

Tidships AS

Ved e-post: Arntzen de Besche Advokatfirma AS v/ Marianne Sahl Sveen

Finansplan AS

Ved e-post: Tom Komnæs

Jenssen & Co AS

Ved e-post: Anton Jensen

Regent AS/Gudmund Joar Bratrud

Ved e-post: Gudmund Joar Bratrud

Torstein Sjøland og Liv Sjøland

Ved e-post: Liv Sjøland

AR Fonds AS/AR Vekst AS/AR Obligasjon AS

Ved e-post: Arne Risøy

Jomaho AS

Ved e-post: Johan Marcus B. Holm

HKG Holding AS

Ved e-post: Hans Kristian Grani

Kontrari AS og Kontrazi AS

Ved e-post: Wikborg Rein Advokatfirma AS v/ Erik Leganger

Belships ASA

Ved e-post: Advokatfirmaet Thommessen AS v/ Stig Berge

Dato: 21. desember 2018

Belships ASA – Vedtak vedrørende tilbudsplikt

1. Innledning

Det vises til brev av 14. november 2018 fra Arntzen de Besche Advokatfirma AS ("Arntzen de Besche") på vegne av Tidships AS ("Tidships") (Vedlegg 1) med krav om pålegg av tilbudsplikt til NOK 7 per aksje i Belships ASA ("Belships" eller "Selskapet") for Kontrari AS og Kontrazi AS (heretter "Kontrari") ved gjennomføring av fusjon vedtatt i ekstraordinær generalforsamling i Belships 26. oktober 2018. Varsel om krav om pålegg av tilbudsplikt

ble sendt i brev 3. oktober 2018 og er vedlagt brevet av 14. november 2018. Saken gjelder Kontraris kjøp av aksjer i Belships ASA fra Sonata AS ("Sonata") og etterfølgende fusjoner mellom datterselskap av Kontrari og datterselskap av Belships (heretter for enkelhets skyld omtalt som fusjonen og ikke fusjoner). Tidships eier 5 020 432 aksjer i Belships.

Wikborg Rein Advokatfirma AS ("Wikborg Rein") på vegne av Kontrari og Advokatfirmaet Thommessen AS ("Thommessen") på vegne av Belships har inngitt felles merknader til kravet om pålegg av tilbudsplikt i brev av 22. november 2018 (Vedlegg 2).

Spørsmålet er hvorvidt vilkårene er oppfylt for at tilbudsmyndigheten kan pålegge tilbudsplikt som følge av "særlige tilfelle" ved fusjon, jf. verdipapirhandelloven ("vphl.") § 6-2 (2).

Oslo Børs ASA ("Oslo Børs" eller "børsen") har mottatt brev med tilslutning til Tidships' krav om pålegg av tilbudsplikt fremsatt 14. november 2018, fra enkelte minoritetsaksjeeiere i Belships (Vedlegg 3), som med det også har status som part i saken:

- 6. desember 2018, Tom Komnæs på vegne av Finansplan AS som eier 156 798 aksjer i Belships,
- 7. desember 2018, Anton Jenssen på vegne av Jenssen & Co AS som eier 302 816 aksjer i Belships,
- 7. desember 2018, Gudmund Joar Bratrud på vegne av Regent AS som eier 21 500 aksjer i Belships og 15 000 personlig eide aksjer i Belships,
- 10. desember 2018, Torstein og Liv Sølund som eier 370 000 aksjer i Belships,
- 10. desember 2018, Arne Risøy på vegne av AR Fonds AS, AR Vekst AS og AR Obligasjon AS som eier henholdsvis 416 183, 202 995 og 88 199 aksjer i Belships,
- 10. desember 2018, Johan Marcus B. Holm på vegne av Jomaho AS som eier 316 620 aksjer i Belships, og
- 13. desember 2018, Hans Kristian Grani på vegne av HKG Holding AS som eier 168 117 aksjer i Belships.

2. Tidligere saksgang

19. juni 2018 mottok Oslo Børs ASA i brev (Vedlegg 4) en anmodning fra Wikborg Rein på vegne av Kontrari om forhåndsuttalelse vedrørende tilbudsplikt i forbindelse med Kontraris kjøp av aksjer i Belships fra Sonata og etterfølgende fusjoner mellom datterselskap av Kontrari og datterselskap av Belships.

Oslo Børs vurderte i tilbakemelding av 29. juni 2018 (Vedlegg 5) at den forelagte transaksjonen ikke faller inn under "særlige tilfeller" i 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 brev av 8. august 2018 (Vedlegg 6) fra Arntzen de Besche på vegne av Tidships ble Oslo Børs anmodet om fornyet vurdering av spørsmålet om tilbudsplikt vil inntre ved gjennomføring av aksjekjøpet og fusjonen ved å vurdere hvorvidt vilkårene for at tilbudsmyndigheten kan pålegge tilbudsplikt som følge av at "særlige tilfelle" ved fusjon er oppfylt, jf. vphl. § 6-2 (2).

Merknader til brevet av 8. august 2018 ble gitt av Wikborg Rein på vegne av Kontrari 17. august 2018 (Vedlegg 7). Ytterligere merknader fra partene i saken ble avgitt:

- Brev 4. september 2018 fra Arntzen de Besche på vegne av Tidships (Vedlegg 8)
- Brev 6. september 2018 Wikborg Rein på vegne av Kontrari (Vedlegg 9)
- Brev 10. september 2018 fra Arntzen de Besche på vegne av Tidships (Vedlegg 10)

Basert på dette avga Oslo Børs 28. september 2018 (Vedlegg 11) en fornyet uttalelse vedrørende spørsmålet om tilbudsplikt i Belships i forbindelse med nevnte transaksjon.

Oslo Børs var 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 kunne ikke se at de hovedhensyn som unntar fusjon fra tilbudspliktreglene ikke anses å være tilstede i dette konkrete tilfellet. Vilåret om "særlig tilfelle" i henhold til vphl. § 6-2 (2) ble dermed ikke ansett oppfylt. Det ble lagt til grunn at fusjonen vil bli gjennomført i tråd med aksje- og allmennaksjelovens alminnelige regler om fusjon med forutsetning om godkjennelse 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.

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 likebehandlingsregelen i vphl. § 5-14 og børsens løpende forpliktelser punkt 2.1. Ettersom spørsmålet ikke omhandler vedtak om eventuell tilbudsplikt i Belships for Kontrari, men en vurdering av Belships' likebehandling av aksjeeierne i Selskapet, vil det ikke bli behandlet i og være del av dette vedtaket, siden parter og regler med vurderingstemaer, myndighet og sanksjoner med videre er ulikt. Det opplyses imidlertid at etter en grundig totalvurdering av omstendighetene rundt transaksjonen og Belships' handlingsalternativer sett i lys av forbudet mot urimelig forskjellsbehandling, har Oslo Børs i brev 21. desember 2018 konkludert med at det ikke er grunnlag for å overprøve Belships' vurdering av at transaksjonen totalt sett var saklig begrunnet i Belships' og aksjeeiernes felles interesse.

3. Faktiske forhold

Oslo Børs har basert sin vurdering på følgende faktiske forhold:

Generelt

I forbindelse med Belships' fremleggelse av resultatet for Q4 2017 den 16. februar 2018 opplyste Selskapet at Sonata (kontrollert av Sverre J. Tidemand), Belships' største aksjeeier med 67,05 % og styrelederverv i Belships, hadde informert styret i Selskapet, at han vurderte sitt langsiktige eierskap i Belships. Selskapet opplyste at de i samråd med Sonata hadde utpekt ABG Sundal Collier som finansiell rådgiver for å evaluere strategiske alternativer.

AS Consensio, et heleid datterselskap av Tidships, 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 (Vedlegg 12) at det ikke anbefalte budet og at styret hadde blitt informert om at Sonata ikke ville akseptere tilbudet. Tilbudet ble ikke gjennomført.

Om transaksjonen

Ved børsmelding 6. juli 2018 opplyste Belships (Vedlegg 13) at styret hadde vurdert forskjellige strategiske alternativer sammen med sin finansielle rådgiver ABG Sundal Collier, og den planlagte transaksjonen ble presentert. Selskapets største aksjeeier, Sonata, hadde akseptert et tilbud fra Kontrari (selskaper kontrollert av Frode Teigen med familie).

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.

Ytterligere informasjon om transaksjonen er senere gitt av Belships, hovedsakelig i utvidet melding av 4. oktober 2018 (Vedlegg 14), innkalling til ekstraordinær generalforsamling med fusjonsplan av 5. oktober 2018 (Vedlegg 15) og informasjonsdokument av 22. oktober 2018 (Vedlegg 16), som ligger til grunn for fremstillingen nedenfor.

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 verddivurderingsprosess 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. Verddivurderingsrapportene for skipene er vedlagt fusjonsplanen.

Bytteforholdet i fusjonen er basert på en egenkapitalverdi for Belships på USD 37,66 millioner, tilsvarende NOK 6,60¹ 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.

¹ Basert på vekslingskurs USDNOK 8,1921 den 3. oktober 2018 og Belships egne aksjer holdt utenfor

Gjennomføring av transaksjonen

Fusjonsplanen og kapitalforhøyelsen i forbindelse med fusjonen ble godkjent i ekstraordinær generalforsamling i Belships 26. oktober 2018 (Vedlegg 17 - protokoll) med nødvendig flertall - 82,40 % for og 17,60 % mot vedtaket. 85,83 % av aksjekapitalen var representert på generalforsamlingen.

Aksjetransaksjonen, som var betinget av godkjenning av fusjonsplan og kapitalforhøyelse på ekstraordinær generalforsamling i Belships, ble gjennomført tre virkedager etter generalforsamlingen, altså 31. oktober 2018 (Vedlegg 18 - børsmelding). Kontrari AS kjøpte 14 285 714 aksjer i Belships (tilsvarende 30,2 %) fra Sonata, for NOK per aksje, totalt NOK 100 millioner. Sonata har med det redusert sin beholdning i Belships til 17 461 778 aksjer (tilsvarende 36,9 % før kapitalforhøyelse).

Fusjonen var betinget av flere forhold, blant annet av godkjenning av generalforsamlinger, nødvendige tredjeparts godkjenninger, godkjenning fra Oslo Børs om fortsatt notering, utløp av kreditorperiode, fravær av "material adverse changes", gjennomført aksjesalg og at uttalelse fra Oslo Børs av 28. september 2018 vedrørende tilbudsplikt ikke blir trukket tilbake eller endret og at det ikke er tatt rettslige skritt for å angripe denne uttalelsen.

10. desember 2018 meldte Belships (Vedlegg 19) at alle betingelser for fusjonen er oppfylt og at gjennomføring av fusjonen er registrert i Foretaksregisteret samme dag, samt at Belships har utstedt 127 765 993 vederlagsaksjer slik at det nå er 175 117 993 aksjer i Selskapet.

Etter gjennomføring av transaksjonen har antallet aksjer i Belships økt fra 47 352 000 aksjer til 175 117 993 aksjer, der Kontrari AS og Kontrazi AS på konsolidert basis innehar 68,78 % og Sonata 9,97 %.

Det har ikke tilkommet nye opplysninger i saken i forhold til temaer som er relevant for vurdering av tilbudsplikt siden børsens uttalelse 28. september 2018. Etter det tidspunkt har det skjedd en del faktiske forhold i saken, som vedtakelse av fusjonsplan og gjennomføring av transaksjon med videre, som gjennomgås i saken.

4. 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.”

5. Anførsler

5.1 Tidships' anførsler

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

Tidships har tidligere i saken, i forbindelse med børsens uttalelse 28. september 2018, anført følgende (det som fortsatt anses relevant):

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

Det påpekes 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 127 765 993 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 tilbudsmyndigheten 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 et "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 innebærer ikke noen ytterligere beskyttelse for minoritetsaksjeeierne all den tid selgende aksjeeier, med 67,05 % av aksjene på tidspunktet for generalforsamlingen, alene kan stemme gjennom fusjonen i generalforsamlingen. Siden Sonata ikke avstår fra å stemme i den ekstraordinære generalforsamlingen som skal behandle fusjonen, er minoritetsaksjeeierne kun beskyttet av forbudet mot myndighetsmisbruk i allmennaksjeloven og verdipapirhandellovens forbud mot usaklig forskjellsbehandling.

I Tidships' krav om pålegg av tilbudsplikt av 14. november 2018 anføres:

Det anføres at det foreligger særlige grunner for å pålegge tilbudsplikt.

Det vises for det første til at transaksjonen er initiert av Sonata med et uttalt formål om å vurdere sin langsiktige eierstrategi. For det andre vises det til at fusjonen skjer som et ledd i en avtale som omfatter salg av aksjer under tilbudspliktterskelen til en betydelig kontrollpremie/såkalt "merpris". For det tredje at aksjesalget er betinget av at det gjennomføres en fusjon rettet mot kjøper av aksjene som formodentlig ikke vil utløse tilbudsplikt, hvorpå kjøperen ved gjennomført transaksjon vil ende opp på samme kontrollnivå som selgeren av aksjene (før transaksjonen).

Videre er Tidships' syn at ingen av forutsetningene som betinger unntak fra tilbudsplikt ved fusjon etter forarbeidene er tilstede i saken. Det vises for det første til at et unntak fra tilbudsplikt hviler på en forutsetning om at fusjonen er riktig priset, men at verdsettelsen fastsetter en verdi av Belships som i praksis ikke har gjenspeilet seg i markedsverdien av Selskapet siden 2014. For det andre vises det til forutsetningen om at fusjonen vedtas med gyldig flertall i medhold av allmennaksjelovens regler, men at Sonata har positiv

kontroll i Selskapet, har bundet opp sin vedtakskompetanse gjennom en fordelaktig aksjekjøpsavtale og har følgelig tilnærmet egenhendig vedtatt gjennomføring av fusjonen i Selskapet. For det tredje vises det til forutsetningen om at det ikke betales noen kontrollpremie og at vederlagsaksjer tilfaller de innfusjonerende partene på like vilkår, men Kontrari (som mottar 83 % av vederlagsaksjene i fusjonen) har samtidig betalt en betydelig merpris til Sonata for aksjene i Belships for å sikre at fusjonen kan gjennomføres.

Tidships viser til oppmøteprosent og stemmefordeling på Selskapets ekstraordinære generalforsamling 26. oktober 2018 der fusjonsplanen ble vedtatt. Totalt var 85,83 % av aksjekapitalen i Selskapet representert på generalforsamlingen. Fusjonen ble vedtatt med 82,40 % av den fremmøtte aksjekapitalen, derav representerte Sonata 78,11 %. 17,59 % av den fremmøtte aksjekapitalen stemte mot fusjonen. Tidships anfører at når en hensyntar at Sonata gjennom avtalen med Kontrari har forpliktet seg til å stemme for fusjonen, så innebærer det i realiteten at det bare er aksjeeiere som representerer 4,28 % av de fremmøtte aksjene som støtter fusjonen mot 17,59 % som stemte mot fusjonen. Dette sammen med at stemmeretten til Sonata allerede var bundet opp gjennom en svært fordelaktig aksjekjøpsavtale med en avtalt kjøpesum som langt overstiger både markedskurs og den verdsettelsen av Belships som ligger til grunn for bytteforholdet i fusjonen, trekker klart i retning av at vedtakelsen i generalforsamlingen ikke kan tillegges vekt i spørsmålet om tilbudsplikt og at det dermed foreligger særlige grunner som tilsier at tilbudsplikt må pålegges ved gjennomføring av fusjonen.

Videre viser Tidships til at i fusjonen verdsettes Belships til NOK 6,60 per aksje mens den avtalte kursen i aksjekjøpet er NOK 7 per aksje. Markedet har vurdert verdien av aksjene i Belships til å utgjøre over NOK 6 per aksje ved to anledninger siden mars 2014. Unntaket er 31. oktober 2018 når Kontrari kjøper aksjene fra Sonata til NOK 7 per aksje. Volumvektet gjennomsnittskurs har oversteget NOK 6 per aksje kun ved to anledninger de siste fem årene, henholdsvis 20. og 21. mars 2017. Faktiske forhold trekker klart i retning av at verdien av Belships i fusjonen og i aksjekjøpet er fastsatt til et betydelig høyere nivå enn hva markedets vurdering av Belships tilsier. Videre overstiger det avtalte vederlaget i aksjetransaksjonen klart markedskursen på aksjene, prisen på NOK 7 per aksje er det høyeste som har vært betalt for aksjene i Belships de siste fem årene. Dette trekker klart i retning av at det er betalt en kontrollpremie for aksjene som er ervervet fra Sonata.

5.2 Øvrige minoritetsaksjeeieres anførsler

De enkelte minoritetsaksjeeierne i Belships, opplistet i pkt. 1 over, har i tilnærmet likelydende brev til Oslo Børs sluttet seg til Tidships' krav om at børsen pålegger Kontrari tilbudsplikt til NOK 7 per aksje ved gjennomføringen av vedtatt fusjon med Belships.

Kravet er begrunnet i at omstendighetene rundt fusjonen tilsier at det foreligger særlige grunner til å pålegge tilbudsplikt, jf. vphl. § 6-2 (2). Dette som følge av at fusjonen er betinget av at det først finner sted et salg av aksjer til Kontrari, under tilbudsplikterskelen

og til en betydelig merpris, samt at aksjesalget igjen er betinget av at fusjonen med Kontraris datterselskaper ikke utløser tilbudsplikt.

Gudmund Joar Bratrud på vegne av Regent AS, anfører i tillegg til ovennevnte at på grunn av samtidighet må salg av aksjer og aksjer som fusjonsvederlag ses i sammenheng og grensen for tilbudsplikt er derfor overskredet.

For ytterligere begrunnelse vises det til brev fra Arntzen de Besche på vegne av Tidships 14. november 2018.

5.3 Kontraris anførsler

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

Kontrari har tidligere i saken, i forbindelse med børsens uttalelse 28. september 2018, anført følgende (det som fortsatt anses relevant):

Aksjeeierne får 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 verdier og bytteforhold med antall vederlagsaksjer. Dette viser at bytteforholdet vil bli fastsatt i tråd med markedsmessige betingelser. Forutsetning er at de sakkyndige redegjørelsene i fusjonen etter allmennaksjeloven § 13-10 bekrefter 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 variere. Aksjetransaksjonen og fusjonen kan også rettslig eller faktisk være betinget av hverandre, men ikke nødvendigvis. Kontrari 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 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 mottar omfattende beslutningsgrunnlag før generalforsamlingen, og vil kunne fremme sine innvendinger slik de mener er mest hensiktsmessig. Styret i Belships var 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.

I Kontraris merknader av 22. november 2018 til krav om pålegg av tilbudsplikt anføres:

Det bemerkes at de følgende merknader er drøftet med Belships og kan anses som felles merknader fra Kontrari og Belships.

Kontrari forstår det slik at Tidships anfører at vedtaket i generalforsamlingen 26. oktober 2018 ikke er gyldig vedtatt og derfor ikke kan tillegges vekt i tilbudspliktsammenheng.

Kontrari mener anførselen er uforståelig ettersom en aksjeeier ikke blir inhabil til å stemme over en sak på generalforsamlingen selv om denne har en egeninteresse i utfallet av saken, og fusjonen er derfor lovlig vedtatt. Videre påpekes det at det var styret i Belships som fremmet forslag om fusjonen, basert på en vurdering av hva som best ivaretar selskapets og aksjeeierfelleskapets interesser. Bytteforholdet i fusjonen var fremforhandlet etter en omfattende prosess og uavhengig revisor avga en erklæring om at bytteforholdet var rimelig og saklig begrunnet. Som tidligere anføres at minoritetsaksjeeiernes interesser er vernet av verdipapir- og selskapsrettens regler om henholdsvis likebehandling og myndighetsmisbruk.

Kontrari påpeker at Tidships-anførselen om at fusjonen ikke er riktig priset fordi verdivurderingen i fusjonen avviker fra børskursen på Belships-aksjen etter deres oppfatning bygger på feil forståelse av hva som ligger i forutsetningen om at transaksjonen skal være riktig priset. Vurderingstemaet er om det relative bytteforholdet mellom partene i fusjonen er riktig, og ikke om verdivurderingen av den ene parten i fusjonen sammenfaller med børskursen på det aktuelle tidspunktet. Børskursen til Belships reflekterer ikke selskapets verdier og at likviditeten i aksjen var og fortsatt er lav. Det er ikke uvanlig at man i forbindelse med et oppkjøp eller en fusjon beregner en annen substansverdi av et selskap enn det børskursen viser. I den forbindelse noteres at Tidships, etter at markedet og aksjeeierne har fått tilgang til de underliggende verdivurderingene, herunder takster per skip, ikke har stilt spørsmål ved verdivurderingene som sådan og dermed ikke synes å bestride at bytteforholdet i fusjonen er markedsmessig.

6. Vurdering

6.1 Utgangspunkter for vurderingen

Som nevnt over har det ikke tilkommet nye opplysninger i saken i forhold til temaer som er relevant for vurdering av tilbudsplikt siden børsens uttalelse 28. september 2018. Etter det tidspunkt har det skjedd en del faktiske forhold i saken, som vedtakelse av fusjonsplan og gjennomføring av transaksjon med videre, som hensyntas i saken.

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 transaksjonen er at Kontrari kjøper 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 68,78 % 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 verdipapirhandelloven 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 fusjon. 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).

6.2 Nærmere om vurderingen

Når det gjelder kontrollskifte så tilsier hovedhensynet bak reglene om tilbudsplikt at det også skal være exit-muligheter ved fusjoner. Hvis dette hadde vært gjenspeilet i loven, så hadde det vært tilbudsplikt også i fusjonstilfeller. 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 imidlertid 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 fusjonen er riktig priset. Belships har offentliggjort verdivurderinger og bytteforhold med antall vederlagsaksjer i fusjonen, som er grunnlag for vedtatt fusjonsplan i Selskapets generalforsamling. På basis av dette er det utarbeidet tilhørende dokumenter, herunder sakkyndige redegjørelser. Det bemerkes at Tidships ikke synes å stille spørsmål ved det som er fremlagt av verdivurderinger av skipene som sådan som er benyttet fusjonen.

Børsen har i utgangspunktet ikke noen synspunkter vedrørende fremlagte verdivurderinger og bytteforhold. Når det gjelder Belships' verdsettelse på NOK 6,60 i fusjonen og NOK 7 i aksjekjøpet er disse fastsatt noe høyere nivå enn markedets vurdering ut fra børskurs de senere år tilsier. For et selskap med relativt lite likviditet i aksjen vil det imidlertid ikke være uvanlig at børsverdien ikke gjenspeiler de underliggende verdiene i selskapet. I fusjonen er partenes skip 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. For børsen fremstår det at det har vært en forsvarlig prosess for å oppnå et forretningsmessig bytteforhold i fusjonen.

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 68,78 % 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. Transaksjonen er initiert av Sonata med uttalt formål om å vurdere sin langsiktige eierstrategi i Belships, men dette er ikke avgjørende for vurderingen av tilbudsplikt. Styret i Belships har fremmet forslag om fusjonen basert på hva de hevder best ivaretar Selskapets og aksjeeierfellesskapets interesser, herunder at fusjonen kommersielt sett er godt begrunnet, vil gi forbedret kostnadseffektivitet, legger til rette for videre vekst, etablerer en mer slagkraftig enhet med økt inntjeningspotensial og danner grunnlaget for økt likviditet i aksjen som igjen vil gi Selskapet større fleksibilitet og muligheter til kapitaltilgang.

Aksjesalget og fusjonen er gjensidig betingede transaksjoner der aksjesalget ikke ville blitt 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 transaksjonen virker å være 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 relasjon til sistnevnte, synes heller ikke Tidships å legge vekt på at prisen i fusjonen anses å være NOK 6,60 per aksje mens prisen i aksjekjøpet er NOK 7 per aksje.

I aksjekjøpet mellom Sonata og Kontrari betales det NOK 7 per Belships aksje som innebærer ca. 28 % over sluttkurs før transaksjonen ble publisert 6. juli 2018 (NOK 5,46). Samtidig er aksjekjøpet til NOK 7 det høyeste som har vært betalt for aksjene i Belships de siste fem årene. 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-aksjen 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 slik 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; Belships med teknisk operasjon og bemanningsvirksomhet i Singapore og Lighthouse med kommersiell operasjon i Bangkok. Dette taler i retning av at transaksjonen ikke skal anses for å være strukturert for å omgå tilbudsplikten.

Videre legger børsen i sin vurdering til grunn at betingelsene i fusjonen er forretningsmessige og at den er gjennomført etter allmennaksjelovens regler, blant annet for å sikre de minoritetsinteresser fusjonsreglene er ment å beskytte. Børsen legger derav til grunn at bytteforholdet i fusjonen er beregnet 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 bekrefter at vederlaget til aksjeeierne er rimelig og saklig begrunnet. Børsen har ingen indikasjoner på at disse forhold ikke er oppfylt ved gjennomført fusjon.

85,83 % av aksjekapitalen var representert på den ekstraordinære generalforsamlingen i Belships 26. oktober 2018, og 82,40 % av representert aksjekapital stemte for fusjonen og 17,60 % mot fusjonen. Kravet om to tredjedels flertall for å vedta fusjon etter loven var oppfylt. Sonata var eier av 67,05 % av aksjene i Belships på tidspunktet for generalforsamlingen og kunne egenhendig stemme gjennom fusjonen fra Belships' side. Vedtaket er selskapsrettslig gyldig, og må etter børsens oppfatning også vektlegges i vurderingen av tilbudsplikt, så lenge betingelsene i fusjonen er forretningsmessige og den gjennomføres etter allmennaksjelovens regler. Minoritetsaksjeeierne er 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 i Belships, 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 er gjennomført i tråd med aksje- og allmennaksjelovens alminnelige regler om fusjon, med godkjennelse av generalforsamlingen i de deltakende selskapene, og at aksjeeierne har mottatt relevant og tilstrekkelig informasjon om fusjonen gjennom dokumentasjon og prosedyrer for fusjon.

7. Vedtak

Basert på ovennevnte opplysninger Oslo Børs ASA har fått presentert, så er børsens konklusjon at det ikke foreligger et "særlig tilfelle" ved fusjon, og det fattes derved 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."

Vedtaket kan påklages til Børsklagenemnden i henhold til børsforskriften kapittel 8. Klagefrist er to uker.

Med vennlig hilsen
OSLO BØRS ASA

Øivind Amundsen
Direktør
Førstehåndsmarkedet og juridiske tjenester

Gunnar Eckhoff
Advokat
Juridisk avdeling