

BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 1/2019

Avgjørelse 28. februar 2019 av klage fra Tidships AS over Oslo Børs ASAs vedtak 21. desember 2018 om å avslå krav om å pålegge Kontrari AS og Kontrazi AS tilbudsplikt i forbindelse med fusjon med Belships ASA.

1. KLAGESAKEN OG BØRSKLAGENEMNDENS SAMMENSETNING

Oslo Børs ASA (heretter «Oslo Børs» eller «børsen») fattet 21. desember 2018 følgende vedtak:

Kontrari AS og Kontrazi AS kan ikke pålegges tilbudsplikt i Belships ASA som følge av fusjon etter vphl. § 6-2 (2), jf. § 6-2 (1) nr. 3.

Tidships AS («Tidships» eller «klager») påklaget vedtaket i brev 7. januar 2019 fra advokat Marianne Sahl Sveen i Advokatfirmaet Arntzen de Besche. Klagen er rettidig fremsatt. Senere sluttet syv andre aksjonærer i Belships ASA seg til klagen, uten å inngi merknader med annen substans enn den som fremgår av Tidships' klage. Disse vil ved behov samlet sett omtales som «klagerne», der ikke annet er indikert.

Belships ASA («Belships») og Kontrari AS / Kontrazi AS (heretter vurdert og omtalt samlet som «Kontrari», jf. konsolideringsreglene i lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (vphl.) §§ 6-5 jf. 2-5) har i stor utstrekning inngitt samlede merknader i saken.

Oslo Børs har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble ved brev 30. januar 2019 oversendt Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen, jf. forskrift 29. juni 2007 nr. 876 om verdipapirhandel § 12-5 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Ytterligere merknader i saken ble inngitt av Tidships 7. februar og 15. februar 2019, Kontrari og Belships 7. og 12. februar 2019, samt Oslo Børs 11. februar 2019. Når merknadene omtales, vises det til navn på selskapene og ikke de representantene som har inngitt merknadene på deres vegne (Belships v/Thommessen, Kontrari v/Wikborg Rein og Tidships v/Arntzen de Besche).

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte. Ved behandlingen deltok Christian Lund (leder), Espen Klitzing, Knut Bergo, Hugo P. Matre (vara) og Cecilie Kvalheim (vara).

2. OM SELSKAPET

Belships ASA (ticker «BEL») er notert på Oslo Børs og har vært det siden 1937. Selskapet har hovedkontor i Oslo og kontorer i Bangkok, Singapore, Shanghai og Tianjin. Selskapet driver innen shipping (tørrlast) og opererer i dag en flåte på 16 skip.

3. BAKGRUNN

3.1 Varsel om strategisk endring

Ved fremleggelse av resultatet for 4. kvartal 2017 den 16. februar 2018 opplyste Belships at Sonata (kontrollert av Sverre J. Tidemand), Belships største aksjonær med 67,05 prosent av aksjene og styrelederverv i Belships, hadde informert styret i Belships om at Tidemand vurderte sitt langsiktige eierskap i Belships. Selskapet opplyste også at de i samråd med Sonata hadde utpekt ABG Sundal Collier («ABG») som finansiell rådgiver for å evaluere strategiske alternativer.

3.2 Første forhåndsuttalelse om tilbudsplikt

Kontrari v/advokatfirmaet Wikborg Rein sendte 19. juni 2018 en anmodning til Oslo Børs om en forhåndsuttalelse om tilbudsplikt i forbindelse med Kontraris kjøp av aksjer i Belships fra Sonata og etterfølgende fusjoner mellom datterselskaper av Kontrari og datterselskap av Belships.

Oslo Børs ga tilbakemelding 29. juni 2018 om at den forelagte transaksjonen ikke falt inn under «særlige tilfeller» som medfører at tilbudsmyndigheten kan pålegge tilbudsplikt. Børsen hadde som forutsetning at aksje- og allmennaksjelovens alminnelige regler om fusjon ble fulgt (herunder godkjenning av generalforsamlingen i deltakende selskaper og relevant og tilstrekkelig informasjon til aksjeeierne).

3.3 Tilbud fra Tidships v/heleid datterselskap AS Consensio

AS Consensio, et heleid datterselskap av Tidships, annonserte 13. juni 2018 et frivillig tilbud på alle utestående aksjer i Belships. Tilbudsprisen var NOK 5,50. Tilbudet ble fremsatt 28. juni 2018. Styret i Belships kunngjorde 6. juli 2018 at styret ikke anbefalte budet, og at styret hadde blitt informert om at Sonata ikke ville akseptere tilbudet. Tilbudet ble ikke gjennomført.

3.4 Nærmere om transaksjonen mellom Kontrari og Sonata

Belships opplyste i børs melding 6. juli 2018 at styret hadde vurdert strategiske alternativer sammen med ABG (jf. over), og den planlagte transaksjonen mellom Kontrari og Sonata ble presentert. Ved børs meldinger 4. oktober 2018, innkalling til ekstraordinær generalforsamling 5. oktober 2018 og informasjonsdokument 22. oktober 2018 ble det gitt ytterligere opplysninger om transaksjonen. Oslo Børs redegjør slik for denne:

Transaksjonen består av to steg, og innebærer at (i) Kontrari AS kjøper 14 285 714 av aksjene i Belships (tilsvarende 30,2 %) fra Sonata til en pris på NOK 7 per aksje, tilsammen NOK 100 millioner og (ii) holdingselskapene i Lighthouse-konsernet; LHS Holdco AS, LHS Holdco II AS, LHN HoldCo 1 AS og LHN HoldCo 2 AS (“Lighthouse-selskapene”) fusjoneres inn i Belships-konsernet mot utstedelse av aksjer i Belships. Lighthouse-konsernet er kontrollert av Kontrari.

Før fusjonen eide Kontrari selskaper som direkte og indirekte eier 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.

Lighthouse-selskapene er holdingselskaper etablert for å eie aksjer i Lighthouse Shipholding AS, Lighthouse Shipholding II AS og Lighthouse Navigation Pte. Ltd.

Det er gjennomført en gjensidig juridisk og finansiell due diligence i forbindelse med fusjonen. 4. oktober 2018 vedtok og signerte styrene i Belships ASA, Belships Chartering AS og Lighthouse-selskapene fusjonsplanen, og samme dag ble aksjekjøpsavtalen undertegnet av Sonata og Kontrari AS. Fusjonen foretas i overensstemmende med reglene i allmennaksjeloven kapittel 13. Fusjonen gjennomføres som en såkalt trekantfusjon, jf. allmennaksjeloven § 13-2 (2), som innebærer at Belships' datterselskap Belships Chartering AS overtar Lighthouse-selskapenes eiendeler og gjeld, rettigheter og forpliktelser i sin helhet, og som vederlag mottar aksjeeierne i Lighthouse-selskapene aksjer i Belships ved forhøyelse av aksjekapitalen.

Belships og Kontrari er enige om et bytteforhold i fusjonen som innebærer at Kontrari etter aksjekjøpet og fusjonen vil eie 68,78 % av aksjene i Belships. Bytteforholdet i fusjonen er basert på en verdivurderingsprosess hvor samtlige av partenes skip er verdsatt av flere uavhengige skipsmeglere, mens management-selskapene er verdsatt basert på en gjennomsnittlig EBITDA de siste fem årene med en x5 multiplert justert for netto gjeld. I fusjonsplanen er det en nærmere redegjørelse for prinsipper for verdsettelsen. Verdivurderingsrapportene for skipene er vedlagt fusjonsplanen.

Bytteforholdet i fusjonen er basert på en egenkapitalverdi for Belships på USD 37,66 millioner, tilsvarende NOK 6,60 per aksje.

Styret i Belships har gitt uttrykk for, jf. innkalling til ekstraordinær generalforsamling punkt 4, at:

- fusjonen kommersielt sett er svært godt begrunnet, og vil gi synergier i form av forbedret kostnadseffektivitet, og i tillegg legge til rette for videre vekst,
- det ved fusjonen etableres en mer slagkraftig enhet med en flåte på 16 skip med et økt inntjeningspotensial,
- fusjonen også vil danne grunnlaget for at likviditeten i Belships-aksjen på sikt kan bedres, noe som igjen vil gi Belships større fleksibilitet og muligheter til kapitaltilgang, og
- bytteforholdet i fusjonen etter styrets syn er korrekt og reflekterer markedsverdien til de selskapene som deltar i fusjonen.

Fusjonen innebærer ikke noen skattemessige konsekvenser for norske aksjeeiere i Belships. Ansatte i Lighthouse-selskapene vil indirekte overføres til Belships som følge av fusjonen, og fusjonen får ingen innvirkning på ansettelsesforholdet til ansatte i Belships-konsernet.

3.5 Anmodning fra Tidships om fornyet vurdering av tilbudsplikt

Tidships anmodet 8. august 2018 Oslo Børs om en fornyet vurdering av spørsmålet om tilbudsplikt. Kontrari innga kommentarer til anmodningen 17. august 2018. Det ble inngitt

ytterligere merknader fra begge sider 4. september (Tidships), 6. september (Kontrari) og 10. september 2018 (Tidships).

Oslo Børs avga 28. september 2018 en fornyet uttalelse om tilbudsplikt i Belships i forbindelse med transaksjonen mellom Kontrari og Sonata. Oslo Børs konkluderte med at kontrollskifte ikke var det sentrale ved fusjonen, og at transaksjonen ikke er strukturert med formål om å oppnå et kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt, og dermed at det ikke kan anses å foreligge en omgåelse av tilbudsplikten. Børsen kunne ikke se at hensynene som medfører at fusjon er unntatt tilbudsplikt, ikke slo inn også i dette tilfellet. Konklusjonen ble dermed at det ikke forelå et «særlig tilfelle» der det kunne pålegges tilbudsplikt. Samme forutsetninger om aksje- og allmennaksjeloven samt informasjonen til aksjeeiere ble lagt til grunn, jf. over.

3.6 Gjennomføringen av transaksjonen

Fusjonsplanen og kapitalforhøyelsen i forbindelse med fusjonen ble godkjent i ekstraordinær generalforsamling i Belships 26. oktober 2018 (82,4 prosent for og 17,6 prosent mot, med 85,83 prosent av aksjekapitalen representert). Aksjetransaksjonen ble gjennomført 31. oktober 2018, ved at Kontrari kjøpte 30,2 prosent av aksjene i Belships fra Sonata. Sonata reduserte med det aksjebeholdningen til 36,9 prosent før kapitalforhøyelse.

Fusjonen var betinget av flere forhold, herunder godkjennelse fra generalforsamlinger, tredjepartsgodkjenninger, godkjennelse fra Oslo Børs om fortsatt notering, utløp av kreditorperiode, fravær av «material adverse changes», gjennomført aksjesalg, at uttalelsen fra Oslo Børs 28. september 2018 om tilbudsplikt ikke ble trukket tilbake eller endret, og at det ikke ble tatt rettslige skritt for å angripe uttalelsen.

Belships annonserte 10. desember 2018 at alle betingelser for fusjonen var oppfylt, og at fusjonen var registrert i Foretaksregisteret samme dag. Det ble også opplyst om at det var utstedt 127 765 993 vederlagsaksjer, slik at det nå er samlet 175 117 993 aksjer i selskapet (opp fra 47 352 000). Etter transaksjonen har Kontrari konsolidert 68,78 prosent av aksjene og Sonata 9,97 prosent.

Klagerne har følgende eierskap i Belships:

- Tidships eier 5 020 432 aksjer
- Finansplan AS eier 156 798 aksjer
- Jenssen & Co eier 302 816 aksjer
- Regent AS og Gudmund Joar Bratrud eier henholdsvis 21 500 og 15 000 aksjer
- Torstein og Liv Søland eier 370 000 aksjer
- AR Fonds AS, AR Vekst AS og AR Obligasjon AS eier henholdsvis 416 183, 202 995 og 88 199 aksjer
- Jomaho AS eier 316 620 aksjer

4. RETTSLIG GRUNNLAG

Vphl. § 6-1 (1) første punktum lyder slik:

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) lyder slik:

- (1) Tilbudspflicht etter § 6-1 og § 6-6 inntreffer 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 tilbudspflicht ved erverv som nevnt i første ledd.

5. BØRSENS VEDTAK

5.1 Utgangspunktet for børsens vurdering

Børsen legger til grunn at tilbudspflicht ikke er utløst av Kontraris kjøp av aksjer i Belships fra Sonata. Heller ikke etterfølgende fusjoner mellom datterselskap av Kontrari og Sonata har utløst tilbudspflicht. Børsen vurderer derfor om fusjonen er et «særlig tilfelle» som medfører at tilbudspflicht kan pålegges av børsen som tilbudsmyndighet, jf. vphl. § 6-2 (2).

Børsen viser til at en sentral problemstilling ved dette spørsmålet er om et kontrollskifte har vært formålet med transaksjonen, og om transaksjonen er strukturert på en måte for å oppnå kontrollskifte uten å utløse tilbudspflicht.

For vurderingen viser børsen til reglens forarbeider og oppsummerer med at børsens påleggshjemmel skal være begrenset til å benyttes i tilfeller der hensynene bak det aktuelle unntaket fra tilbudspflicht, ikke gjør seg gjeldende. Børsen legger også til grunn at det skal foreligge sterke hensyn for å benytte påleggshjemmelen. Endelig viser børsen til tidligere praksis der tilbudspflicht etter pålegg ved «særlige tilfeller» er blitt vurdert, men aldri benyttet. Børsen presiserer for øvrig at fusjonsunntaket i vphl. § 6-2 (1) nr. 3 også gjelder der det foreligger en «trekantfusjon», dvs. tilfeller der vederlag ytes av et morselskap av det overtakende selskap til det overdragende selskapet, jf. Vedtak og uttalelser 2001 pkt. 6.1.4. Børsen nevner avslutningsvis at det følger av vphl. § 6-6 (2) at aksjeeier som passerer en terskel for tilbudspflicht ved fusjon og dermed unntas tilbudspflicht, uansett får tilbudspflicht ved ethvert etterfølgende erverv.

5.2 Børsens konkrete vurdering

Børsen innleder med å bemerke at når det gjelder kontrollskifte, så tilsier hovedhensynet bak reglene om tilbudspflicht at det også skal være exit-muligheter ved fusjoner. Fusjoner er

imidlertid uttrykkelig unntatt reglene om tilbudsplikt. Børsen legger derfor til grunn at det må foreligge sterke hensyn for at en fusjon utløser tilbudsplikt.

Børsen viser til at en forutsetning om unntak fra tilbudsplikt ved fusjon, er at fusjonen er riktig priset. Børsen har i utgangspunktet ingen synspunkter på verdivurderingene og bytteforholdene i saken. Børsen viser til at verdsettelsen av Belships til NOK 6,60 pr. aksje i fusjonen og NOK 7 i aksjekjøpet er noe høyere enn markedets vurdering de senere årene. Børsen peker på at det ved aksjer med lite likviditet ikke er uvanlig at prisingen ikke gjenspeiler underliggende verdier. Børsen oppsummerer med at det fremstår som om det har vært en forsvarlig prosess for å oppnå et forretningsmessig bytteforhold i saken.

Børsen vurderer aksjesalg og fusjonen samlet, da disse var gjensidig betinget. Børsen viser til at en kombinasjon av aksjesalg og fusjon ikke er uvanlig. Etter børsens oppfatning er transaksjonen tilpasset reglene om tilbudsplikt, men mener dette ikke i seg selv trenger å innebære en omgåelse av reglene. Rekkfølgen er likevel avgjørende, fordi aksjekjøpet ikke kan gjøres i tid etter fusjonen. Børsens syn er at en fusjon og aksjetransaksjon kan være betinget av hverandre uten å utløse tilbudsplikt, og mener at det ikke er sentralt om verdsettelsen av aksjene er forskjellig.

Børsen kommenterer prisen noe nærmere. Børsen viser til at fusjonen uansett ikke medfører en «kontrollpremie» (dvs. en pris som overstiger børskursen som betaling for å oppnå kontroll) som ikke kommer øvrige aksjeeiere i Belships til gode, mens dette kan være noe mer uklart for aksjekjøpsdelen. Børsen kommenterer her særskilt anførsler fra Tidships og Kontrari vedrørende spørsmålet om det foreligger en kontrollpremie. Børsen konkluderer med at det ikke nødvendigvis foreligger en slik premie i dette tilfellet, fordi det betales for noe mer enn dagens verdier. Børsen viser også til at aksjene i Belships er illikvide, noe som gjør at det kan være vanskelig å få tak i et større antall aksjer i markedet uten at kursen presses nevneverdig opp. I lys av disse forholdene bemerker børsen at en eventuell kontrollpremie uansett ikke gis nevneverdig vekt. Børsen understreker at en kontrollpremie i seg selv ikke kan tilsi at det sentrale ved en fusjon er en omgåelse, men at en fordeling av priser på en rekke transaksjoner kan vise om det sentrale ved en fusjon er omgåelse.

Børsen går deretter videre til å vurdere om Kontrari med strukturen med dels et aksjekjøp og dels en fusjon har søkt å omgå tilbudsplikten. Børsen viser til at det viktige vil være om det er kontrollskiftet i seg selv eller de forretningsmessige vurderingene og betingelsene ved fusjonen som er det sentrale. Børsen viser til flere forhold som tilsier at Kontrari har sett hen til spørsmålet om tilbudsplikt i forbindelse med transaksjonen. Dette inkluderer at Sonata stemmer gjennom fusjonen, at prosessavtalen er inngått med Sonata, forutsetningen om at avtalen ikke utløser tilbudsplikt, at aksjekjøpet og fusjonen samlet omtales som transaksjonen, samt at aksjekjøpet innebærer betaling for verdier som først vil inntre etter fusjonen.

Børsen konkluderer imidlertid med at fusjonen virker å være industrielt godt begrunnet, og viser til at flåter av samme typer slås sammen, og at rederiene har komplementerende management-funksjoner. Dette taler mot å anse transaksjonen som strukturert for å omgå

tilbudsplikten. Børsen legger videre til grunn at allmennaksjelovens regler er fulgt, med det vernet fusjonsreglene gir for minoritetsinteresser. Børsen har ingen indikasjoner på at reglene ikke er fulgt her, herunder verdsettelsesvurderingene. Videre peker børsen på at kravene til oppmøte av aksjekapital og stemmegivning er oppfylt for å gjennomføre fusjonen. Minoritetsaksjonærene var i denne sammenheng beskyttet av de alminnelige reglene om myndighetsmisbruk og likebehandling i allmennaksjeloven.

Samlet oppsummerer Oslo Børs med at den ikke anser at kontrollskifte er det sentrale ved fusjonen, og at transaksjonen ikke er strukturert med det formål å oppnå kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt, og dermed at det ikke kan anses å foreligge en omgåelse av tilbudsplikten. Børsen mener derfor kravet om «særlig tilfelle» ikke er til stede.

6. KLAGERNES ANFØRSLER

Tidships mener det foreligger særlige grunner for pålegg om tilbudsplikt etter vphl. § 6-2. Tidships er uenig i børsens vurderinger både med hensyn til faktum og subsumsjon. Øvrige klagere har sluttet seg til Tidships' anførsler.

6.1 Vurdering av fakta og generelle merknader

Tidships anfører at transaksjonen må vurderes samlet, ettersom fusjonen var del av en to-trinns prosess med et forutgående aksjesalg som ikke utløste tilbudsplikt. Videre må det hensyntas at aksjene ble solgt til betydelig overpris, NOK 7 kontra aksjekurs NOK 5,46. Tidships viser til at prisen i aksjesalget er forklart med de forventede synergiene av fusjonen, noe Tidships mener forsterker inntrykket av at transaksjonene må vurderes samlet. Tidships bemerker videre at aksjekursen siden annonseringen av fusjonen ikke har vært over NOK 5,70, og da klagen ble levert lå kursen på NOK 4,84. Tidships anfører at denne prisdifferansen må forstås som en kontrollpremie, som minoritetsaksjonærene bør få ta del i.

Tidships bemerker særlig at de finner det sterkt urovekkende at børsen som tilbudsmyndighet, på svært ufullstendig faktum, har avgitt to ikke-offentliggjorte forhåndsuttalelser til én side i en sak med inngripende konsekvenser for minoritetsaksjonærer. Tidships viser til at børsen samtidig visste at Consensio hadde fremmet et frivillig tilbud til alle aksjonærer. Selv om forhåndsuttalelsene ikke var bindende, mener Tidships de i realiteten oppfattes slik som følge av innrettelsen fra de involverte og forventningen om at børsen opptrer lojalt til egen uttalelse. Tidships anfører at dette kan skape en svært uheldig presedens.

6.2 Merknader til vedtaket

Tidships mener det er inkonsistent når børsen i vedtaket både uttaler at transaksjonen synes å være tilpasset reglene om tilbudsplikt, men samtidig konkluderer med at transaksjonen ikke er strukturert med det formål å oppnå et kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt til øvrige aksjeeiere i Belships.

Tidships mener Oslo Børs har lagt feil lovanvendelse til grunn med hensyn til forskjellen på en transaksjon som er «tilpasset» en uttalt målsetting om ikke å utløse tilbudsplikt, og en

transaksjon der «formålet» ikke er å oppnå tilbudsplikt. Tidships mener dette blir særlig klart når det tas i betraktning at transaksjonen er motivert av et uttalt ønske om gjennomføring av et kontrollskifte. Tidships anfører at et uttalt ønske om kontrollskifte og en transaksjon som samtidig er tilpasset for ikke å utløse tilbudsplikt, vanskelig kan anses som noe annet enn en transaksjon som er strukturert med formål om å oppnå kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt.

Tidships bemerker at man ikke kan forvente at noen innrømmer et omgåelsesformål – dette må vurderes på bakgrunn av objektive omstendigheter.

Konkret mener Tidships Oslo Børs har lagt en for høy terskel til grunn for at det skal foreligge et «særlig tilfelle». Tidships forstår børsen slik at regelen bare kan brukes der man i etterkant av en transaksjon ikke kan se annet formål enn omgåelse av tilbudsplikten. Tidships deler ikke børsens vurdering av rekkevidden av departementets uttalelser i forarbeidene. I stedet mener Tidships et «særlig tilfelle» også kan foreligge dersom transaksjonsstrukturen utvetydig er motivert av omgåelse, men der man i etterkant begrunner transaksjonen på en forretningsmessig forsvarlig måte. Tidships anfører at regelen i motsatt fall mister all praktisk betydning.

Uavhengig av hvilken terskel som anlegges, mener Tidships det foreligger et «særlig tilfelle». Tidships anfører at børsen i større grad skulle vektlagt den nøye planlagte transaksjonsstrukturen og i mindre grad vektlagt den begrunnelsen som partene har anlagt for å forsvare at transaksjonen ikke innebærer en omgåelse.

Til børsens henvisninger til at allmennaksjelovens regler er fulgt, anfører Tidships at det ikke kan anses å være tilstrekkelig i seg selv at reglene er fulgt. Tvert imot er det nettopp i tilfeller der reglene, når de følges, ikke er egnet til å beskytte aksjonærene, og der fusjonsinstituttet benyttes aktivt for å sikre kontroll uten å utløse tilbudsplikt, at hensynet til å pålegge tilbudsplikt slår til.

Tidships mener videre unntaket for fusjoner bygger på en forutsetning om at det ikke vil være rimelig at en aksjonær kommer i en tilbudspliktsituasjon som følge av at vedkommende mottar vederlagsaksjer i en fusjon på like vilkår som øvrige aksjonærer. Tidships anfører at unntaket ikke er begrunnet med situasjoner som i denne saken, der fusjonen brukes til å overføre kontroll fra én dominerende aksjonær til en annen.

Tidships går også nærmere inn på spørsmålet om det betales en kontrollpremie i det forutgående aksjesalget. Tidships anfører at det blir betalt en slik premie, nettopp for Sonatas oppgivelse av kontrollen og forpliktelsen til å stemme gjennom fusjonen i generalforsamlingen. Tidships mener forklaringen på at en «merpris» ikke utgjør en kontrollpremie fremstår som konstruert i etterhånd. Tidships viser til at dette ikke er nevnt i prosessavtalen, og derfor ikke fremstår som et fremtredende forhandlingselement mellom partene. Tidships bemerker også at det er oppsiktsvekkende at børsen legger til grunn at rekkefølgen på aksjesalget og fusjonen er bestemmende for spørsmålet om tilbudsplikt utløses, men samtidig ikke finner det problematisk at man allerede ved aksjesalget betaler for

verdier som skal utløses av fusjonen. Tidships anfører at mindretallsaksjonærene i alle tilfeller burde få ta del i disse. Tidships nevner også at denne merverdien for fusjonen heller ikke er reflektert i børskursen.

Det knyttes videre kommentarer til avviket fra markedspris, og Tidships anfører at dette trekker klart i retning av at børsens forutsetning om at transaksjonen er riktig priset, ikke er til stede. Tidships viser til at Kontrari har betalt en betydelig overpris ikke bare sammenlignet med substansverdiene, men også sammenlignet med børskursen. Sonata har, gjennom aksjesalget og fusjonen fått en fordelaktig «exit» som andre aksjonærer ikke får ta del i – noe Tidships anfører er i kjernen av formålet bak reglene om tilbudsplikt.

Videre går Tidships inn på betydningen av krav om stemmeovervekt for fusjon i allmennaksjeloven. Tidships viser til at Sonata alene kunne vedta fusjonen – dermed er ikke beskyttelsen for øvrige aksjonærer reell. Videre var Sonata bundet til å stemme for fusjonen for å oppnå de svært fordelaktige virkningene av avtalen for seg selv. Til børsens bemerkninger om at aksjonærene har mottatt all nødvendig informasjon, bemerker Tidships at dette er lite relevant når det allerede ved prosessavtalen ble klart at Sonata ville stemme for fusjonen, og dermed tvinge gjennom kontrollskiftet med Kontrari.

7. TILSVAR FRA KONTRARI

7.1 Overordnede kommentarer

Kontrari sendte tilsvaret til klagen 21. januar 2019. Kontrari er enig i vedtaket og viser til begrunnelsen der, men har også enkelte kommentarer til fremstillingen av faktum og saken.

Særlig fremhever Kontrari at fusjonen alene, uten den forutgående aksjetransaksjonen, uansett ville medført et kontrollskifte fra Sonata til Kontrari ved at Kontrari ville fått 61 % av aksjene i det fusjonerte selskapet.

Kontrari er videre ikke enig i Tidships' kritikk av at Oslo Børs har avgitt en forhåndsuttalelse i saken. Det vises til viktigheten av forhåndsuttalelser for partene for å forutberegne deres rettsstilling, og at børsen uansett tar nødvendige forbehold for gitt faktum.

7.2 Merknader til klagen

Kontrari viser i hovedsak til børsens begrunnelse for vedtaket, men legger til at hva som er «omgåelse», kan belyses nærmere av den generelle omgåelsesdoktrinen i norsk rett. Kontrari viser til høyesterettsavgjørelsene Rt. 2012 s. 1628 (Nordavis) og Rt. 1995 s. 46 (Nimbus), som Kontrari mener er relevante også i saken her selv om de i utgangspunktet gjelder selskapsrett. Kontrari utleder fra Nordavis-avgjørelsen at dersom transaksjonen har som eneste formål å omgå tilbudsplikten, vil det kunne foreligge et «særlig tilfelle». Kontrari viser til at transaksjonen derimot var industrielt meget godt begrunnet, og da er det helt legitimt å tilpasse den til reglene om tilbudsplikt. Som parallell viser Kontrari til skatteretten, der flere lovlige modeller ikke medfører en plikt til å velge den som gir mest skatt.

Kontrari mener ordlyden angir at det skal være en høy terskel for å fravike lovens utgangspunkt om at fusjon ikke utløser tilbudsplikt. Kontrari peker på at det samme følger av forarbeidene. Det er en snever unntaksregel, som følge av et uttrykkelig valg og en interesseavveining.

Kontrari går nærmere inn på hensynene bak unntaket for fusjon i reglene om tilbudsplikt, herunder generelle betraktninger knyttet til skatte- og selskapsrettslige kontinuitetsprinsipper. Kontrari viser til at fusjon skal kunne fungere som redskap i forbindelse med ønskede restruktureringer.

Kontrari anfører videre at et element i vurderingen av om det foreligger et «særlig tilfelle», vil være hvordan hensynet til minoritetsaksjonærene er ivaretatt. Kontrari viser til at norsk allmennaksjelov gir et sterkt vern av minoritetsaksjonærer, men at selskaper notert på børsen underlagt utenlandsk selskapslovgivning ikke nødvendigvis gis samme vern, herunder ved fusjoner. Kontrari mener det er i slike fremmedartede fusjoner at unntaket for «særlige tilfeller» primært bør kunne anvendes. Kontrari presiserer at de er enige med Tidships i at det ikke er automatikk i at der reglene i allmennaksjeloven er fulgt, så foreligger det ikke et «særlig tilfelle», men bemerker at når man ser på hensynene som begrunner unntak for fusjon, så vil disse nesten alltid være ivaretatt der det ikke finnes selskapsrettslige innsigelser av betydning mot likebehandlingen av aksjonærene i prosessen.

Kontrari mener det er feil når Tidships anfører at unntaket for fusjon synes «å være begrunnet i en normalsituasjon der en aksjonær ikke får tilbudsplikt som følge av omstendigheter utenfor egen kontrollsfære». Kontrari viser til at det kun er tilfeller der det overdragende selskapet verdsettes til mer enn dobbelt så mye som overtakende selskap at en aksjonær med under 50 % i det overdragende selskapet, og dermed uten full kontroll over sammensetningen i styret som vedtar fusjonsplanen, vil kunne oppnå mer enn 1/3 av aksjene i det fusjonerte selskapet. I alle andre tilfeller må aksjonæren ha mer enn 50 % eierandel i det overdragende selskapet, og dermed kontroll på styrets beslutning om å inngå fusjonsplanen, for å kunne passere 1/3 i det fusjonerte selskapet. Kontrari viser til at fusjonsunntaket også gjelder i disse tilfellene, og legger derfor til grunn at lovgiver klart har tillatt tilfeller der en part aktivt, dvs. med kontroll i styret i det overdragende selskapet vedtar en fusjon som resulterer i at man oppnår mer enn 1/3 av stemmene i det noterte selskapet.

Kontrari mener hensynene ikke svekkes av at fusjonen henger sammen med aksjekjøpet. Det vises til at fusjonen uansett vil gi Kontrari eierskap på 61 %, at det er hensiktsmessig og neppe uvanlig å strukturere transaksjoner slik, og at det følger av fusjonsplanen at en forutsetning er det forutgående aksjesalget. Kontrari peker på at minoritetsaksjonærene kan prøve vedtakelsen av fusjonsplanen etter reglene om myndighetsmisbruk og dermed er ivaretatt.

Kontrari fastholder at det ikke betales en kontrollpremie og viser til verdivurderinger som inkluderer antatte synergieffekter i tillegg til substansverdien i Belships. Kontrari understreker at dette ikke er en begrunnelse som er konstruert i ettertid. Sonata tok initiativ til

transaksjonen, og transaksjonen var lagt opp som en auksjonsprosess administrert av ABG. Kontrari bemerker at det er skuffende at ikke markedets prising gikk opp etter annonsering av fusjonen, men mener dette kan skyldes andre forhold, herunder den generelle nedgangen i aksjekurser og i tillegg reduserte rater i deler av shippingmarkedet. Til anførselen om manglende omtale i prosessavtalen av 6. juli 2018, anfører Kontrari at de ikke ville være naturlig å si noe om bakgrunnen, da dette var en prinsippavtale på overordnet nivå der hovedbetingelser og fremdriftsplan skulle angis.

Til Tidships konkrete anførsler om misforholdet mellom børskursen og verdsettelsen i aksjekjøpet og fusjonen, bemerker Kontrari at Tidships ikke har angitt hva de mener er feil med verdsettelsen, og videre at Tidships ikke tidligere har stilt spørsmål ved verdsettelsen, selv om disse har vært tilgjengelige for markedet (herunder aksjonærene).

Kontrari viser til at Lighthouse ikke er børsnotert, noe som gjorde det mindre aktuelt å bruke børskurser til å beregne bytteforholdet. I stedet benyttet man substansvurderinger med skipstakster og nåverdiberegninger av kontantstrømmer i management-selskapene. Kontrari anfører at det har en egenverdi å benytte samme beregningsmetode for begge sider av bytteforholdet. Dessuten var begge parter enige om at børskursen var for lav.

Når det gjelder anførselene om allmennaksjeloven, erkjenner Kontrari at Sonata med kontroll over 68 % av aksjene alene kunne stemme gjennom fusjonen, og at Sonata hadde forpliktet seg til et slikt vedtak overfor Kontrari. Samtidig anfører Kontrari at allmennaksjelovens regler om myndighetsmisbruk gjelder. Disse er samtidig ikke til hinder for stemmegivningen i saken, der aksjonærene har stemt til fordel for egne interesser. Kontrari bemerker for øvrig at det var styret i Belships som fremmet forslaget om fusjonen, og at bytteforholdet var fremforhandlet etter en omfattende prosess. Uavhengig revisor uttalte seg om bytteforholdet, som ble funnet rimelig og saklig begrunnet.

8. TILSVAR FRA BELSHIPS

Belships sendte 21. januar 2019 et tilsvarende svar til klagen. Belships mener vedtaket er korrekt, både i resultat og begrunnelse. Belships slutter seg i det store og hele til anførselene fra Kontrari, men påpeker i tillegg enkelte faktiske forhold. Under ABGs auksjonsprosess var de i kontakt med totalt 27 potensielle kjøpere, hvorav 11 indikerte en interesse i Belships og åtte skisserte et tilbud til Sonata. Tidships ble også kontaktet. Av de åtte var det tre som skilte seg ut som mest attraktive, herunder Kontrari. Samtlige inneholdt kjøp av aksjer fra Sonata samt fusjon med Belships. De øvrige to forslagene lå også godt over børskurs. Belships bemerker også at det i mange bransjer, herunder shipping, ikke er uvanlig at børskurs ikke reflekterer underliggende verdier i et selskap.

Styret og Sonata vurderte begge at Kontraris tilbud var det beste, bl.a. som følge av fremtidig strategi, lav transaksjonsrisiko og den gode industrielle begrunnelsen. Belships mener det er uforståelig at Tidships kan hevde at begrunnelsen for transaksjonen er kommet til i etterkant.

Belships har også vanskelig for å forstå Tidships' anførsler om at mindretallsvernet i allmennaksjeloven ikke er tilstrekkelig. Det vises til reglene om dokumentasjon, saksbehandling og materielle krav, samt krav om kvalifisert flertall. I tillegg vises det til at Oslo Børs allerede har vurdert spørsmålet om likebehandling mellom aksjonærene, og konkludert med at det ikke var grunnlag for å overprøve Belships' vurdering av dette.

9. BØRSENS MERKNADER TIL KLAGEN

Børsen slår fast at det ikke er kommet vesentlig ny informasjon i saken. Børsen opprettholdt vedtaket, og knyttet enkelte kommentarer til punktene i klagen.

9.1 Om forhåndsuttalelser

Børsen mener forhåndsuttalelsene avgitt i saken er i samsvar med børsens praksis for slike. Det vises til behovet for forutberegnelighet, samtidig som børsen tar forbehold hva gjelder faktum i saken. Børsen oppfatter markedsaktørene slik at det er nødvendig og avklarende med forhåndsuttalelser, og at det må anses som en viktig del av rollen som tilbudsmyndighet. Til punktet om at disse ikke er offentliggjort, bemerker børsen at kompleksiteten og omfanget av en forhåndsuttalelse medfører at det ikke er gjennomførbart eller nødvendigvis avklarende å publisere alle forhåndsuttalelser. Børsen bemerker at den andre forhåndsuttalelsen (28. september 2018) ble offentliggjort, bl.a. fordi det var en fornyet vurdering i en sak med omfattende faktum.

9.2 Omgåelse av tilbudsplikt

Børsen er ikke enig med klager i at det å anse en transaksjon som tilpasset reglene om tilbudsplikt, er inkonsistent med ikke å anse transaksjonen som en omgåelse. Børsen nevner at et kontrollskifte isolert sett kan skje uten at det nødvendigvis utløses tilbudsplikt. Videre understreker børsen at den ikke har lagt til grunn et krav om uttalt ønske om omgåelse, eller at omgåelse skal være eneste formål med transaksjonen, for at det skal foreligge et «særlig tilfelle». Børsen gjentar at det sentrale i vurderingen er om det sentrale i fusjonen er kontrollskiftet eller de forretningsmessige vurderingene og betingelsene for fusjonen, og konkluderer med at det i saken synes å foreligge en industrielt godt begrunnet fusjon. Børsen mener de har anlagt riktig lovanvendelse.

Børsen presiserer at den ikke anser «særlige tilfeller» for bare å kunne foreligge der det ikke er mulig å identifisere andre formål med en transaksjon enn omgåelse. Det fremgår heller ikke av vedtaket. Man må se på hva som er det sentrale elementet. Børsen finner ikke grunnlag i saken for å legge til grunn Tidships' anførsel om at den andre parten har begrunnet transaksjonen på en «forretningsmessig forsvarlig måte» i etterkant.

Børsen gjentar at påleggshjemmelen er en sikkerhetsventil som krever sterke grunner for å kunne brukes. Børsen legger videre til grunn at det er et bevisst lovgivningsvalg at kontrollskifte ved fusjon er unntatt tilbudsplikt. Oslo Børs mener det ikke er anlagt en for høy terskel for at det foreligger «særlige tilfeller».

Når det gjelder de konkrete anførselene fra Tidships om «særlige tilfeller», understreker børsen at den ikke anser det for å være en automatikk i at dersom allmennaksjelovens regler følges, så kan det ikke foreligge et «særlig tilfelle». Det er del av vurderingen, men ikke tilstrekkelig. I tillegg er det i saken nødvendig og avgjørende at fusjonen er forretningsmessig og industrielt godt begrunnet, at aksjeeiere ikke forskjellsbehandles, og at kontrollskiftet ikke er det sentrale. Børsen bemerker at lovens regler imidlertid bidrar til å sikre deler av dette.

Børsen bemerker videre at den ikke er uenig i at det kan foreligge situasjoner der fusjonsreglene etter de konkrete omstendighetene i en sak ikke er egnet til å beskytte aksjeeierne, og der fusjon benyttes aktivt for å sikre kontroll uten å utløse tilbudsplikt. Børsen er imidlertid ikke enig med Tidships i at en slik situasjon foreligger i denne saken. Børsen er for øvrig heller ikke enig i Tidships' anførsel om at fusjonsunntaket bare er aktuelt der aksjeeier ikke får tilbudsplikt som følge av omstendigheter utenfor egen kontrollsfære – unntaket gjelder også der en part deltar aktivt i fusjonen.

I spørsmålet om det foreligger en kontrollpremie, innleder børsen med å understreke at rekkefølgen på aksjesalget og fusjonen er avgjørende for spørsmålet om tilbudsplikt. Børsen mener dette er et helt annet forhold enn vurderingen om «særlig tilfelle» ved fusjon. Videre mener børsen at et forutgående aksjekjøp og en fusjon kan være betinget av hverandre uten å utløse tilbudsplikt.

Børsen bemerker at spørsmålet om kontrollpremie ikke nødvendigvis er knyttet opp mot rekkefølgen av aksjekjøp og fusjon. Børsen mener videre det ikke nødvendigvis foreligger en kontrollpremie i saken. Børsen mener videre en eventuell kontrollpremie i et pliktig tilbud ikke i seg selv er avgjørende for en omgåelse av tilbudsplikten. Når det gjelder poenget om at børskursen ikke steg opp mot prisen i aksjekjøpet, mener børsen dette ikke er relevant fordi det er flere faktorer som kan være avgjørende for verdsettelsen. Børsen har for øvrig ingen ytterligere kommentarer om verdissetingen i saken, utover det som fremgår av vedtaket.

Til anførselene knyttet til hvilket vern allmennaksjeloven gir minoritetsaksjonærene, viser børsen til at Sonata før fusjonen og aksjesalget eide 67,05 prosent av aksjene i Belships ASA, og dermed kunne stemme gjennom en fusjon på egen hånd. Børsen mener dette ikke kan vektlegges all den tid betingelsene i fusjonen er forretningsmessige og gjennomført i henhold til allmennaksjelovens regler. Minoritetsaksjonærene er på sin side beskyttet av reglene om myndighetsmisbruk og kravet om likebehandling.

10. SENERE MERKNADER I SAKEN

10.1 Klagers merknader 7. februar 2019

Tidships innga ytterligere kommentarer i saken i brev 7. februar 2019. Selskapet anser saken godt opplyst, og har derfor ikke ytterligere kommentarer til fremstillingen av faktum eller anførsler. Tidships finner imidlertid grunn til å kommentere uttalelser i Verdipapirhandellovutvalgets nylig avgitte NOU 2019: 1 om bl.a. overtakelsestilbud, der reglene om tilbudsplikt behandles (selv om det ikke foreslås endringer). Tidships mener

utvalget på en god måte oppsummerer hva som ligger i «særlige tilfeller». For det første vises det til uttalelser på side 20 i NOU-en, om betydningen av fraværet av en kontrollpremie. Etter Tidships' vurdering indikerer det at en eventuell kontrollpremie er et sentralt element i vurderingen av «særlige tilfeller». For det andre vises det til side 84, der det fremgår at påleggsadgangen «skal bidra til å ivareta de grunnleggende hensynene bak tilbudsreglene, herunder beskyttelse av minoritetsaksjeeierne, uavhengig av den konkrete prosessen rundt overtakelsen». Tidships peker på tidligere anførsler om at overprisen i aksjekjøpet utgjør en kontrollpremie som ikke har kommet øvrige aksjeeiere til gode, og at de grunnleggende hensynene bak reglene tilsier at tilbudsplikt pålegges. Tidships nevner for øvrig at synergiene fortsatt ikke har gjort seg gjeldende, og at aksjen nå handles for NOK 4,50.

Tidships anfører videre at utvalget mener omgåelse i seg selv ikke er et nødvendig vilkår for å pålegge tilbudsplikt, se NOU-en side 20 og side 84. Etter Tidships' oppfatning står dette i motsetning til børsens anførsel om at omgåelsen må være særlig fremtredende for at det skal foreligge «særlige tilfeller», samt anførselen fra Kontrari om at omgåelse må være eneste formål med en transaksjon.

Tidships viser også til at Sonata nettopp oppnådde målet om et nedsalg av sin posisjon i Belships og det til en betydelig høyere pris enn aksjekursen på tidspunktet, uten at øvrige aksjeeiere har kunnet ta del i dette. Tidships anfører at dette er i kjernen av hva reglene om tilbudsplikt skal ivareta og dermed begrunner pålegg om tilbudsplikt etter «særlige tilfeller».

10.2 Oslo Børs' merknader 11. februar 2019

Oslo Børs innga enkelte merknader i brev 11. februar 2019 som svar til Tidships' anførsler 7. februar. Innledningsvis bemerker børsen at NOU 2019: 1 kun er utvalgets innstilling og dermed bare del av en pågående lovgivningsprosess. Børsen mener man må være varsom med å ta enkelte ord og uttrykk i en oppsummering av gjeldende rett til inntekt for eget syn. Børsen er ikke enig i at det kan utledes noe konkret for saken av sitatene på side 20 i NOU-en. Børsen viser videre til at utvalget ikke foreslår endringer i lovgivningen for tilbudsplikt, og deler ikke Tidships' vurdering av at NOU-en indikerer en endring av rettstilstanden.

Til de utvalgte sitatene til Tidships bemerker børsen at det første sitatet er innledet med «ved omgåelser», og at børsen allerede har redegjort for deres forståelse av når det foreligger omgåelse ved fusjoner. Børsen bemerker videre at sitatet om «fusjoner og fusjonslignende arrangementer eller andre strukturer» ikke skal forstås slik at «fusjonslignende arrangementer eller andre strukturer» alene kan begrunne pålegg om tilbudsplikt. Børsen viser til et annet sitat fra utredningen som børsen mener illustrerer at tillegget om fusjonslignende arrangementer eller andre strukturer, er beregnet på utenlandske foretak underlagt regelverk i land utenfor EU/EØS-området.

10.3 Kontraris og Belships' merknader 12. februar 2019

Kontrari avga merknader 12. februar 2019 til Tidships' anførsler 7. februar 2019.

Kontrari er enig med Tidships i at fraværet av en kontrollpremie ved fusjonstilfeller er et element i begrunnelsen for fusjonsgrunnlaget, noe Kontrari også mener Oslo Børs korrekt har vektlagt i vedtaket. Kontrari gjentar at det ikke betales en kontrollpremie i saken. Til Tidships' sitater om omgåelsestilfeller, bemerker Kontrari at de ikke er enig i at transaksjonen i saken er et eksempel på «fusjonslignende arrangementer eller andre strukturer som er valgt nettopp for å omgå tilbudsplikt». Det vises til de tidligere anførte begrunnelsene for transaksjonen. For øvrig gjentas en anførsel om at klar lovhjemmel er nødvendig for å pålegge tilbudsplikt som følge av det inngrepet det utgjør.

I brev samme dato slutter Belships seg til Kontraris anførsler. Belships bemerker også at dersom det legges til grunn at prisen i en forutgående aksjetransaksjon før en fusjon vil kunne medføre at det foreligger særlige grunner for tilbudsplikt, vil det kunne skape en svært uklar og lite forutsigbar rettsstilling. Belships anfører at det i så fall må gis klar veiledning om størrelsen på eierandelen som kan kjøpes og hvor kort tid det må gå mellom aksjetransaksjonene og fusjonen for at et slikt synspunkt skal kunne legges til grunn.

10.4 Tidships' merknader 15. februar 2019

I brev 15. februar 2019 uttrykker Tidships uenighet med børsens vurderinger av NOU 2019: 1 og uttalelsene som fremgår der. Særlig er Tidships uenig med børsen i at utvalgets uttalelser om «fusjonslignende arrangementer eller andre strukturer» på side 84 kun gjelder utenlandske fusjonslignende arrangementer. Det vises særlig til at det på et annet sted på side 84 nettopp vises til utenlandske regler. Tidships viser til at det heller ikke er støtte for et slikt syn i gjeldende forarbeider.

Til anførselen om behovet for klare regler, bemerker Tidships at så lenge det foreligger «særlige tilfeller» er lovhjemmelen klar, og videre at når det gjelder behovet for klar veiledning, kan det her vises til at det foreligger to transaksjoner som er nøye koordinert og gjensidig betinget av hverandre. Tidships mener det ikke er behov for ytterligere veiledning om hva som er en omgåelse. Pålegg om tilbudsplikt vil dermed ikke være til hinder for en klar og forutsigbar rettstilstand.

11. BØRSKLAGENEMNDENS BEMERKNINGER

11.1 Generelt om regelverket

Saken gjelder spørsmålet om den foreliggende fusjonen – sett i sammenheng med den forutgående aksjetransaksjonen – er et særlig tilfelle som medfører at tilbudsmyndigheten kan, og eventuelt bør, pålegge tilbudsplikt, jf. verdipapirhandelloven § 6-2 andre ledd jf. første ledd nr. 3.

Det sentrale hensynet bak reglene om tilbudsplikt er beskyttelse av minoritetsaksjonærene 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 betalt for sin posisjon i målselskapet», jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) punkt 26.1.5. Samtidig

skal tilbudspliktreglene ta hensyn til behovet for strukturendringer i næringslivet, jf. NOU 2005: 17 Om overtakelsestilbud, punkt 6.4.

I NOU 1996: 2 Verdipapirhandel ble spørsmålet om tilbudsplikt ved fusjon vurdert. Verdipapirhandellovutvalget foreslo at det skulle gis særskilt unntak for tilbudsplikt ved erverv av aksjer i en fusjon, og uttalte følgende (på side 111):

Verdipapirhandellovutvalget viser til at fusjonsavtaler etter aksjeloven § 14-4 skal godkjennes av selskapenes generalforsamlinger. Beslutningen krever tilslutning fra minst to tredjedeler såvel av de avgitte stemmer som av den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen. I børsforskriften kap. 17 er det nå gitt regler om prospekt ved fusjoner. Det følger av forskriftens § 17-1 at ved fusjon av selskaper med børsnoterte aksjer, skal ett av selskapene utarbeide prospekt som inneholder nærmere spesifiserte opplysninger. Ved fusjon hvor ett av selskapene ikke har børsnoterte aksjer, kan børsen fritta fra plikten til å utarbeide prospekt når fusjonen ikke har betydning for vurderingen av de børsnoterte aksjene eller når særlige grunner for øvrig tilsier det. Fusjonsprospektet skal etter forskriften § 17-2 offentliggjøres og sendes aksjonærene i de fusjonerende selskapene senest samtidig med innkallingen til generalforsamling for behandling av forslaget til fusjon.

Etter utvalgets syn ivaretar den prosedyre aksjeloven og børsforskriften legger opp til, hensynet til aksjonærene i de to selskapene som ønskes fusjonert. Aksjonærene fatter beslutningen om fusjon på bakgrunn av de opplysninger om selskapet som skal fremgå av prospektet. Aksjonærene behandles likt med hensyn til utbetaling av fusjonsvederlag og det vil ikke foreligge noen kontrollpremie som i henhold til tilbudspliktreglene bør komme minoritetsaksjonærene til gode. I tillegg vises det til at aksjelovens alminnelige minoritetsvernsregler gjelder på vanlig måte. Det vises til § 9-16 som fastsetter at generalforsamlingen ikke kan treffe beslutning som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning, og § 15-1 om erstatningsansvar for bl.a. medlemmer av ledelsen og aksjeeiere for skade som vedkommende uaktsomt eller forsettelig volder selskapet, aksjeeiere eller andre under utøvelsen av sin oppgave. Dersom fusjonen får tilstrekkelig flertall på generalforsamlingen kan ikke utvalget se at det er hensyn som tilsier at minoritetsaksjonærene i det ene av de fusjonerende selskapene skal gis adgang til å trekke seg ut av selskapet etter reglene om tilbudsplikt dersom en tidligere aksjonær i det andre selskapet som følge av utstedelse av vederlagsaksjer når opp i en andel på 40 % av aksjene i det fusjonerte selskapet. Vedkommende kontrollerende aksjonær vil som nevnt ha mottatt vederlagsaksjer på samme betingelser som de øvrige aksjonærene. Det vil derfor ikke foreligge noen kontrollpremie som bør fordeles på de øvrige aksjonærene. Utvalget foreslår etter dette at tilbudspliktreglene ikke gis anvendelse der grensen for tilbudsplikt overskrides ved mottak av vederlagsaksjer i forbindelse med fusjon (...).

I NOU 1996: 2 foreslo verdipapirlovutvalget at børsen i «særlige tilfeller» skulle kunne pålegge tilbudsplikt ved erverv av aksjer ved arv, gave eller som vederlag ved skifte. For erverv ved fusjon og fusjon ble det ikke foreslått å gi en slik hjemmel for børsen.

I sin høringsuttalelse til verdipapirlovutvalgets forslag foreslo Oslo Børs at det også skulle kunne pålegges tilbudsplikt ved erverv av aksjer i form av vederlag ved fusjon. Det ble vist til

at «det også ved slike erverv kan tenkes konstruksjoner som bare er begrunnet i å unngå tilbudsplikt», se Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) punkt 9.2.4. Børsen viste særlig til at utvidelsesområdet for fusjonsreglene i utkastet til ny lov om allmennaksjeselskaper ville bli vesentlig utvidet, jf. allmennaksjeloven § 13-2 første ledd.

Departementet uttalte følgende i Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) punkt 9.2.4:

Departementet slutter seg til de foreslåtte unntak fra tilbudsplikten ved erverv i form av arv, gave, skifte samt vederlagsaksjer ved fusjon eller fisjon. På bakgrunn av Oslo Børs høringsuttalelse foreslås det 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.

I verdipapirhandelloven 1997 ble unntaket for tilbudsplikt ved fusjoner inntatt i § 4-2 første ledd nr. 3. I bestemmelsens tredje ledd fikk børsen hjemmel til å pålegge tilbudsplikt i «særlige tilfeller» også ved fusjoner og fisjoner.

Rådsdirektiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud ble vedtatt i april 2004 (Overtakelsesdirektivet). I NOU 2005:17 Om Overtakelsestilbud fremmes det forslag om endringer i verdipapirhandelloven, blant annet for å få det norske regelverket i samsvar med direktivet. Hva angår tilbudsplikt ved fusjon bemerket utvalget at ervervsbegrepet i direktivet ikke har uttrykkelige unntak for særlige typer erverv som blant annet vederlag ved fusjon, jf. punkt 5.2. Utvalget bemerket så følgende på side 23:

*Utvalget viser til utredningen pkt. 3.1 om adgang til å foreta presiseringer og oppstille unntak fra nasjonale bestemmelser som gjennomfører direktivets bestemmelser. Art. 5(1) oppstiller en helt generell bestemmelse om krav til tilbudsplikt, og det er derfor nødvendig med visse presiseringer og unntak ved den nasjonale implementering av bestemmelsen. Utvalget foreslår at de særskilte bestemmelsene for visse typer erverv i vphl. § 4-2 første og tredje ledd, samt unntaket for finansinstitusjoners erverv av aksjer for å unngå eller begrense tap på engasjement etter vphl. § 4-3, videreføres. De nevnte unntak innebærer ingen vesentlig begrensning av tilbudspliktreglenes nedslagsfelt, og må anses for å være i overensstemmelse med direktivets prinsipp om likebehandling av aksjeeiere, jf. art. 3(1) bokstav a). **Utvalget vil samtidig understreke at tilbudsmyndigheten ved praktiseringen av reglene må sikre at direktivets prinsipper overholdes.**¹*

I Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) ble forholdet mellom norsk rett og Overtakelsesdirektivet nærmere vurdert. Det heter i kapittel 24 blant annet følgende:

En viktig forskjell mellom direktivet og norsk rett (både mht forhold som allerede er regulert i norsk rett og nye forhold) er at direktivet oppstiller et rammeverk for overtakelsestilbud som består av prinsipper og et begrenset antall generelle bestemmelser, mens norsk rett inneholder mer spesifikke bestemmelser og krav.

¹ Nemdens utheving.

Direktivet åpner imidlertid for at det kan fastsettes mer detaljerte regler i nasjonal rett, jf. direktivets fortale punkt 26. Videre er flere av direktivets bestemmelser valgfrie, i den forstand at den enkelte medlemsstat kan velge om de ønsker å gjennomføre direktivbestemmelsene eller ikke. I tillegg er enkelte av direktivets bestemmelser utformet slik at de inneholder minimumsregler sett i forhold til gjeldende norsk rett.

Det legges opp til å videreføre det norske systemet med den mer presise og detaljerte reguleringen av overtakelsestilbud. Det anses ikke hensiktsmessig å endre det norske regelsystemet til et prinsippbasert system. Etter departementets syn vil et system basert på presise og detaljerte regler legge til rette for økt forutberegnlighet for markedsaktørene i forhold til et mer prinsippbasert system.

En regulering av oppkjøpssituasjoner vil generelt sett bidra til å legge til rette for å skape den tilliten som anses nødvendig for et velfungerende verdipapirmarked. Utformingen av regulering av overtakelsessituasjoner må nødvendigvis balanseres mellom hensyn av til dels ulik karakter. De sentrale hensynene bak regler om tilbudsplikt er som nevnt å sikre minoritetsaksjeeiere i målselskapet en viss beskyttelse og å sikre likebehandling av aksjeeiere. Disse hensynene må vurderes opp imot behovet for samfunnsnyttige strukturendringer i næringslivet.

Hva angår tilbudsplikt for fusjoner, ga departementet sin tilslutning til NOU'ens merknader på side 23 som sitert ovenfor (se side 364-365).

Basert på det ovenstående ble ny verdipapirhandellov vedtatt i 2007, der nevnte § 4-2 første og tredje ledd om unntak fra tilbudsplikt ved fusjon og hjemmelen til å pålegge tilbudsplikt i «særlige tilfeller» ble videreført i § 6-2 første og annet ledd. Dette er et eksempel på at de norske reglene åpner for unntak som ikke følger direkte av direktivet, men supplert av en skjønsmessig hjemmel for tilbudsmyndigheten til likevel å pålegge tilbudsplikt, blant annet med sikte på å ivareta prinsippene i direktivet.

Det følger således av de ovenstående sitatene fra NOU 2005: 17 side 23 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) at de grunnleggende prinsippene i Overtakelsesdirektivet skal tillegges betydning ved tolkningen og praktiseringen også av de norske reglene. Dette gjelder blant annet direktivets Art. 3 nr. 1 bokstav (a) som fastsetter at aksjeeierne i samme klasse skal behandles likt.

Børsklagenemnden bemerker at den ikke anser at de norske forarbeidene og Overtakelsesdirektivet gir uttrykk for forskjeller av betydning som tolkningsmomenter for vurderingen som skal gjøres etter verdipapirhandelloven § 6-2 annet ledd. Som det fremgår av sitatet fra NOU 1996:2 side 111, gjengitt ovenfor, var likebehandlingen av aksjonærene ved fusjoner en vesentlig begrunnelse for at fusjoner ble unntatt fra tilbudsplikt.

Når det skal vurderes om det foreligger et «særlig tilfelle» som innebærer at tilbudsplikt skal pålegges, vil det således ha stor betydning om de hensyn som begrunner unntaket fra tilbudsplikt ved fusjoner, foreligger. Dette inkluderer likebehandling av aksjonærene, at det ikke betales en kontrollpremie eller annen særfordel til enkeltaksjonærer, samt at prosedyrer

og regelverk er fulgt ved gjennomføringen av fusjonen. Dersom en fusjon som innebærer en kontrollovergang ikke oppfyller de ovenstående hensynene kan det være grunnlag for å pålegge tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven § 6-2 annet ledd. Samtidig må det tas hensyn til lovgivers uttalte forutsetning om at tilbudspliktreglene skal være forutberegnelige og ikke unødige hindre nødvendige strukturendringer i næringslivet.

Oslo Børs har i sitt vedtak lagt til grunn at en sentral problemstilling ved spørsmålet om det foreligger en omgåelse av tilbudsplikten og derved 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» (vedtaket side 13). I sin konkrete vurdering tok børsen utgangspunkt i at spørsmålet var om det var «kontrollskiftet i seg selv eller de forretningsmessige vurderinger og betingelser ved fusjonen som er det sentrale elementet». Oslo Børs konkluderte med at «kontrollskifte ikke er det sentrale ved fusjonen, at transaksjonen ikke er strukturert med det formål å oppnå et kontrollskifte uten å utløse tilbudsplikt til øvrige aksjeeiere i Belships, og dermed at det ikke kan anses å foreligge en omgåelse av tilbudsplikten».

Børsklagenemnden er enig med Oslo Børs i at formålet med transaksjonen har betydning ved vurderingen. Nemnden er imidlertid ikke enig med Oslo Børs i at det uten videre er avgjørende hva som er det «sentrale elementet» i transaksjonen. Selv om en fusjon er forretningsmessig velbegrunnet – og det hovedsakelige formålet med fusjonen dermed ikke er å unngå tilbudsplikt – kan det være grunnlag for å pålegge tilbudsplikt, dersom de hensyn som begrunner at fusjoner er unntatt fra tilbudsplikt – se gjennomgangen av dette ovenfor – ikke er til stede i det konkrete tilfellet.

Basert på de ovenstående generelle betraktningene vil Børsklagenemnden vurdere spørsmålet om å pålegge tilbudsplikt i denne saken.

11.2 Den konkrete vurdering

Spørsmålet er etter dette om det i foreliggende tilfelle foreligger et «særlig tilfelle» som innebærer at Kontrari kan pålegges tilbudsplikt, og om Kontrari bør pålegges tilbudsplikt, jf. verdipapirhandelloven § 6-2 annet ledd. Børsklagenemnden har full kompetanse i saken, og kan også prøve det skjønns Oslo Børs har utvist.

Transaksjonene bestod av to elementer – et aksjesalg og en trekantfusjon – som ble avtalt mellom Sonata og Kontrari i sammenheng. Aksjeervertet brakte Kontraris eierandel i Belships opp i 30,2 prosent. Gjennom trekantfusjonen overførte Kontrari eiendeler i form av aksjer i datterselskaper til et datterselskap av Belships mot vederlag i aksjer i Belships. Ved denne fusjonen ble Kontraris eierandel i Belships økt til 68,78 prosent av aksjene.

Fusjonen ble godkjent i ekstraordinær generalforsamling i Belships 26. oktober 2018. Aksjetransaksjonen ble gjennomført 31. oktober 2018. Fusjonen ble registrert i Foretaksregisteret 10. desember 2018.

Dersom en transaksjon struktureres for å unngå tilbudsplikt, er dette i seg selv verken nødvendig eller tilstrekkelig til at det foreligger et «særlig tilfelle» etter verdipapirhandelloven § 6-2 annet ledd. Det er i utgangspunktet helt legitimt å tilpasse seg det relevante regelverket slik at uønskede konsekvenser – i dette tilfellet tilbudsplikt – ikke oppstår. Det kan heller ikke anses uvanlig at en part i en fusjon har kjøpt seg opp i fusjonspartneren i forkant av fusjonen.

Tidships har gjort gjeldende at hensynene bak unntaket fra tilbudsplikt for fusjoner ikke gjør seg gjeldende i tilfeller som det foreliggende, der fusjonsinstituttet benyttes aktivt for å sikre overføring av kontroll fra en dominerende aksjonær til en annen. Børsklagenemnden er ikke enig i dette. En kontrollovergang er ikke et uvanlig element ved fusjoner. Ved fusjoner av selskap med ulik størrelse, vil et kontrollskifte kunne være en nødvendig konsekvens av aksjelovgivningens regler. Unntaket for tilbudsplikt gjelder som alminnelig utgangspunkt generelt for fusjoner, også der kontrollen overføres fra en kontrollerende aksjonær til en annen. En annen løsning ville undergravet mye av formålet med å unnta fusjoner fra tilbudsplikt. Men også i disse situasjonene må det vurderes om de hensyn som begrunner unntak fra tilbudsplikt foreligger, eller om det foreligger et «særlig tilfelle» som gir grunnlag for å pålegge tilbudsplikt.

Fusjonen innebar en sammenslåing av virksomhetene til henholdsvis Belships og Kontrari. Belships flåte på sju skip ble ved fusjonen tilført ni skip, slik at den fusjonerte virksomheten hadde en flåte på 16 skip. Kontrari tilførte også en kommersiell managementvirksomhet basert i Bangkok som – i følge fusjonsplanen – komplementerte Belships tekniske operasjon og bemanningsvirksomhet basert i Singapore. Børsklagenemnden har ikke grunn til å betvile disse opplysningene. Nemnden bemerker også – basert på anførselene gjort gjeldende av klagerne – at den ikke kan se at begrunnelsen for fusjonen er konstruert i etterkant. Transaksjonen og begrunnelsen for den ble skissert allerede i børsmelding 6. juli 2018.

Sammenslåingen fremstår således kommersielt begrunnet og som en sammenslåing som i utgangspunktet naturlig faller inn under de tilfellene unntaket fra tilbudsplikt ved fusjoner etter verdipapirhandelloven § 6-2 første ledd er ment å omfatte.

Et av hensynene for å unnta fusjoner fra tilbudspliktreglene er at børsregelverket og aksjelovgivningen inneholder prosedyrer og regler som beskytter minoritetsaksjonærene. Børsklagenemnden har ingen opplysninger som tilsier at disse prosedyrene ikke er fulgt i dette tilfellet. Det kan i den sammenheng ikke ha betydning at Sonata hadde en eierandel i Belships som medførte at Sonata kunne stemme gjennom fusjonen alene. Aksjelovgivningens minoritetsvernsregler gjelder også i slike tilfeller. Det er nok riktig at disse minoritetsvernsreglene er mindre effektive i forhold til å ivareta formålet med tilbudspliktreglene enn det vil være å pålegge tilbudsplikt, men det kan ikke ha avgjørende betydning. Transaksjoner mellom en kontrollerende aksjonær og fusjonspartneren – som inkluderer avtaler om aksjeervert og forpliktelser om stemmegivning for en fusjon – er det imidlertid grunn til å vurdere med særlig aktsomhet.

Klagerne har gjort gjeldende at verdien av Belships både i aksjekjøpet og i fusjonen er fastsatt betydelig høyere enn hva markedets vurdering av verdien av aksjene i Belships tilsier. I fusjonen ble Belships verdsatt til NOK 6,60 per aksje, mens prisen i aksjetransaksjonen var NOK 7 per aksje. Dette er betydelig over historisk aksjekurs. Sluttkursen dagen før transaksjonen ble offentliggjort 6. juli 2018 var NOK 5,46. Klagerne gjør gjeldende at det i aksjetransaksjonen betales for kontroll. Prisen i aksjetransaksjonen er prisen Sonata krevde for å oppgi kontroll og samtidig forpliktet seg til å stemme gjennom fusjonen. Dette er kjernen i hva som utgjør en kontrollpremie.

Kontrari har gjort gjeldende at bytteforholdet og verdsettelsen i fusjonen var markedsmessig. Lighthouse var ikke børsnotert, og partene valgte å basere verdiberegningene på substansverdier med utgangspunkt i skipstakster og nåverdiberegning av kontantstrømmer i managementselskapene. Det uttales at det «ikke [er] uvanlig at man i forbindelse med et oppkjøp eller en fusjon beregner en annen substansverdi enn det børskursen viser» (brev fra Wikborg Rein Advokatfirma 16. januar 2019). Kontrari hevder videre at det ikke er betalt noen kontrollpremie i aksjetransaksjonen. I brevet 16. januar 2019 uttales det at prisen på NOK 7 per aksje «dekker beregnet substansverdi av Belships med et mindre tillegg for antatte synergier som følge av sammenslåing med Lighthouse». I et tidligere brev 17. august 2018 fra Wikborg Rein Advokatfirma til Oslo Børs uttales det at prisen på NOK 7 «reflekterer ... partenes oppfatning om verdien på aksjene i det *sammenslåtte* selskapet» og at prisen «følgelig ikke [kan] sammenlignes med børskursen da avtalen ble inngått». Det heter videre at den «forventede styrkingen av selskapets stilling som følge av fusjonen er noe som vil komme alle selskapets aksjonærer til gode».

Børsklagenemnden finner ikke grunn til å gå nærmere inn på *verdsettelsen av Belships i fusjonen* isolert sett. For Børsklagenemnden fremstår den sentrale problemstillingen å være sammenhengen mellom fusjonen og aksjetransaksjonen og det særlige vederlaget Sonata oppnådde ved aksjesalget. Gjennomføringen av den forutgående aksjetransaksjonen var betinget av den etterfølgende fusjonen og Sonata forpliktet seg til å stemme for fusjonen i generalforsamlingen i Belships. Fusjonen var på samme måte betinget av at aksjetransaksjonen ble gjennomført. Det er i en slik situasjon naturlig å vurdere om transaksjonene samlet sett innebærer at det foreligger et slikt «særlig tilfelle» at tilbudsplikt kan og bør pålegges.

Børsklagenemnden må derfor også vurdere omstendighetene rundt og konsekvensene av den *forutgående aksjetransaksjonen*.

Konsekvensen av aksjetransaksjonen var at Sonata som eneste aksjonær fikk et kontantvederlag for en betydelig del av sine aksjer. Prisen ble fastsatt til NOK 7 per aksje, noe som tilsvarte en overpris på 28 prosent sett i forhold til børskursen på dette tidspunktet (NOK 5,46). De øvrige aksjonærene i Belships mottok ikke noe kontantvederlag, men ble gjennom fusjonen eiermessig utvannet.

I sitt vedtak tok ikke Oslo Børs endelig stilling til om Kontrari betalte en kontrollpremie i aksjetransaksjonen. Børsen la til grunn at det «ikke nødvendigvis foreligger en kontrollpremie», blant annet basert på at de hadde «forståelse for» Kontraris anførsel om at merprisen i aksjetransaksjonen var begrunnet i synergiene fusjonen medførte for det sammenslåtte selskapet og dermed ikke kunne sammenlignes med børskursen da avtalen ble inngått.

Som det følger av det ovenstående, er et av hensynene for å unnta fusjoner fra tilbudsplikt at det ikke betales noen kontrollpremie eller annen særfordel til enkeltaksjonærer, da alle aksjonærer behandles likt ved utbetaling av fusjonsvederlaget.

En kontrollpremie reflekterer regulært den pris over aktuell børskurs som betales for en kontrollerende aksjepost. Prisingen reflekterer også det forhold at det over børs typisk omsettes mindre poster.

Som nevnt over har Kontrari gjort gjeldende at merprisen i forhold til børskursen ikke utgjør en kontrollpremie, men en kombinasjon av de underliggende substansverdier i Belships samt synergieffektene i det sammenslåtte selskapet.

Når det gjelder de underliggende substansverdier i Belships, vil Børsklagenemnden påpeke at en merpris i forhold til børskurs for å oppnå kontroll, ofte vil være begrunnet i at kjøper ved å oppnå kontroll lettere får tilgang til de underliggende verdier i målselskapet. Den faktiske realitet i denne saken er at Sonata var den eneste aksjonæren i Belships som fikk tilgang til deler av den underliggende substansverdien i form av kontantvederlag. Den etterfølgende utvikling – selv om den ikke er avgjørende – har ikke gitt Belships øvrige aksjonærer mulighet til å realisere aksjer på de nivåene Sonata oppnådde i aksjetransaksjonen.

Det ovenstående er også dekkende for tilgangen til synergieffektene i det sammenslåtte selskapet. Også her fikk Sonata en mulighet til å realisere denne verdien i forkant av fusjonen. Det er for Børsklagenemnden vanskelig å forstå begrunnelsen for at Sonata alene skulle få anledning til å realisere denne verdien ved salg av aksjer i Belships. Forholdet underbygger uansett den nære relasjonen mellom aksjetransaksjonen og fusjonen.

Sonata gjorde sin aksept av fusjonen betinget av at de mottok et kontantvederlag på MNOK 100 for deler av aksjene de eide i Belships. Kontrari ville kun kjøpe aksjene på betingelse av at Sonata godkjente fusjonen. Gjennom de to transaksjonene ble kontrollen i Belships overført fra Sonata til Kontrari. Børsklagenemnden finner det naturlig å anse merprisen i aksjetransaksjonen som en kontrollpremie eller tilsvarende særfordel.

Som nevnt tidligere, er Børsklagenemnden ikke enig med Oslo Børs i at det avgjørende spørsmålet ved vurderingen av om det skal pålegges tilbudsplikt er om det er kontrollskiftet eller de forretningsmessige vurderinger og betingelser som er det «sentrale elementet» i transaksjonene. Også ved forretningsmessig vel begrunnede fusjoner må det vurderes om de hensyn som begrunner unntaket fra tilbudsplikt, foreligger i det konkrete tilfellet.

I denne saken er forholdet at Sonata – som dominerende aksjonær i Belships – har inngått en avtale med Kontrari som inneholdt to elementer. Det ene var en realisering av et stort antall aksjer til en kurs som lå betydelig over aksjekursen i Belships. Det andre elementet var fusjonen mellom Belships og Kontrari. Sonata ville ikke motta vederlaget i aksjetransaksjonen med mindre de stemte for fusjonen og de ville ikke stemme for fusjonen uten at de mottok vederlaget i aksjetransaksjonen. Når de to transaksjonene på denne måten er gjort gjensidig avhengig av hverandre, fremstår merprisen over aksjekurs i aksjetransaksjonen som en kontrollpremie eller tilsvarende særfordel, og uansett som en forskjellsbehandling i forhold til de øvrige aksjonærene. Forskjellsbehandlingen synes vanskelig å harmonere med de føringer som følger av Overtakelsesdirektivet Artikkel 3, og som etter de norske forarbeidene skal ivaretas ved lovanvendelsen. Forskjellsbehandlingen er også vanskelig å forene med de hensyn som etter de norske forarbeidene begrunner at fusjoner er unntatt fra tilbudsplikt.

Likebehandling av aksjonærene – særlig med hensyn til betaling av fusjonsvederlaget – er som nevnt et av de grunnleggende hensyn som begrunner unntaket fra tilbudsplikt i fusjonstilfellene. I denne saken er den faktiske realitet at Sonata har realisert en merverdi gjennom transaksjonene som ikke har kommet de øvrige aksjonærene til gode. Merprisen i forhold til børskurs var på 28 prosent og fremstår som betydelig. Når denne merverdien er oppnådd i forbindelse med at en kontrollerende aksjonær forpliktet seg til å stemme for en fusjon der kontroll overføres fra den kontrollerende aksjonæren til fusjonsmotparten, sviker en vesentlig forutsetning for at fusjonen ikke utløser tilbudsplikt.

Det har også betydning for Børsklagenemndens vurdering at påleggelse av tilbudsplikt innebærer en betydelig forpliktelse. Det er derfor viktig at reglene og anvendelsen av disse er forutsigbare for aktørene. Børsklagenemnden understreker derfor at det for nemnden har vært avgjørende at aksjetransaksjonen og fusjonen var gjensidig betinget av hverandre, og at den kontrollerende aksjonæren i Belships gjennom aksjetransaksjonen realiserte en betydelig merpris som de øvrige aksjonærene ikke fikk del i.

Børsklagenemnden har etter dette konkludert med at det foreligger et «særlig tilfelle» etter verdipapirhandelloven § 6-2 annet ledd. Slik bestemmelsen er formulert, er det ingen plikt for tilbudsmyndigheten å pålegge tilbudsplikt selv om vilkårene er oppfylt. På bakgrunn av de hensyn som gjør seg gjeldende, jf. fremstillingen ovenfor, mener nemnden at det bør pålegges tilbudsplikt i denne saken.

Børsklagenemnden har etter dette konkludert med at Kontrari AS og Kontrazi AS pålegges tilbudsplikt. Det er ikke omstridt at disse to selskapene må konsolideres, jf. verdipapirhandelloven § 6-5.

Tilbudsprisen fastsettes til NOK 7 per aksje. Prisen er det høyeste vederlag tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte og sikrer likebehandling, jf. verdipapirhandelloven § 6-10 fjerde ledd.

Børsklagenemnden fatter etter dette slikt enstemmig

vedtak:

1. Oslo Børs' vedtak 21. desember 2018 oppheves.
2. Kontrari AS og Kontrazi AS pålegges tilbudsplikt i Belships ASA, jf. verdipapirhandelloven § 6-2(2), jf. § 6-2(1) nr. 3. Tilbudsprisen fastsettes til NOK 7 per aksje.


Christian Lund


Knut Berge


Espen Klitzing


Cecilie Kvalheim


Hugo P. Matre