerende management funksjoner (den ene teknisk og den andre operasjonelt management). Således er dette ingen transaksjon hvor formålet er å sikre Kontrari kontroll i Belships uten at det utløses tilbudsplikt, så det er ingen omgåelse av tilbudsplikten.

## **5. Vurdering**

### **5.1 Utgangspunkter for vurderingen**

I børsens vurdering legges det til grunn de forhold som børsen er kjent med på tidspunktet når uttalelsen avgis. Det har som nevnt over tilkommet noe ny informasjon siden forhåndsuttalelsen 29. juni 2018, herunder antall aksjer i Belships som kjøpes av Kontrari til pris NOK 7, og økning av antall aksjer i Belships fra 47 352 000 aksjer til 175 951 497 aksjer etter gjennomføring av fusjonen der Kontrari AS og Kontrazi AS på konsolidert basis vil inneha 68,86 % og Sonata 9,92 %. I tillegg har børsen fått tilgang på foreløpige verddivurderinger som legges til grunn i fusjonen.

Fusjonen mellom datterselskap av Belships og datterselskap av Kontrari må vurderes i sammenheng med Kontraris kjøp av Belships-aksjer fra Sonata.

Belships har ikke flere aksjeklasser eller begrensninger i stemmeretten, så én aksje representerer én stemme.

Det første steget i den planlagte transaksjonen er at Kontrari skal kjøpe 14 285 714 Belships-aksjer, tilsvarende 30,2 %, fra Sonata for NOK 7 per aksje, totalt NOK 100 millioner. Siden Kontrari, gjennom dette kjøpet, blir eier av mindre enn 1/3 av stemmene i Belships utløses ikke tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (1).

Som følge av etterfølgende fusjon mellom datterselskap av Belships og datterselskap av Kontrari vil Kontrari AS og Kontrazi AS på konsolidert basis bli eier av 68,86 % i Belships etter gjennomføring av fusjonen. I utgangspunktet er passering av tersklene for tilbudsplikt ved fusjon unntatt fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-2 (1) nr. 3.

Videre må det imidlertid vurderes om fusjonen må anses som et "særlig tilfelle" i henhold til vphl. § 6-2 (2) slik at tilbudsplikt likevel kan pålegges av børsen som tilbudsmyndighet.

En sentral problemstilling for å avgjøre om det må anses å foreligge et "særlig tilfelle" vil være hvorvidt kontrollskifte er det sentrale ved fusjonen og om transaksjonen er strukturert med det formål å oppnå et kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt, altså om det foreligger en omgåelse av tilbudsplikten.

Begrunnelsen for unntaket for vederlag ved fusjon i vphl. § 6-2 (1) nr. 3 er at de selskapsrettslige reglene innebærer tilstrekkelig vern for aksjeeierne i selskapene som ønskes fusjonert, samt at kontrollerende aksjeeier vil ha mottatt vederlagsaksjer på de samme betingelser som de øvrige aksjeeierne og det vil derfor ikke foreligge noen kontrollpremie som bør fordeles på de øvrige aksjeeierne, jf. NOU 1996:2 side 110.

Bestemmelsene i vphl. § 6-2 (1) og (2) viderefører tilsvarende regler som fulgte av verdipapirhandeloven av 1997 § 4-2 (1) og (3). Regelen om unntak for erverv ved arv eller gave, vederlag ved skifte eller vederlag ved fusjon eller fusjon av aksjeselskap ble foreslått i NOU 1996:2. Det ble samtidig foreslått at børsen i "særlige tilfeller" kan pålegge tilbudsplikt ved arv, gave og vederlag ved skifte. Imidlertid ble påleggshjemmelen ved vederlag ved fusjon eller fusjon først inntatt i Ot.prp. nr. 29 (1996-97) side 69 etter forslag fra Oslo Børs i høringsrunden. Børsen viste til at "*det også ved slike erverv kan tenkes konstruksjoner som bare er begrunnet i å unngå tilbudsplikt*". På bakgrunn av Oslo Børs' høringsuttalelse foreslo departementet at "*børsen i særlige tilfeller kan pålegge tilbudsplikt i forbindelse med alle de nevnte ervervsformer, dvs. også ved fusjon eller fisjon. Departementet antar at slikt pålegg i praksis vil være mest aktuelt i forbindelse med erverv i form av arv, gave eller skifte.*" Det fremgår av Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) side 364 at en tok sikte på en videreføring av tolkingen og praktiseringen av denne regelen i vphl. av 2007.



Børsens påleggshjemmel ved "særlige tilfeller" i vphl. § 6-2 (2) er etter forarbeidene ment som en sikkerhetsventil for å ramme de klare omgåelsestilfeller av tilbudsplikten. Slikt pålegg må eventuelt begrunnes i at de hensyn som unntar det enkelte erverv fra tilbudspliktreglene, ikke anses å være tilstede i det konkrete tilfellet.

Børsen legger til grunn at det må foreligge sterke hensyn for å benytte påleggshjemmelen ved fusjon, jf. også børsens innspill i forarbeidene om at "*det også ved slike erverv kan tenkes konstruksjoner som bare er begrunnet i å unngå tilbudsplikt*". Forutberegnelighet for aktørene vedrørende reglene om tilbudsplikt tilsier dette.

Det har i børsens praksis vært enkelte saker der børsens påleggshjemmel ved "særlige tilfelle" ved fusjon har vært vurdert, men hjemmelen har ikke vært benyttet, jf. blant annet Vedtak og uttalelser 2010 pkt. 8.2.4, 2011 pkt. 5.2.3 og 2016 pkt. 5.2.4.

For fullstendighetens skyld nevnes at i henhold til børsens praksis kommer fusjonsunntaket i vphl. § 6-2 (1) nr. 3 til anvendelse også ved trekantfusjon, altså der vederlag ytes av et morselskap av det overtakende selskap til det overdragende selskapet, jf. Vedtak og uttalelser 2001 pkt. 6.1.4.

For ordens skyld nevnes at en aksjeeier som passerer en terskel for tilbudsplikt ved fusjon og dermed ikke utløser tilbudsplikt, under enhver omstendighet vil utløse tilbudsplikt ved ethvert etterfølgende erverv, jf. vphl. 6-6 (2).

## **5.2 Nærmere om vurderingen**

Når det gjelder kontrollskifte så tilsier hovedhensynet bak reglene om tilbudsplikt at det også skal være exit-muligheter ved fusjoner. Det er imidlertid et bevisst lovgivningsvalg at kontrollskiftetilfeller ved fusjon skal unntas fra tilbudsplikten. Det skal av den grunn foreligge sterke hensyn for at fusjon skal utløse tilbudsplikt. Tilbudsplikt er omfattende og kan være byrdefullt for aktørene, og det krever at reglene er forutberegnelige. Hvis en fusjon gjennomføres først og deretter aksjekjøpet så vil det utløse tilbudsplikt.

Børsen er enig i at unntak fra tilbudsplikt ved fusjon hviler på forutsetning om at er riktig priset. Børsen har mottatt foreløpige verdivurderinger og bytteforhold med antall vederlagsaksjer i fusjonen, men som kan bli justert som følge av pågående due diligence. Styrene i de fusjonerende selskapene skal vedta en fusjonsplan og det skal utarbeides tilhørende dokumenter, herunder sakkyndige redegjørelser. Transaksjonen er foreløpig ikke endelig vedtatt, men børsen har ikke noe synspunkter vedrørende de foreløpige verdivurderinger og bytteforhold som er fremlagt.

I denne transaksjonen er det et kontrollskifte fra én kontrollerende aksjeeier i Belships, Sonata med ca. 67,05 %, til én annen kontrollerende aksjeeier, Kontrari (altså Kontrari AS og Kontrazi AS på konsolidert basis) med 68,86 % etter transaksjonen. Isolert sett ville kun fusjonen, uten aksjekjøpet, gitt Kontrari ca. 61 % av aksjene i Belships, slik at bytteforholdet i fusjonen uansett ville medført en kontrollovergang.

Aksjesalget og fusjonen er gjensidig betingede transaksjoner der aksjesalget ikke vil bli gjennomført med mindre fusjonen godkjennes. Slik sett må aksjekjøpet og fusjonen vurderes i kombinasjon. Et kjøp av aksjer kombinert med en fusjon er ikke en uvanlig struktur. Børsens oppfatning er at det synes tydelig at transaksjonen er tilpasset reglene om tilbudsplikt, men at det i seg selv ikke trenger å innebære noen omgåelse av reglene. Rekkefølgen er imidlertid avgjørende ved at aksjekjøpet ikke kan gjøres i tid etter en fusjon uten at det utløses eventuell tilbudsplikt etter reglene om etterfølgende erverv. I den sammenheng er børsen av det syn at en slik aksjetransaksjon og fusjon kan være betinget av hverandre uten å utløse tilbudsplikt, og kan ikke se at det er sentralt om verdsettelsen av aksjene er forskjellig i et aksjekjøp og fusjon.

I aksjekjøpet mellom Sonata og Kontrari betales det NOK 7 per Belships aksje som innebærer ca. 28 % over sluttkurs før transaksjonen ble publisert (NOK 5,46). En kontrollpremie innebærer at det ofte kan være slik at det å erverve så mange aksjer at en part oppnår kontroll bare kan oppnås ved å tilby en pris som overstiger børskursen. I denne fusjonen vil det uansett ikke være noen kontrollpremie som ikke kommer øvrige aksjeeiere i Belships til gode, men for aksjekjøpsdelen kan dette synes mer uavklart.

Børsen har i utgangspunktet forståelse for Tidships' anførsel om at det foreligger en kontrollpremie i dette tilfellet. Det er imidlertid her et spørsmål om hva Kontrari faktisk betaler NOK 7 per aksje for, om de betaler merprisen på NOK 1,54 for aksjer de tilsvarende kunne kjøpt billigere til NOK 5,46 (forutsatt tilgjengelighet) eller om de betaler for noe mer. Børskursen vil ikke nødvendigvis reflektere Selskapets underliggende verdier fullt ut, men det vil her i såfall også være tale om noe mer utover Belships' underliggende verdier. Av den grunn har børsen også forståelse for Kontraris anførsel om at merprisen på NOK 1,54 er begrunnet i synergien fusjonen medfører for det sammenslåtte selskapet og den positive effekten det antas å ville ha på Selskapets stilling, og at prisen på NOK 7 reflekterer partenes oppfatning om verdien på aksjene i det sammenslåtte selskapet og ikke kan sammenlignes med børskursen da avtalen ble inngått. I denne sammenheng må det også tillegges at Belships er en meget illikvid aksje og det er vanskelig å få tak i et større antall aksjer i markedet uten at aksjekursen presses nevneverdig opp.

På bakgrunn av ovennevnte er børsen av den oppfatning at det ikke nødvendigvis foreligger en kontrollpremie i dette tilfellet, siden det betales for noe mer enn dagens verdier, og slik sett kan uansett en eventuell kontrollpremie ikke gis nevneverdig vekt. En eventuell kontrollpremie i et pliktig tilbud er ikke i seg selv avgjørende for en omgåelse av tilbudsplikten. Men fordeling av prisene på en serie transaksjoner kan vise om det sentrale ved fusjonen er en omgåelse. Der det sentrale er å oppnå kontroll uten å utløse tilbudsplikt, vil det være en omgåelse.

Det må videre vurderes om Kontrari med strukturen med dels et aksjekjøp og dels en fusjon har søkt å omgå tilbudsplikten samtidig som en oppnår et kontrollskifte. Det viktige vil være om det er kontrollskiftet i seg selv eller de forretningsmessige vurderinger og betingelser ved fusjonen som er det sentrale elementet. For børsen

fremstår det klart at Kontrari har sett hen til at aksjekjøpet og fusjonen kan gjennomføres uten å utløse tilbudsplikt, herunder at Kontrari har sikret seg at Sonata stemmer gjennom fusjonen, prosessavtalen er inngått med Sonata og ikke Belships, det er en forutsetning etter avtalen at transaksjonen ikke utløser tilbudsplikt, aksjekjøpet og fusjon omtales samlet som transaksjonen, og at det ved aksjekjøpet betales for verdier som først vil inntre etter fusjonen.

Oslo Børs legger imidlertid til grunn at fusjonen slik den er beskrevet, og vurdert av Kontrari og Belships, virker å være industrielt godt begrunnet ved at flåter av samme type slås sammen og der rederiene Belships og Lighthouse har komplementerende management funksjoner i form av teknisk og operasjonelt management. Dette taler i retning av at transaksjonen ikke er strukturert for å omgå tilbudsplikten.

Videre legger børsen i sin vurdering til grunn at betingelsene i fusjonen vil være forretningsmessige og at den gjennomføres etter allmennaksjelovens regler, blant annet for å sikre de minoritetsinteresser fusjonsreglene er ment å beskytte. Børsen legger derav til grunn at bytteforholdet i fusjonen beregnes etter forretningsmessige betingelser, herunder at verdsettelsen av selskapene i fusjonen er basert på de samme prinsippene og en forutsetning om at de sakkyndige redegjørelsene i fusjonen etter allmennaksjeloven § 13-10 vil bekrefte at vederlaget til aksjeeierne er rimelig og saklig begrunnet. Børsen har notert seg at, etter det Kontrari kjenner til, så har styret i Belships ikke bundet seg til å inngå fusjonsplan med Lighthouse-selskapene.

Sonata eier i dag 67,05 % av aksjene i Belships og kan egenhendig stemme gjennom fusjonen fra Balships side i Selskapets generalforsamling. Børsen er av den oppfatning at dette ikke kan vektlegges så lenge betingelsene i fusjonen er forretningsmessige og den gjennomføres etter allmennaksjelovens regler. Minoritetsaksjeeierne vil være beskyttet av forbudet mot myndighetsmisbruk i allmennaksjeloven og krav om likebehandling av aksjeeiere.

Samlet sett er Oslo Børs, basert på ovennevnte, av den oppfatning at kontrollskifte ikke er det sentrale ved fusjonen og at transaksjonen ikke er strukturert med det formål å oppnå et kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt til øvrige aksjeeiere, og dermed at det ikke kan anses å foreligge en omgåelse av tilbudsplikten. Børsen kan ikke se at de hovedhensyn som unntar fusjon fra tilbudspliktreglene ikke anses å være tilstede i dette konkrete tilfellet.

Vilkåret om "særlig tilfelle" i henhold til vphl. § 6-2 (2) anses dermed ikke oppfylt.

Det legges til grunn at fusjonen vil bli gjennomført i tråd med aksje- og allmennaksjelovens alminnelige regler om fusjon med forutsetning om godkjenning av generalforsamlingen i de deltakende selskapene, og at aksjeeierne vil motta relevant og tilstrekkelig informasjon om den foreslåtte fusjonen gjennom dokumentasjon og prosedyrer for fusjon.

## 6. Konklusjon

Basert på ovennevnte opplysninger Oslo Børs har fått presentert, så er børsens konklusjon at det ikke foreligger et "særlig tilfelle" og at det ikke kan pålegges tilbudsplikt som følge av fusjonen etter vphl. § 6-2(2), jf. § 6-2 (1) nr. 3.

Oslo Børs nevner for ordens skyld at denne uttalelsen er administrasjonens vurdering og at i en konkret sak kan slike oppfatninger prøves fullt ut av Børsklagenemnden. Administrasjonens vurdering er basert på den informasjon Oslo Børs har på tidspunktet for uttalelsen.

Med vennlig hilsen  
OSLO BØRS ASA

Gunnar Eckhoff  
Advokat