



OSLO TINGRETT

DOM

Avsagt: 03.12.2007
Saksnr.: 07-039572TVI-OTIR/08
Dommer: Tingrettsdommer Hallvard G. Johnsen

SeaDrill Limited

Advokat Arne Tjaum

mot

Oslo Børs ASA

Advokat Erik Keiserud

Hjelpeintervenient for saksøkte:

Staten v/Finansdepartementet

Regjeringsadvokaten
v/advokat Christian Lund

Det ble avsagt slik

d o m:

Saken gjelder gyldigheten av Børsklagenemndas vedtak av 12.12.06.

Nemndas vedtak innebar en stadfestelse av vedtak fra styret i Oslo Børs den 25.10.06 om å oppheve børsens godkjenning av et pliktig tilbud fra SeaDrill Ltd. på kjøp av aksjene i Eastern Drilling ASA (Eastern), jf verdipapirhandelloven av 19.06.97 nr 79 § 4-14.

Nemnda påla SeaDrill å gi aksjonærene i Eastern et nytt tilbud, som etter begrunnelsen i vedtaket måtte være høyere enn det ikke godkjente tilbudet på kr. 92 per aksje.

Sakens spørsmål er om inngåelse av "total return swap-avtaler" (TRS-avtaler) med tilhørende erverv av "sikringsaksjer" kan lede til tilbudsplikt på konsolidert grunnlag, konsolideringens betydning for tilbudsprisen, og spørsmålet om SeaDrill kunne velge mellom å gi nytt tilbud eller selge seg ned etter at godkjenningen av SeaDrills pliktige tilbud var opphevet av børsstyret.

Kort om saken:

SeaDrill Ltd. er et stort offshore boreriggsselskap, notert på Oslo børs. Høsten 2006 offentlig-gjorde selskapet at det hadde kjøpt seg opp til en eierandel på 40,05 prosent av aksjene i Eastern.

Den som erverver aksjer som representerer mer enn 40 % av stemmene i et norsk selskap, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet, jf vphl. § 4-1 første ledd. Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderer har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntreder, jf § 4-10 fjerde ledd.

SeaDrill tilbød kr 92 per aksje. Et pliktig tilbud skal godkjennes av børsen, jf vphl. § 4-14. Oslo Børs godkjente tilbudet i vedtak av 17.09.06.

Etter klage omgjorde styret i Oslo Børs vedtaket den 25.10.06 under henvisning til verdipapir-handellovens bestemmelse om konsolidering: I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av en nærstående, jf vphl. § 4-5 første ledd. Som nærstående regnes "noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med...", jf § 1-4 nr 5.

Børsstyret anså at SeaDrill og meglerhuset Carnegie ASA (Carnegie) måtte konsolideres i det de hadde hatt et forpliktende samarbeid knyttet til kjøp av Easternaksjer. Samarbeidet ble innledet på et tidspunkt da SeaDrills eierposisjon i Eastern ble utfordret. Det ble lagt til grunn at Carnegie i 6-månedersperioden før SeaDrills tilbud hadde kjøpt 4,3 millioner aksjer i Eastern og inngått TRS-avtaler med SeaDrill knyttet til disse. SeaDrill overtok sikringsaksjene den 08.09.06, - dagen etter at selskapet kjøpte seg opp til over 40 % av aksjene i Eastern.

Børstyret mente at de aksjene som var ervervet av Carnegie – i relasjon til beregning av tilbudsprisen under det pliktige tilbudet - måtte anses like med aksjer ervervet av SeaDrill direkte. SeaDrill skulle derfor tilby aksjonærene i Eastern en pris tilsvarende den høyeste pris noen av dem hadde betalt i 6- månedersperioden. Carnegie hadde betalt en høyere pris for Easternaksjer i perioden enn kr 92.

Børsstyret fattet den 25.10.06 slikt vedtak: ”Børsens vedtak om godkjenning av SeaDrill Ltd’ pliktige tilbud i Eastern Drilling ASA av 17. september 2006 oppheves fordi tilbudsprisen ikke reflekterer at de aksjer som ble ervervet av Carnegie ASA 6. april 2006 skulle anses like med SeaDrill Ltd’ egne aksjer i forhold til reglene om tilbudsplikt og tilbudspris etter vphl. §§ 4-5, jf 1-4 nr. 5.

Opphevelsen innebærer at SeaDrill Ltd. plikter å gi et nytt tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i Eastern Drilling ASA eller selge aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller, jf § 4-1 første ledd.”

Etter det retten forstår er ”6. april” i vedtaket feilskrift for 7. april. Børsstyret anså at konsolideringsgrunnlaget oppsto ved TRS-avtalen den 6. april og at tilbudsplikten på konsolidert grunnlag ble utløst den 7. april.

Vedtaket ble påklaget til børsklagenemnda. SeaDrill klage gjaldt opphevelsen av godkjenningen av tilbudet på grunnlag av konsolidering. De øvrige påklaget børsens vedtak om at SeaDrill alternativt til nytt tilbud kunne selge seg ned under tilbudspliktgrensen.

Børsklagenemnda traff den 12.12.06 vedtak med slik slutning:

”1. Børsstyrets vedtak av 25. oktober 2006 om å konsolidere SeaDrill Ltd. og Carnegie ASA i forhold til reglene om tilbudsplikt for så vidt gjelder aksjer i Eastern Drilling ASA blir å stadfeste.

2. SeaDrill Ltd. plikter å gi nytt tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i Eastern Drilling ASA.”

Det følger av punkt 2 i vedtaket at nemnda stadfestet børsstyrets vedtak om å oppheve godkjenningen av SeaDrills tilbud. Det fremgår av punkt 2 sammenholdt med nemndas drøftelser at SeaDrill ikke kunne unngå tilbudsplikt ved å selge seg ned i Eastern til et nivå under det som utløser tilbudsplikt.

I protokoll av 24.01.07 anmodet børsstyret Børsklagenemnda om å vurdere å omgjøre sitt vedtak om ikke å tillate nedsalg. Børsstyret etterkom ikke anmodningen.

SeaDrill var sterkt uenig i børsstyrets vedtak, og satte som betingelse for et nytt tilbud at erstatningsrettslige problemstillinger i forhold til Oslo Børs og staten måtte avklares først. Det ble ikke oppnådd noen enighet om dette. Oslo Børs påla SeaDrill en løpende tvangsmulkt for å fremtvinge et nytt tilbud, og i april 2007 ga selskapet tilbud til de gjenværende aksjonærene i Eastern. Tvangsmulkten var visstnok da kommet opp i 38 mill. kroner

Børsstyret hadde ikke avgjort hva tilbudsprisen skulle være. Etter lovens ordning måtte tilbudsprisen avgjøres i forbindelse med at SeaDrill forela Oslo Børs et nytt pliktig tilbud til godkjenning. SeaDrill tilbød nå kr 135 per aksje. Det hadde da vært forutgående

brevveksling med Oslo Børs om hvilken pris børsen kunne godkjenne. Prisen var den høyeste Carnegie hadde betalt ved kjøp av Easternaksjer den 07.06.06.

Prosess:

På vegne av SeaDrill tok advokatfirmaet Bugge, Arentz -Hansen & Rasmussen (BAHR) v/ advokat dr. juris Arne Tjaum ut stevning mot Oslo Børs ASA den 07.03.07 med slik påstand: ”Pkt 1 i vedtak fra Børsklagenemnden av 12. desember 2006 om å stadfeste konsolidering av Seadrill Ltd. og Carnegie ASA kjennes ugyldig.

Subsidiært: ”Pkt. 2 i vedtak fra Børsklagenemnden av 12. desember 2006 om å pålegge Seadrill Ltd. å gi nytt tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i Eastern drilling ASA uten alternativt å kunne selge aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller, jf verdipapirhandelloven § 4-1 første ledd, kjennes ugyldig.”

Selv om søksmålet gjelder et vedtak fattet av Børsklagenemnda, som er et klageorgan oppnevnt av staten, skal søksmålet rettes mot Oslo Børs ASA i h.t. børsloven § 7-3.

På vegne av Oslo Børs ASA inngav advokatfirmaet Hjort DA v/ advokat Erik Keiserud tilsvar den 17.04.07 med påstand om frifinnelse.

Regjeringsadvokaten v/ advokat Christian Lund inngav den 13.06.07 intervensjonsbegjæring på vegne av staten v/ Finansdepartementet som hjelpeintervenient for Oslo børs ASA i h.t. børsloven § 7- 3 annet ledd. Staten støttet Oslo børs anførsler og nedla påstand om at Oslo børs frifinnes. Verken SeaDrill Ltd. eller Oslo Børs ASA hadde bemerkninger til intervensjonen.

Staten fremsatte i prosesskrift av 04.09.07 subsidiær anførsel om at SeaDrill uavhengig av spørsmålet om konsolidering var forpliktet til å oppjustere tilbudsprisen til minst kr. 132,706 per aksje. SeaDrills tilbud på kr 92 per aksje kunne av den grunn ikke godkjennes. Anførselen begrunnes med at den reelle motytelsen SeaDrill har betalt Carnegie er avtalt pris på aksjen på 92 kr. med tillegg av Carnegies vederlag etter TRS-avtalene. I prosesskrift av 01.10.07 er det presisert at staten anser at den subsidiære anførselen også må lede til at Oslo Børs frifinnes. Det subsidiære grunnlaget var brakt inn i klagesaken for børsstyret av Eastern Drilling m.fl., men børsstyret og senere Børsklagenemnda, tok ikke standpunkt til anførselen, idet saken ble avgjort på annet grunnlag.

SeaDrill har den 08.06.07 reist et nytt søksmål (sak nr 07-089603TVI-OTIR/05) mot Oslo Børs ASA og staten v/ Finansdepartementet (Børsklagenemnda er oppnevnt av Finansdepartementet, og er et statlig organ). SeaDrill krever erstatning oppad begrenset 850 millioner kroner til dekning av det tap SeaDrill mener seg påført som følge av at selskapet har blitt tvunget til å betale kr 135 per aksje. Oslo tingrett har besluttet å stanse denne saken inntil det foreligger rettskraftig avgjørelse i søksmålet om gyldigheten av Børsklagenemndas vedtak.

Hovedforhandling i vår sak ble avholdt den 15. – 24.10.07. Det ble ført 10 vitner og foretatt slik dokumentasjon som rettsboken viser.

Kort om selskapene:

Carnegie ASA, er et norsk meglerhus/ verdipapirforetak som ble etablert i 1984. Med verdipapirforetak menes et foretak som yter investeringstjenster, jf vphl. § 1- 3. Selskapet er datterselskap av Carnegie & Co. AB, som er en nordisk investeringsbank som gjennom sine datterselskaper yter rådgivnings- og investeringstjenester i blant annet Norge. Anders Onarheim er konsernsjef i Carnegie-gruppen. Etter det opplyste var han sjefsmegler på den tiden saken gjelder.

SeaDrill Limited ble stiftet i mai 2005 og er registrert på Bermuda. Selskapets aksjer er notert på Oslo Børs. Selskapet har etter det opplyste vokst til å bli verdens nest største offshore boreriggsekselskap. John Fredriksen er SeaDrills hovedeier og styreleder. Han er for øvrig den dominerende eier i syv store selskaper notert på Oslo Børs. Tor Olav Trøim er direktør i Fredriksen-gruppen og viseformann i styret i SeaDrill ltd. På den tiden saken gjelder var han, etter det retten forstår, direktør i SeaDrill.

Smedvig ASA ble stiftet i 1989 som et norskregistrert selskap med hovedkontor i Stavanger. Smedvig eide og drev en stor og moderne flåte av borefartøyer konstruert for offshore olje- og gass leteboring. SeaDrill var ved årsskiftet 2005/2006 meget interessert i å overta Smedvig, - ikke bare på grunn av Smedvigs flåte av borefartøyer, men ennå mer på grunn av Smedvigs driftsorganisasjon. SeaDrill kunne ikke vokse mer uten å få på plass en tilsvarende organisasjon med knowhow på dypvannsboring. Smedvigs driftsorganisasjon var anerkjent som meget kompetent.

I desember 2005 overtok det amerikanske selskapet Noble Corporation en aksjepost med 39,24 % av stemmene i Smedvig. SeaDrill antok at Nobels posisjon derved var så sterk at SeaDrills mulighet for overtakelse var gått tapt. Etter initiativ fra Anders Onarheim i Carnegie gjorde likevel SeaDrill et forsøk i januar 2006. Onarheim fikk bekreftet at Smedvigfamilien var innstilt på å selge en stor aksjepost. SeaDrill fremsatte et frivillig tilbud den 9. januar 2006 etter å ha fått forhåndsakseptert tilsvarende 35 % av aksjekapitalen. Ved utløpet av aksept-fristen den 20. januar var SeaDrill kommet opp i en eierandel som ga 51,9 % av stemmene i Smedvig. Den 16. februar ble det valt nytt styre med flertall bestående av John Fredriksen, Tor Olav Trøim og Kate Blankenship fra SeaDrill. Vinteren 2006 overtok SeaDrill alle aksjene i Smedvig (som senere skiftet navn til SeaDrill Norge ASA). Overtakelsen av Smedvig var helt avgjørende for den posisjon SeaDrill i dag inntar.

Smedvig ASA eide 39,75 % av aksjene i Eastern Drilling ASA. Eastern ble stiftet som norsk aksjeselskap i slutten av 2004 av verdipapirforetaket /meglerhuset First Securities ASA med en aksjekapital på kr.100.000. First involverte seg i prosjektet for å tjene på finansieringen og finansiell rådgivning i forhold til selskapet. First hadde meget sterk tro på drillingmarkedet, med forventninger til høy oljepris og mye leteboring. Det var få rigger tilgjengelig i segmentet for boring i vanskelige farvann. First hadde en relasjon til Samsung-verftet i Korea, og fikk som følge av det inngått et "Letter of intent" med verftet på vegne av Eastern for bygging av to rigger. For å kunne reise kapital, måtte man ha på plass en industriell eier med posisjon i markedet. Smedvig gikk inn på eiersiden, Eastern ble børsnotert og den første riggen ble kontrahert. Smedvig bidro høykompetent på ingeniørsiden med krav til byggespesifikasjoner og byggeoppfølging, og påtok seg

markedsføring og management for riggene fra levering. Ved årsskiftet 2005-2006 kjøpte Smedvig seg opp til en eierandel på 39,75 %. Rigg nr to ble kontrahert rundt juni 2006.

Selskapet var et rent eierselskap for nybyggene som ble fulgt opp av Smedvig. Riggene ble presentert slik på Easterns hjemmeside høsten 2006: "Selskapet bygger verdens største og mest moderne halvt nedsenkbare borerigger på det anerkjente verftet Samsung Heavy Industries i Korea. De to identiske riggene leveres fra verftet hhv. 4.kvartal i 2007 og 3. kvartal 2008."

På ordinær generalforsamling i Eastern den 07.04.06 ble det valgt nytt styre der SeaDrill relaterte medlemmer var i flertall. SeaDrill ville gjennom Smedvigs managementavtaler få kontrollen over markedsføringen og den operative driften av Easterns rigger når de ble levert. I mangel av andre store eiere i Eastern, hadde SeaDrill en svært dominerende rolle i selskapet. SeaDrill hadde imidlertid ikke en kontrollerende eierposisjon, så den dominerende posisjonen var ikke sikker.

Den 28. mars 2006 ga Ocean Rig ASA kjøpsordre til First Securities på kjøp av minst 50 % av aksjene i Eastern. Ocean Rig utfordret derved SeaDrills posisjon som dominerende eier.

Det hitsettes fra selskapets hjemmeside:

"Ocean Rig owns and operates *Leiv Eiriksson* and *Eirik Raude*, two of the world's largest and most modern drilling rigs, built for ultra deep water and extreme weather conditions. The company is headquartered at Forus near Stavanger in Norway, and currently has operations base offices in Luanda, Angola, and St. John's, Canada. Ocean Rig ASA has been listed on the Oslo Stock Exchange since 1997. In 2005, the company generated operating revenues of USD 195.4 million."

Ocean Rigs ordre var en "alt eller ingenting" – ordre med frist til dagen etter og en kjøpspris på kr 125 per aksje. First kungjorde den 29. mars at forsøket hadde funnet sted uten at det hadde ført frem. Kundens navn ble ikke nevnt. Ocean Rigg gjorde et nytt forsøk i perioden 5- 7. april. Budet var på kr. 130 per aksje som i løpet av dagen den 6. april ble hevet til kr 135 per aksje. Kl. 10 den 6. april ble det offentliggjort at det var ocean rig som var byderen. Om morgenen den 7. april hadde Ocean Rig fått tilbud om å kjøpe til sammen 44 % av aksjene. Ocean Rig mente det var for lavt og kjøpsordren utløp..

Den 6. april inngikk SeaDrill og Carnegie den første av i alt åtte TRS-avtaler. I tilknytning til avtalene kjøpte Carnegie opp 4,3 millioner aksjer i Eastern tilsvarende 11 % av aksjene i selskapet på fullt utvannet basis. SeaDrill overtok aksjene den 8. september 2006, dagen etter at SeaDrill hadde varslet at selskapet ville fremsette pliktig tilbud. Spørsmålet i saken er om disse transaksjonen ble gjort for å bevare og styrke SeaDrills posisjon i Esteren.

Kort om total return swap-avtaler:

En "Total return swap-avtale" (TRS-avtale) er en finansiell derivatkontrakt, - nærmere bestemt en avtale knyttet til kursutviklingen på aksjer. Partene i avtalen fordeler mellom seg risikoen forbundet med svingninger i aksjekursen. Tilbyderen (gjerne et meglerforetak) påtar seg risikoen for kursstigning. Tilbyder må således betale den annen part den eventuelle positive kursutvikling på den underliggende aksjen i avtaleperioden. Den annen

part (kjøper av risikoen) påtar seg å betale tilbyderens kursdifferansen ved en synkende aksjekurs.

Avtalen knyttes til en gitt aksje, for et bestemt tidsrom. Kursutviklingen måles i forhold til en avtalt inngåelseskurs (referansepris) og en definert innløsningskurs ved utløpet av avtale-perioden. Avtalen knyttes til et bestemt antall aksjer. Ved utløpet av avtalen fremkommer oppgjøret mellom partene som differansen mellom inngåelseskurs og innløsningskurs multiplisert med antall aksjer. I tillegg må kjøper av risikoen betale provisjon og renter til tilbyderens.

Det følger av ovenstående at den som blir tilbudt TRS-avtalen kan oppnå en kursstigningsgevinst på aksjer uten å kjøpe disse aksjene selv. Vedkommende kan også se avtalen som en forsikring mot at et fremtidig erverv av aksjer i selskapet i mellomtiden vil bli dyrere som følge av kursstigning. Eksponeringen i aksjen innebærer på den andre side en risiko for tap som følge av kursfall. TRS-avtalen er således bare rasjonell i seg selv dersom kjøper av risikoen forventer kursstigning i avtaleperioden.

Ved utløpet av avtalen gjennomføres det et rent finansielt oppgjør, - dvs. et kontantoppgjør mellom partene. Det skjer ingen overdragelse av aksjer. TRS-avtaler er altså derivater. Med

et "derivat" menes et avledet produkt med referanse til en underliggende størrelse. Den underliggende størrelsen kan være et finansielt instrument, jf definisjonen i vphl. § 1-2 annet ledd, som blant annet nevner omsettelige verdipapirer (herunder aksjer). Man kan også handle med derivater knyttet til for eksempel valuta, elektrisk kraft eller varer av enhver art. Handelen med derivater har utviklet seg siden 1970-tallet.

Ettersom oppgjøret er rent finansielt – uten overlevering av den underliggende størrelse - blir slike avtaler også betegnet som et veddemål på kursutviklingen.

Det er normal markedspraksis at selger av risikoen i en TRS-avtale sikrer (hedger) sin posisjon. Et meglerforetak som tilbyr TRS-avtaler gjør det normalt for å skaffe seg provisjon, og vil ikke bli sittende med risikoen for kursøkning. Tilbyder kan eliminere denne risikoen hvis han kjøper et tilsvarende antall aksjer - til referansekurs – og sitter med eiendommen til aksjene mens TRS-avtalen løper. Dersom aksjen stiger i verdi har han dekning for motpartens krav etter TRS-avtalen ved kursutviklingen på egen aksjebeholdning. Ved full hedging vil tilbyderens interesse i TRS-avtalen begrense seg til provisjonen som belastes den annen part.

Tilbyderen kan låne ut sine sikringsaksjer til andre mot betaling mens TRS-avtalen løper. Avtaler om aksjelån er aktuelle særlig for aksjer som det er knapphet på i markedet. En som handler aksjer "short" og den som vil selge egne aksjer videre – før han har mottatt dem fra sin hjemmelsmann - kan være interessert i å låne aksjer. Lånet er generisk bestemt, og låntaker kan derfor selge de lånte aksjene videre, forutsatt at han kan gi utlåner tilsvarende antall aksjer tilbake ved utløpet av låneperioden. En bank som formidler salg av aksjer, kan av samme grunn være interessert i å låne inn aksjer.

Tilbyderen som låner ut sine sikringsaksjer oppnår å minske sine finansieringsutgifter i avtaleperioden. Han kan også skaffe kapital til dekning av sitt eget kjøp av aksjene ved å låne dem ut til en bank. Banken stiller i så fall sikkerhet ovenfor eieren av aksjene, normalt tilsvarende 80 – 90 % av aksjenes markedsverdi ("omvendt aksjelån").

Avtaler om lån av verdipapirer er nærmere beskrevet i Ot.prp. nr 42 (2002 – 2003) punkt 1.2.

TRS- avtaler er å anse som finansielle instrumenter etter vphl. § 1-2 annet ledd nr 6 og / eller nr. 7. TRS-avtaler betegnes gjerne som syntetiske aksjeopsjoner eller terminer med finansiell avregning (contracts for difference). Verdipapirhandellovens adferdsregler behandler ikke syntetiske aksjeopsjoner spesielt. Men Oslo Børs har i sirkulære 1/2003 gitt tolknings-uttalelser knyttet til finansielle derivater generelt, herunder innsidereguleringen, primærinnsiders meldeplikt, flaggeplikten, tilbudsplikten og verdipapirforetakenes rapporteringsplikt. Det finnes også noe børspraksis.

TRS-avtalene mellom Carnegie og SeaDrill:

Den første TRS-avtalen ble inngått per telefon den 6. april 2006 mellom Tor Olav Trøim (SeaDrill) og Anders Onarheim (Carnegie). De hadde diskutert et opplegg med TRS-avtaler tidligere, i følge Trøim i midten av mars, uten at det på det tidspunkt var blitt noe av. Den 6. april kjøpte Onarheim 600.000 aksjer i Eastern på børs. Han ringte Trøim om ettermiddagen samme dag og tilbød ham en TRS-avtale på samme antall Eastern-aksjer. Onarheim ringte opp Trøim på nytt for å få bekreftet avtalen på lydopptak. Samtalen fant sted den 6. april kl. 16.49:

”Trøim: Trøim

Onarheim: Hei, Tor det er Anders. Da bare ringer jeg som jeg sa isted, og kan bekrefte at jeg kan tilby deg en swap i Eastern Drilling, en sånn cash avregnet, dere kommer aldri til å eie noen aksjer, på 600 000 aksjer.

T: Hvor lang skal det gjøres, et halvt år eller noe sånn, 3 måneder eller.

O: Kan vi si, man kan jo rullere en sånn så kan vi si 3 måneder. Kan jeg komme tilbake med helt konkrete terms, sånn at du vet akkurat hva det er for noe.

T: Hvilken kurs gjør vi den på

O: Altså da utgangspunktet, vi hadde kjøpt inn aksjer i dag for å selge på 132,70 og noe småtteri, det er jo de nivåene og den stengte jo på 135 så det ser ikke så gærnt ut.

T: Kan vi, det der er, i og med at vi ikke har tilgang til underliggende verdipapirer så er vi ikke noe flaggingspliktig eller, det der er egentlig bare et veddemål er det sånn og forstå

O: Det eneste du gjør er at du vedder på..

T: Hvor mye den varierer fra dagens kurs?

O: Ja det er den eneste du vedder på, og det er jo vi som står som eier eller andre som vi velger å bruke som motpart igjen, så du blir ikke eier og har heller ingen rett til de underliggende aksjene.

T: Så jeg har ingen instruksjons over stemmerett eller noe sånt no.

O: Det har du heller ikke, dette er akkurat som du ser bl.a. i Rieber og andre situasjoner.

T: Det er greit det, så hvis den er klar så er det jo ikke noe grunn til å ikke gjøre dette her.

O: Nei, men da skal jeg komme tilbake med detaljer på terms, men da er vi enige.....”

Den muntlige kontakten ble fulgt opp med ordrebekreftelse, og undertegning av standard avtaledokumenter. Carnegie sendte ordrebekreftelse den 10.04. på handelen den 06.04.06. I h.t. bekræftelsen termineres avtalen 12. jun.06. Partene har også anledning til å si den opp med tre dagers varsel. Etter den muntlige avtalen, som lå til grunn for ordrebekreftelsen, var løpetiden 3 måneder med adgang til rulling. SeaDrill benyttet adgangen til forlengelse, siste gang den 15.08.06.

Det fremgår av ordrebekreftelsen at den første avtalen gjelder 600.000 aksjer i Eastern med en referansekurs på 132,7060. Det tilsvarer Carnegies kostpris den 06.04. (middel mellom kr. 130 og kr 135 per aksje). Prisen på disse aksjene utgjør til sammen 79,6 mill. kroner. Det avtales en flytende rente på 2,75 %. Om ”Final Price” (innløsningskursen) heter det: ”...the price shall be the average execution price per Share at which Party A executes the unwind of its hedge herunder.”

Party A i avtalen er Carnegie. Innløsningskursen etter TRS-avtalene er altså den pris Carnegie oppnår ved avhendelsen av sine sikringsaksjer. Hele den økonomiske risiko ligger således hos SeaDrill.

Det avtales en ”Spread”, på 2,00%, som etter det opplyste er Carnegies vederlag etter avtalen. SeaDrill skal i tillegg stille sikkerhet på 25 % (av kr. 79,6 mill.). Seadrill fikk ikke rente av dette.

De senere ordrebekreftelsene hadde samme avtaleklausuler. De undertegnede TRS-avtalene – som fulgte etter ordrebekreftelsene er standardavtaler. Avtalene er meget omfattende og underlagt engelsk rett. Det er ikke uenighet knyttet til innholdet av selve avtalene.

I alt ble det inngått 8 TRS-avtaler med 4,3 mill underliggende Eastern-aksjer. TRS-avtalene fordelte seg slik: 6. april (600.000) , 7. april (305.000), 16. mai (498.780), 26 mai (156.600), 6. juni (67.200), 15. juni (2.032.700), 30. juni (342.500) og 31. juli (318.650). TRS-avtalen per 15 juni ble inngått på grunnlag av Carnegies tegning ved kapitalutvidelse i Eastern samme dag.

Partene er enige om at inngåelse av slike standard TRS-avtaler i seg selv ikke kan utløse konsolidering. Men børsstyret og Børsklagenemnda har lagt til grunn at erverv av sikringsaksjer i tilknytning til en TRS-avtale kan utløse tilbudsplikt på konsolidert grunnlag, dersom partene hadde en felles forståelse av at sikringsaksjene ville bli parkert for å hindre tredjepart fra å oppnå kontroll i målselskapet. SeaDrill bestrider dette.

Carnegie lånte ut aksjene til DnBNOR som et ”omvendt aksjelån” og fikk tilbake 90 % av aksjenes verdi som sikkerhet fra banken. Sikkerheten finansierte kjøpet av aksjene. I

realiteten var dette en form for sikkerhetsstillelse fra Carnegie til DnBNOR, men slik at DnBNOR hadde rett til å disponere over dem som en eier under låneperioden.

En mindre del av aksjene ble solgt under re-purchase agreements – en avtalestype der aksjene selges til en ny aktør, men samtidig under forutsetning om tilbakekjøp på et gitt tidspunkt (REPRO-forretning”).

Partenes anførsler.

SeaDrill har i hovedsak anført:

1) Børsklagenemndas vedtak av 12. desember 2006 er ugyldig på grunn av feil i rettsanvendelsen. Prinsipielt anføres at loven ikke gir hjemmel for konsolidering ved erhvervssamarbeid.

Børsklagenemnda anså at det var grunnlag for konsolidering fordi det forelå *"en felles forståelse om at Eastern Drilling-aksjene ville bli parkert, og at dette ville vanskeliggjøre Ocean Rigs tilbud på Eastern Drilling"*.

Det følger av verdipapirhandelloven § 4-5 første ledd, jf. § 1-4 nr. 5 at konsolidering bare kan skje der samarbeidet gjelder *"bruk av rettighetene som eier av finansielt instrument"*. Ordlyden gir bare grunnlag for å slutte at samarbeidet må gjelde utøvelse av aksjonærrettigheter, dvs. utøvelse av stemmerett for aksjene. At en slik forståelse skal legges til grunn følger også av forarbeidene, jf. NOU 1996: 2 punkt 9.3.7. Utvalget gikk inn for en videreføring av gjeldende konsolideringsbestemmelse. "Utvalget legger til grunn at et samarbeid kun med sikte på selve ervervet, ikke bør kunne medføre konsolidering".

Man må skille mellom to typer av forpliktende samarbeid: - "stemmerettssamarbeid" der partene oppnår felles kontroll over målselskapet gjennom bruk av stemmeretten til aksjer, og "erhvervssamarbeid" der partene hindrer en tredjemann fra å kjøpe seg opp til en kontrollerende posisjon i selskapet. Tradisjonelt har konsolideringsregler på dette området kun omfattet "stemmerettssamarbeid". Det vises også til Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven side 65: "Avgjørende er om det forpliktende samarbeid går ut på samordnet utøvelse av aksjonærrettigheter. I praksis vil det si utøvelse av stemmeretten, i og med at konsolideringsreglene er ment for å fange opp felles kontroll." Denne rettsforståelse er også lagt til grunn i børspraksis inntil vedtaket i vår sak. Det fremkommer av Børssirkulære 1/2003 og Riebersaken.

Børsklagenemnda foretar en utvidende fortolkning av vphl. § 1-4 nr 5 som det ikke er rettskildemessig grunnlag for og som ikke er forenlig med legalitetsprinsippet. Det er ikke adgang til å gi loven en så utvidende tolkning at den omfatter et helt nytt tilfelle.

På denne bakgrunn anføres at det ikke var rettslig grunnlag for å konsolidere SeaDrill og Carnegie, og at vedtaket derfor er ugyldig på grunn av rettsanvendelsesfeil.

2) Subsidiært anføres at vphl. § 1- 4 nr 5 uansett ikke kan strekkes så langt at den får et videre anvendelsesområde enn EU's takeoverdirektiv.

Ocean Rig ga bare en kjøpsordre. Selskapet ga aldri noe frivillig tilbud etter vphl. § 4-18 som innebærer krav til tilbudsdokument mv. Ocean Rig har ikke fulgt den fremgangsmåten loven gir anvisning på.

Etter EU's takeoverdirektiv artikkel 2 punkt I d) er det grunnlag for konsolidering når partene samarbeider om å legge hindringer i veien for et tilbud. Hva som her menes med tilbud fremgår av legaldefinisjonen i I a): "et offentlig tilbud...ifølge national lovgivning". En utvidende fortolkning av gjeldende lov under henvisning til direktivet, kan ikke gå lenger enn direktivet gjør. Hvis norsk rett er i overensstemmelse med direktivet, er det ikke grunnlag for konsolidering i et slikt tilfelle.

Konsolideringsreglene bør også praktiseres på denne måten at bare offentlig tilbud etter loven beskyttes. Det er ønskelig at børsaktører går frem etter bestemmelsene om offentlig tilbud. "All or nothing"- ordrer er mindre ønskelig.

Verdipapirhandelloven av 2007 følger EU-direktivet, og man kan ikke gå lenger enn det den nye loven gjør.

3) Atter subsidiært anføres at det ikke er grunnlag for å konsolidere fordi Ocean Rigs oppkjøpsforsøk var ulovlig.

Ocean Rigs kjøpsordre var ulovlig ettersom selskapet ikke fulgte lovens fremgangsmåte ved offentlig tilbud. En gjennomføring av "tilbudet" ville derfor være rettsidig. Man kan ikke konsolidere til støtte for et ulovlig oppkjøpsforsøk.

4) Atter subsidiært anføres at lovens vilkår for konsolidering aldri forelå fordi SeaDrill og Carnegie ikke samarbeidet med sikte på å vanskeliggjøre et oppkjøp.

Det forelå forelå ingen felles forståelse mellom SeaDrill og Carnegie om parkering av aksjer i Eastern for å hindre at et tilbud fra en utfordrer skulle føre frem.

a) Seadrill hadde i utgangspunktet ingen interesse i Eastern. SeaDrill hadde fått tilbud om å investere i Eastern i forbindelse med oppstarten av selskapet og kapitalutvidelser, men sa nei. Etter at SeaDrill overtok Smedvig var SeaDrill komfortabel med sin situasjon i Eastern, og ønsket ikke å kjøpe seg opp. Seadrill takket nei til å kjøpe Lime Rocks konvertible lån, selv om det ville sikret full kontroll i Eastern uten å utløse tilbudsplikt. Seadrill foretok seg heller ikke noe etter at Ocean Rig's aktivitet den 28. – 29. mars 2006 ble offentliggjort. TRS-avtaler ble først inngått den 6. april.

Carnegie hadde for egen regning og risiko kjøpt 600.000 Eastern-aksjer i markedet ut fra sin kommersielle egeninteresse, og tilbød SeaDrill swap-avtaler med disse aksjene som sikringsposisjon. Onarheim anså kjøpet som en sikker investering, og aksjeposten kunne anvendes på ulike måter. Da SeaDrill ikke ønsket å overta den, tilbød han Trøim en TRS-avtale. SeaDrill på sin side ønsket en økt finansiell eksponering i aksjen, idet man la til grunn at aksjekursen kunne stige ytterligere.

b) TRS-avtalene ble inngått med en løpetid på 3 måneder med rett for SeaDrill til å forlenge avtalene. Den første ble inngått muntlig i telefonsamtale mellom Onarheim og Trøim. Det ble presisert at dette bare var et ”veddemål” på aksjekurs, som ikke ga SeaDrill noen tilgang til underliggende verdipapirer. SeaDrill fikk ingen rett til å kjøpe sikringsaksjene ved utløpet av avtalene, og fikk ingen adgang til instruksjon over utøvelse av stemmerett.

Carnegie avhendet det alt vesentlige av sikringsaksjene på repo- eller utlånsbasis for redusere sin egen finansieringskostnad. Følgelig har Carnegie ikke vært i posisjon til å utøve stemmerett for sikringsaksjene. Dermed blir det irrelevant å spekulere i hvorvidt kontraktsstrukturen gir Carnegie incitament til å stemme i tråd med SeaDrills preferanser. Sikringsaksjene kunne selges videre av låntaker, og kjøper kunne da stemme for aksjene. Hvis SeaDrill og Carnegie hadde vært ute etter kontroll over Eastern, ville Carnegie neppe disponert over aksjene på denne måten.

Den muntlige avtalen ble bekreftet med aksept og standard TRS-avtaler. Carnegie hadde kjøpt sikringsaksjer da den første avtalen ble inngått, men det var ikke avtalt at Carnegie skulle kjøpe seg videre opp, og Carnegie orienterte ikke SeaDrill om nye aksjekjøp. Carnegie hadde rett til når som helst å selge sine sikringsaksjer. Aksjekjøpet den 6. april hadde et så beskjedent omfang at det åpenbart ikke var egnet til å forhindre Ocean Rig i å erverve kontroll.

c) Det forelå ingen oppkjøpssituasjon. Ocean Rig fremsatte ikke noe tilbud, bare en betinget kjøpsordre. Selskapet hadde ikke ordnet finansieringen av noen overtakelse. Det ble ikke innhentet bindende aksepter, bare følere på mulig salgsinteresse. I en slik situasjon kan man ikke snakke om akseptgrad. Akseptfristen ble satt så kort at forsøket ikke kunne lykkes hensett til aksjonærstrukturen i Eastern. Analytikere betraktet i samtid ikke dette som et reelt forsøk på overtakelse.

Det var meglerhuset First Securities som tok initiativet til utspillet ovenfor Ocean Rig. First ville få suksesshonorar fra Eastern om de fikk til et oppkjøp, men First hadde like stor interesse av å skremme opp SeaDrill for å få dem til å komme med konkurrerende bud.

Når det ikke forelå noe reelt bud, kan det heller ikke gi grunnlag for konsolidering.

Da Ocean Rigs frist gikk ut den 7. april, hadde SeaDrill og Carnegie bare inngått en TRS-avtale med referanse til 2,5 % av aksjene i Eastern. Det kunne ikke forhindre Ocean Rig fra å nå frem.

5) Atter subsidiært anføres at konsolidering ikke har betydning for tilbudsprisen i et pliktig tilbud. Man skal ikke hensynta innkonsoliderte parters vederlag.

Det følger av verdipapirhandelloven § 4-5 første ledd at aksjer som eies eller erverves av nærstående "[i] forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer". Spørsmålet om konsolidering også omfatter prisspørsmålet, er ikke kommentert noe sted i forarbeidene, og det fremstår som mest naturlig å tolke den siterte passusen som en henvisning til de regler som gjelder utløsning av selve tilbudsplikten.

Passusen "[i] forhold til reglene om tilbudsplikt" var ny i forhold til verdipapirhandelloven av 1985 § 5 A annet ledd. Det fremgår ikke av forarbeidene til § 5 A at konsolidering etter tidligere lov skulle omfatte prisspørsmålet, jf. Ot.prp. nr. 53 (1989—90) s. 24-25.

Sammenhengen med § 4-5 annet ledd taler for at bestemmelsen bare regulerer spørsmålet om det skal konsolideres: Det følger av annet ledd første punktum at "*Børsen avgjør om det skal foretas identifikasjon etter første ledd*". Videre følger det av annet ledd annet punktum at Børsens vedtak skal meddeles partene i den identifiserte gruppen. Børsen har ikke hjemmel til å konsolidere på pris basert på dette lovgrunnlaget.

Endelig følger det eksplisitt av § 4-10 fjerde ledd første punktum at det er det høyeste vederlaget "*tilbyderen*" har betalt eller avtalt som er avgjørende.

Det er kravet til tilbudspris som er den egentlige byrden ved tilbudsplikt. Nemndas vedtak påfører SeaDrill en enorm kostnad. Legalitetsprinsippet medfører et krav om utvilsomt hjemmelsgrunnlag. Formuleringen "reglene om tilbudsplikt" er et tvetydig uttrykk.

På denne bakgrunn anføres det at det ikke er hjemmel for å konsolidere på pris, og at den delen av vedtaket som gjelder priskonsolidering derfor uansett må anses som ugyldig på grunn av rettsanvendelsesfeil.

6) Atter subsidiært anføres at vedtaket er ugyldig fordi konsolideringsgrunnlaget ikke var til stede på det avgjørende tidspunkt, - nemlig da tilbudsplikten ble utløst.

Tilbudsplikt utløses bare av eget aksjeerverv. Basert på en slik betraktning fastslår Børsklagenemnda at tilbudsplikt inntrådte for SeaDrill den 7. september 2006. Nemndas vurdering av konsolidering knyttet derimot utelukkende til forholdene da TRS-avtalene ble inngått, dvs. 6. – 7. april 2006, hvilket tilkjennevis i helt klare ordelag i Børsklagenemndas konklusjon i Vedtakets s. 26:

"Børsklagenemnden mener at de ovennevnte forhold viser at Seadrill og Carnegie ved avtaleinngåelsen 6. april hadde en felles forståelse om at Eastern Drilling-aksjene ville bli parkert, og at dette ville vanskeliggjøre Ocean Rigs tilbud på Eastern Drilling."

Forutsetningen for å statuere tilbudsplikt på konsolidert grunnlag må imidlertid være at det på tidspunktet for det utløsende aksjeerverv (fortsatt) er grunnlag for konsolidering. Man kan ikke konsolidere under henvisning til et samarbeid som er avsluttet. Dette er en rettsanvendelsesfeil.

Carnegie kunne selge Eastern-aksjene til SeaDrill den 08.08.06 fordi TRS-avtalene var avtalt avvirket.

Ocean Rig trakk kjøpsordren den 7. april. Senere var det ingen antydning til oppkjøpsforsøk. Motivet for inngåelse av nye TRS-avtaler var at Trøim ville få gjennomsnittskursen på aksjene ned. Ettersom det i alle fall etter april ikke var noen oppkjøpssituasjon, kunne ikke SeaDrill ha som motiv å forhindre bud fra andre. Dermed var imidlertid det påståtte konsolideringsgrunnlaget borte, hvilket Børsklagenemnda synes helt å ha oversett.

7) Ytterligere subsidiært anføres at Vedtaket er ugyldig også fordi SeaDrill hadde nedsalgsrett.

Børsklagenemnda anså at nedsalgsretten ikke er i behold. Børsstyret hadde et annet syn på dette. Videre fastholdt og underbygget Børsstyret sitt syn også etter at Børsklagenemnda hadde fattet sitt vedtak. Børsstyret anmodet om at Børsklagenemnda omgjorde vedtaket på dette punktet. Fra Børsstyrets omgjøringsanmodning hitsettes følgende:

"Konsolideringsbestemmelsen i verdipapirhandelloven § 4-5 annet ledd om at "børsen avgjør om det skal foretas identifikasjon" er en videreføring av verdipapirhandelloven av 1985 § 5A annet ledd annet pkt, jf Ot prp nr 29 (1996-97) side 70 og NOU 1996:3 side 114. Bestemmelsen i 1985-loven lød:

"Børsstyret ved Oslo Børs avgjør om det inntreer tilbudsplikt etter denne bestemmelsen."

I Ot prp nr 53 (1988-89) side 24 heter det om bestemmelsen (vår understrekning): *"En kan stå overfor en vanskelig bevismessig situasjon i tilfelle fordekt samarbeid, og bestemmelsen kan reise flere spørsmål som må avklares i praksis når de oppstår. Det vil være ønskelig at tvil mht. samarbeid og tilbudsplikt kan avklares raskt. Det er derfor foreslått at Oslo Børs kan avgjøre om tilbudsplikt inntreer eller ikke i tilfelle det er uenighet om dette. Tilbudsplikten inntreer i så fall fra det tidspunkt Oslo Børs avgjør spørsmålet"*

Uttalelsen er i hovedsak gjentatt i Innst 0 nr 91 (1988-89) side 13. Både 1985-lovens ordlyd som var forutsatt videreført i dagens lov, og uttrykkelige forarbeider tilsier altså at tilbudsplikten først oppstår med børsens vedtak. Det er intet i senere forarbeider, eller i endring av lovens ordlyd som tilsier at dette er ment endret fra lovgivers side."

Børsstyret anser at tilbudsplikten på konsolidert grunnlag inntreder med børsens vedtak den 25.10.06. Som en konsekvens av dette må SeaDrill ha valget mellom å gi nytt tilbud eller selge seg ned etter vphl. § 4-8 med den konsekvens at tilbudsplikten faller bort. Saksøker er enig i børsstyrets nærmere begrunnelse for nedsalgsretten.

Hvis SeaDrill ikke hadde fremsatt noe tilbud, er det klart at børsen hadde måttet treffe et vedtak etter § 4-8 annet ledd jf § 4-5 annet ledd, og at nedsalgsretten etter § 4-8 var i behold. Det kan ikke gjøre noen forskjell at SeaDrill faktisk fremsatte bud, når det bare ble gjort ut fra eget erverv av aksjer. Verken loven eller forarbeidene har viet denne problemstillingen noen oppmerksomhet. Hensynet til den tilbudspliktige gjør seg gjeldende i like stor grad her som i de tilfeller det ikke er fremsatt tilbud. Det må være avgjørende.

Tilbudet skapte ikke forventning hos de andre aksjonærene om mer enn den tilbudsprisen SeaDrill gikk ut med; kr. 92 per aksje. SeaDrill hadde aldri tenkt å gå fra dette tilbudet.

Dersom retten skulle komme til at tilbudsplikt på konsolidert grunnlag inntreffer forut for og uavhengig av Børsens vedtak om konsolidering, anføres det at tilbudsplikten er bestridt

og at regelen i § 4-8 annet ledd om at Børsen skal treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser, kommer til anvendelse. Der er det også hjemmel for å innvilge nedsalgsrett.

Børsklagenemnda vedtak er derfor på dette punktet ugyldig på grunn av rettsanvendelsesfeil.

8) Det foreligger også saksbehandlingsfeil:

Børsklagenemnda har ikke vurdert å innvilge nedsalgsrett etter § 4-8 annet ledd. Her foreligger en saksbehandlingsfeil i form av mangelfull begrunnelse.

Børsklagenemnden har basert seg på feil faktum når den har lagt til grunn at Ocean Rig fremla et tilbud. Det var bare en betinget kjøpsordre. Ocean Rig fremsatte heller ikke ett sammenhengende tilbud slik nemnda bygger på. Ocean Rigg henvendte seg to ganger til aksjonærene i Eastern på en ulovlig måte i forhold til kravene i vphl. § 4-18. Selskapet opptrådte ulovlig ved ikke å tilkjenne sin identitet, jf § 4-18 jf § 4-13 nr 1. Selskapet opptrådte ulovlig ved ikke å ha tilkjenne gitt en finansiering av et eventuelt oppkjøp, jf § 4—18 jf § 4-13 nr 7. Det var i strid med god forretningsskikk å ikke meddele økningen av pris samt å la andre vesentlige opplysninger tilflyte markedet på annen måte enn gjennom børsmelding, jf §§ 2-9 og 9-2.

Børsklagenemnda har lagt stor vekt på at SeaDrill og Carnegie unnlot å melde TRS-avtalene. Økokrim har konkludert med at SeaDrill og Carnegie har opptrådt fullt lovlig i forhold til meldeplikten. Klagemuligheten er ikke benyttet.

Børsklagenemnda har ikke vurdert om det konsolideringsgrunnlaget som den mente forelå i april 2006 fortsatt bestod på tidspunktet for SeaDrills aksjeervert den 7. september 2006. Dette er i alle fall en mangel ved vedtaksgrunnene som gjør at det ikke kan konstateres at nemnda har foretatt en riktig rettsanvendelse.

Feilene kan ha virket inn på avgjørelsen og vedtaket må derfor kjønes ugyldig.

9) Statens og Oslo Børs' subsidiære anførsel:

Staten anfører subsidiært at tilbudsprisen i h.t. vphl. § 4-10 fjerde ledd skulle vært fastsatt til kr 132,706 per aksje, selv om det ikke er grunnlag for konsolidering. Anførselen er ikke relevant i saken. Etersom SeaDrill bestred tilbudsplikt på konsolidert grunnlag, måtte Oslo Børs treffe et konsolideringsvedtak. Børsklagenemnden har også formulert sitt vedtak slik at børsstyrets vedtak om å konsolidere Seadrill og Carnegie blir å stadfeste.

Det er konsolideringsvedtaket som Seadrill har angrepet i stevningen og som er sakens gjenstand. Man kan ikke vurdere dette spørsmålet ut fra alminnelig forvaltingsrett, ettersom vphl. fastsetter en helt særegen vedtaksprosedyre.

Selv om man skulle anse den subsidiære anførselen som relevant, kan den ikke føre frem materielt: Vphl. § 4-10 fjerde ledd gjelder bare betalte og avtalte vederlag for selve aksjen. SeaDrill betalte kr 92 for aksjene som ble kjøpt fra Carnegie. I tillegg ble det betalt kr 40 som reell veddemålspremie. Dette var ikke noe skjult vederlag for aksjen. I skatteretten er det også slik at derivater beskattes separat fra underliggende aksjer, hvis ikke formålet med

avtalen har vært å overføre det underliggende objekt. Både børsstyret og Børsklagenemnda har lagt til grunn at SeaDrill etter TRS-avtalen verken hadde rett eller plikt til å overta sikringsaksjene.

SeaDrill nedlegger slik

p å s t a n d:

Prinsipalt:

Pkt. 1 i vedtak fra Børsklagenemnden av 12. desember 2006 om å stadfeste konsolidering av SeaDrill Ltd. og Carnegie ASA kjennes ugyldig, og punkt 2 i vedtaket bortfaller som en konsekvens derav.

Subsidiært:

Pkt. 2 i vedtak fra Børsklagenemnden av 12. desember 2006 om å pålegge SeaDrill Ltd. å gi nytt tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i Eastern Drilling ASA uten alternativt å kunne selge aksjer slik at tilbudsplikten bortfaller, jf. vphl. § 4-1 første ledd, kjennes ugyldig.

I alle tilfeller:

SeaDrill Ltd. tilkjennes sakens omkostninger med renter fra forfall til betaling finner sted.

Oslo Børs ASA har i hovedsak anført:

Børsklagenemndas vedtak av 12.12.06 er gyldig. Det foreligger verken feil i rettsanvendelsen, bevisbedømmelsen eller saksbehandlingen.

Bestemmelsen om konsolidering i vphl. § 4-5 første ledd jf § 1- 4 nr 5 kommer også til anvendelse der partene samarbeider om å forhindre eller vanskeliggjøre et tilbud fra andre. Det vises til bestemmelsenes ordlyd, forhistorie, forarbeider, juridisk teori og reelle hensyn samt forvaltningspraksis.

Oslo Børs bestrider SeaDrills subsidiære anførsler om at EU' takeover-direktiv er til hinder for konsolidering fordi Ocean Rig ga en betinget kjøpsordre eller fordi kjøpsordren ikke fylte kravene til frivillig tilbud etter vphl. EU-direktivet implementeres formelt først ved ikrafttreddelsen av vphl. av 2007. Direktivet gir minimumsregler. Det er ikke noe i veien for at den enkelte stat kan gi minoritetsaksjonærene en videre beskyttelse.

Det er ikke ulovlig å gi en kjøpsordre. Om formreglene for fremsettelse av pliktig tilbud ikke er overholdt, innebærer ikke det at det ville vært ulovlig å gjennomføre aksjekjøpet. Når det gjelder adgangen til å gi en betinget kjøpsordre, hadde Ocean Rig fått dette utredet av sin advokat som er en av de fremste innen verdipapirhandel. Selskapet har formentlig

fulgt de råd det fikk. Dersom Ocean Rig har begått en formell feil ved ikke å følge formreglene i § 4-18, kan det likevel ikke hindre konsolidering.

Det er hensynet til minoritetsaksjonærene som må veie tyngst ved vurderingen av om Carnegie og SeaDrill skal konsolideres. Minoritetsaksjonærenes behov for beskyttelse er det samme enten tilbudet om salg kommer i form av en betinget kjøpsordre eller et tilbud etter reglene om offentlig tilbud i vphl. Konsolideringsreglene er fastsatt for å beskytte minoritetsaksjonærene, - ikke for å beskytte den som vil kjøpe opp et selskap.

SeaDrill og Carnegie møtte Ocean Rigs bud med mottiltak. Hvis mottiltaket i seg selv gir grunnlag for konsolidering, kan ikke en anvendelse av § 4-18 være til hinder.

Børsklagenemnda har anvendt loven riktig og bedømt bevisene rett da den kom til at det var grunnlag for konsolidering fordi det forelå felles forståelse om kjøp av sikringsaksjer som ville bli parkert og derved forhindre eller vanskeliggjøre at en tredjepart kunne oppnå kontroll i målselskapet.

Den første TRS-avtalen ble inngått 6. april i en situasjon der SeaDrills dominans i Eastern ble utfordret av Ocean Rig. Også ved inngåelsen av de senere avtalene var det en felles forståelse om å bevare kontrollen over aksjene for det tilfelle at det skulle komme en ny utfordring. Situasjonen i bransjen gjorde at det var en aktuell mulighet. TRS-avtalene ga ikke Seadrill noen rett eller plikt til å kjøpe sikringsaksjene. Det var likevel klart ut fra markedspraksis at SeaDrill ville få tilbud om å kjøpe aksjene så snart selskapet bestemte seg for å avvikle TRS-avtalene.

Det fremgikk av avtalen mellom partene (sluttkursbestemmelsen) at Carnegie ervervet sikringsaksjer. Ved inngåelsen av den første avtalen opplyste Onarheim at han allerede hadde kjøpt 600.000 aksjer. SeaDrill forstod også at Carnegie hedget i forbindelse med inngåelsene av de nye TRS-avtalene, og at ingen i praksis ville utøve stemmerett for disse aksjene, og at aksjene ble utilgjengelige for andre i markedet.

Realiteten i avtalen var at Carnegie satt på aksjene som en stråmann for SeaDrill. Det kan ikke være tvil om at Carnegie forstod hva som var SeaDrills reelle formål med avtalen.

Samarbeidet varte sammenhengende fra den 6. april frem til SeaDrill utløste tilbudsplikten. Virkningen av TRS-avtalene var at de medvirket til å bevare SeaDrills kontroll, de styrket kontrollen, og forberedte et mulig oppkjøp på et gunstig tidspunkt. Carnegie og SeaDrill var klar over denne virkningen.

Børsklagenemnda har tolket lovens § 4-10 fjerde ledd jf § 4-5 første ledd riktig da den la til grunn at tilbudsprisen måtte være like høy som det SeaDrill eller Carnegie hadde betalt innenfor 6- månedersperioden etter at konsolideringsgrunnlaget forelå. Det vises til lovens ordlyd, reelle hensyn etterarbeider og juridisk litteratur.

Konsolideringsgrunnlaget var til stede helt frem til SeaDrill utløste tilbudsplikten. Samarbeidet mellom Seadrill og Carnegie med sikte på å bevare og styrke SeaDrills dominans i Eastern med basis i sikringsaksjene besto helt frem til SeaDrill overtok aksjene den 8. september 2006. Det foreligger verken feil i rettsanvendelsen eller faktum på dette punkt.

Børsklagenemnda har tolket vphl. § 4-1 første ledd, jf §§ 4-8 og 4-9 riktig da den kom til at SeaDrill ikke hadde nedsalgsrett etter at selskapet hadde utløst tilbudsplikten og gitt melding om nedsalg.

Loven gir heller ikke hjemmel for unntak fra tilbudsplikten etter § 4-8 annet ledd. Uansett har Børsklagenemnden prøvet om rimelighetsgrunner tilsa nedsalgsrett, men kom til at det ikke var tilfelle.

Det foreligger ikke saksbehandlingsfeil som kan ha virket inn på nemndas avgjørelse.

Det fremgår av vedtaket at Børsklagenemnden har vurdert å innvilge nedsalgsrett ut fra rimelighet.

Det er ikke holdepunkter for å anta at Børsklagenemnda ikke var klar over at Ocean Rig ikke fremmet ett tilbud, men to. Det har heller ingen betydning her. Børsklagenemnda har ikke basert seg på feil faktum da den la til grunn at Ocean Rig utfordret SeaDrills dominans i Eastern i april 2006.

SeaDrill og Carnegie hadde meldeplikt ved inngåelse av TRS-avtalene, og Seadrill skulle også opplyst om TRS-avtalene i tilbudsdokumentet, uten at dette ble gjort.

Børsklagenemndas avgjørelse må forstås slik at den har vurdert og lagt til grunn at SeaDrill og Carnegie var nærstående helt frem til tilbudsplikten ble utløst den 7. september. Nemnda bemerker på side 26 at samarbeidet varte noen måneder. Når samarbeidets varighet ikke var bestridt for nemnda, hadde den ikke foranledning til å kommentere dette nærmere. Om man skulle anse vedtaket mangelfullt begrunnet her, har det uansett ikke hatt noen betydning for det resultat nemnda kom til.

Oslo Børs slutter seg til statens subsidiære anførsel.

Oslo Børs nedlegger slik

p å s t a n d:

1. Oslo Børs ASA frifinnes.
2. Oslo Børs ASA tilkjennes saksomkostninger for tingretten med tillegg av lovens forsinkelsesrente fra forfall til betaling skjer.

Staten v/ Finansdepartementet har i hovedsak anført:

Børsklagenemndas vedtak av 12.12.06 er gyldig. Det foreligger verken feil i rettsanvendelsen, bevisbedømmelsen eller saksbehandlingen.

Staten slutter seg til anførselene fra Oslo Børs.

Statens subsidiære anførsel:

Staten vil subsidiært anføre at tilbudsprisen i h.t. vphl. § 4-10 fjerde ledd skulle vært fastsatt til kr 132,706 per aksje, selv om man anser at det ikke er grunnlag for konsolidering. Vedtaket om å oppheve godkjenningen av SeaDrills pliktige tilbud, er således gyldig, selv om SeaDrill skulle få medhold i at det ikke er grunnlag for konsolidering eller i at Seadrill kunne fralegge seg tilbudsplikten på konsolidert grunnlag gjennom nedsalg.

Den subsidiære anførselen har vært en del av saken siden anførselen ble fremmet som grunnlag for klage på børsens vedtak om godkjenning av det pliktige tilbudet. Oslo Børs trengte ikke ta stilling til anførselen fordi saken ble løst på et annet grunnlag som ga enda høyere vederlag til aksjonærene. Nemndas vedtak av 12.12.06 er en stadfestelse av børsstyrets vedtak av 25.10.06 om å oppheve godkjenningen av tilbudet, - ikke et konsolideringsvedtak. Anførselen kan derfor gjøres gjeldende i saken fortsatt, og gir et selvstendig grunnlag for opphevelse av godkjenningen.

Etter vphl. § 4-10 fjerde ledd skal tilbudsprisen ”være minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderer har betalt eller avtalt” for aksjen. Det følger av bestemmelsen at man ikke bare skal ta hensyn til den avtalte pris for selv aksjen, men den reelle økonomiske motytelsen i sin helhet. Derimot skal ikke regnes med et reelt markedsmessig vederlag for andre ytelser en aksjen, - f. eks en opsjonspremie eller rentekompensasjon.

SeaDrill har i realiteten betalt kr. 132,706 i vederlag for aksjene selskapet kjøpte fra Carnegie. Allerede ved inngåelsen av TRS-avtalene overtok SeaDrill den hele og fulle kursrisikoen på de underliggende aksjene. Carnegie hadde sikret seg kontroll over sikringsaksjene så lenge TRS-avtalene løp. SeaDrill var sikker på å kunne overta sikringsaksjene når selskapet valgte å krysse tilbudspliktgrensen. Det var en klar sammenheng mellom avviklingen av TRS-avtalene og salget av sikringsaksjene. Det var ikke mulig for SeaDrill å kjøpe Carnegies sikringsaksjer uten samtidig å avvikle TRS-avtalene. Vederlaget tilsvarte derfor vederlaget ved avviklingen av disse avtalene. Partene avtalte en fordeling av vederlaget med kr 92 som pris på aksjen og kr 40 som oppgjør etter TRS-avtalen, - til sammen kr 132. Dette var reelt sett vederlag for aksjen.

Det nedlegges slik

p å s t a n d:

1. Oslo Børs ASA frifinnes.
2. Staten v/ Finansdepartementet tilkjennes saksomkostninger for tingretten med tillegg av lovens forsinkelsesrente fra forfall til betaling skjer.

RETTENS MERKNADER:

1. Innledning:

Saken gjelder gyldigheten av Børsklagenemndas vedtak av 12.12.06, herunder om det var grunnlag for å konsolidere SeaDrill og Carnegie, konsolideringens betydning for tilbudsprisen, og spørsmålet om SeaDrill hadde nedsalgsrett etter at godkjennelsen av SeaDrills pliktige tilbud var opphevet.

Domstolenes prøvelsesadgang:

Det alminnelige prinsipp i forvaltningsretten i dag er at domstolene kan overprøve forvaltningens skjønn fullt ut ved anvendelse av lover som gjør inngrep ovenfor den enkelte. Unntak fra denne hovedregel må særskilt begrunnes, jf Rt. 1995 s. 1427.

Hvor langt domstolenes prøvelsesadgang går, avgjøres først og fremst gjennom en tolkning av hjemmelsloven og de rammer den trekker opp for forvaltningens skjønnsutøvelse. Der vedtaket bygger på forskjellige bestemmelser i loven, må domstolenes adgang til overprøving vurderes i forhold til hver enkelt bestemmelse.

Der loven fastsetter en ”skal”- regel, dvs. at forvaltningen må handle på en bestemt måte, hvis de faktiske betingelser er til stede, kalles en lovbundet avgjørelse. Hovedregelen ved lovbundne avgjørelser er at domstolene kan overprøve forvaltningens skjønn fullt ut, både den generelle lovtolkning og subsumsjonen, jf Erik Boe, Hvor fritt er det fire forvaltningskjetten, Jussens venner 1981 side 37 flg. (38-39).

Med den generelle lovtolkning menes å fastlegge hvilket vurderingstema loven gir anvisning på, dvs. hvilke faktiske forhold som er relevante momenter ved skjønnsavgjørelsen. Med subsumsjonen menes en vurdering av om lovens betingelser er oppfylt i det konkrete tilfellet. I tilknytning til subsumsjonen foretas også en bevisvurderingen av sakens faktum.

Hovedregelen ved anvendelse av vage skjønsmessige kriterier er også at domstolene kan prøve rettsanvendelsesskjønnet fullt ut, - både lovtolkning og subsumsjon. Det gjelder i alle fall der kriteriet er av mer juridisk art. Der det mer er tale om et teknisk, økonomisk eller politisk kriterium, og vedkommende myndighet har spesiell kyndighet i forhold til domstolene, og bedre muligheter for å skaffe seg relevant kunnskap er det momenter som taler for at retten begrenser overprøvingen til den generelle lovtolkning, jf Torstein Eckhoff, Forvaltningsrett, 7. utgave, side 344 og 348-349.

Domstolenes prøvelsesrett i forhold til den konkrete rettsanvendelsen er nylig behandlet av Høyesterett i dom med referanse HR-2007-01869-A (Krekarddommen): ”Det er en viktig rettssikkerhetsgaranti at domstolene kan prøve forvaltningens subsumsjon ved vedtak som innebærer inngrep ovenfor enkeltpersoner. Fra dette prinsipp er det gjort enkelte unntak, blant annet i tilfeller der loven gir anvisning på utpregede skjønsmessige vurderingstemaer, og i tilfelle hvor vedtaket beror på en

vurdering av utpreget faglig karakter på områder som domstolen ikke kan forventes å ha nødvendig innsikt i.”(premiss 52)

Domstolenes adgang til å overprøve spesielt Børsklagenemndas avgjørelser er behandlet i Ot.prp. nr 54 (1988-1989) punkt 3.3. Retten hitsetter:

” Nemndens avgjørelser er forvaltningsvedtak og gyldigheten kan prøves for domstolene som for andre forvaltningsvedtak. Den vil være et uavhengig, særlig børsrettslig sakkyndig og domstolslignende organ som vurderer saken i annen instans etter omfattende saksbehandling i første instans (saksforberedelse i en administrasjon med høy faglig kompetanse og vedtak i et kollegialt organ, børsstyret). Nemndens særtrekk må få konsekvenser for domstolsprøvelsen. Det må forutsettes at nemndens avgjørelser blir tillagt betydelig vekt av domstolene. Det følger av de alminnelige forvaltningsrettslige regler og praksis om domstolenes prøvelse av forvaltningsavgjørelser.”

”Departementet vil understreke at saksområdets art tilsier at domstolene bør være særlig tilbakeholdne ved en eventuell prøvelse. Det dreier seg om et marked hvor forvaltningsorganet - børsen - i kraft av sin overvåkningsfunksjon vil ha rask og sikker tilgang på informasjon og en særlig nærhet til markedet. Dette overvåknings- og informasjonsapparatet vil stå sentralt ved tilretteleggelsen av børsstyrets avgjørelser etter børsregelverket og ved behandlingen av denne typen saker generelt. Reaksjonene vil ofte være situasjonsbestemte og iverksatt av hensyn til markedet. Det kan være vanskelig i ettertid å overprøve faglige beslutninger som er truffet av børsen av hensyn til verdipapirmarkedet. Klagenemndens formål er å sørge for rettsikkerhetsgarantier ved prøvelse av saksbehandling og avgjørelsens materielle innhold.”

Tingretten bemerker at det er enighet om at domstolene i alle tilfelle kan prøve den generelle lovtolkningen i alle de spørsmål saken reiser, - dvs. hvordan loven er å forstå og om Børsklagenemnda har anvendt loven rett.

Subsumsjonen – om betingelsene i loven faktisk er oppfylt – er tvistetema i relasjon til vphl. § 4-5 første ledd jf § 1- 4 nr 5: om man må anta at SeaDrill og Carnegie hadde et forpliktende samarbeid med sikte på kontrollen over Eastern. Dette er et spørsmål om hvordan sakens faktum skal vurderes rettslig.

Lovens kriterium er ikke spesielt vagt eller knyttet opp mot mange ulike hensyn. Tingretten vil derfor prøve subsumsjonen, men vil vise varsomhet med å sette til side børsfaglige vurderinger, - spesielt i forhold til av hva som har vært partenes motivasjon for inngåelsen av TRS-avtalene. På det punkt må avgjørelsen bygge på skjønnsmessige vurderinger av markedsdisposisjoner der innsikt i verdipapirmarkedet, markedsmekanismer og forholdet mellom børsen og aktørene i markedet har betydning.

Når det gjelder avgjørelsen av om SeaDrill skal gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 4-8 annet ledd prøver retten ikke subsumsjonen. Her gir loven anvisning på et utpreget skjønnsmessig vurderingstema, hvor vedtaket også beror på en vurdering av utpreget faglig karakter.

Retten kan i alle tilfelle prøve om det foreligger feil i saksbehandlingen, herunder om vedtaket bygger på feil faktum/ uriktig bevisvurdering.

Retten går da over til å drøfte den generelle lovtolkningen:

2. Grunnlaget for konsolidering av SeaDrill og Carnegie

Børstyret vedtok å oppheve Oslo Børs vedtak om å godkjenne det pliktige tilbudet fra SeaDrill med en tilbudspris på kr. 92 per aksje. Begrunnelsen var at SeaDrill og Carnegie måtte konsolideres etter vphl. § 4-5 første ledd ved beregningen av tilbudsprisen. Den prisen SeaDrill hadde tilbudt reflekterte ikke at de aksjer Carnegie hadde ervervet som sikringsaksjer under TRS-avtalen skulle anses like med SeaDrills erverv i 6- måneders-perioden forut for tilbudet.

Børsklagenemndas vedtak innebar en stadfestelse av børsstyrets vedtak på dette punkt.

2.1 Det rettslige grunnlag for konsolidering.

SeaDrill bestrider at den lovhjemmel børsmyndighetene har anvendt kan gi grunnlag for konsolidering. Hjemmelsgrunnlaget er helt avgjørende for utfallet av saken, og retten velger derfor å gå grundig inn på dette.

Hjemmel for vedtaket var verdipapirhandelloven av 19.06.97 nr 79 som gjaldt frem til 01.11.07. Konsolideringsbestemmelsen er inntatt i vphl. § 4-5 første ledd som lyder:

"I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-4."

Etter vphl. § 1-4 nr. 5 vil en aksjeeiers nærstående bl.a. være

"noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument"

Det første spørsmålet ved tolkningen av § 1-4 nr 5 er hva som ligger i kravet om et forpliktende samarbeid.

2.1.1. Kravet om et "forpliktende samarbeid" mellom partene.

Verdipapirhandelloven av 14.06.85 nr 61 § 5A annet ledd bokstav c var forløperen til dagens § 1- 4 nr. 5. Den lød slik: "... noen som vedkommende handler etter avtale med eller for øvrig opptrer i forståelse med".

Etter ordlyden i denne bestemmelsen kreves det ikke noen juridisk forpliktende avtale. Det er nok at partene handler i forståelse med hverandre.

Av NOU 1996:2 pkt. 9.3.7 – som ligger til grunn for loven av 1997 - fremgår at:
"Utvalget går i hovedsak inn for en videreføring av gjeldende konsolideringsbestemmelse. I denne forbindelse har utvalget lagt vekt på at bestemmelsens rekkevidde dels har blitt nærmere avklart gjennom praksis. For øvrig foreslås enkelte presiseringer.

.....Også bestemmelsen i gjeldende § 5A annet ledd bokstav c) om konsolidering som følge av avtaler m.m. med andre aksjonærer, bør etter utvalgets syn presiseres. Som nevnt har Børsklagenemnden lagt til grunn at det i realiteten kreves en stilltiende avtale mellom partene for at det skal kunne sies at de opptrer i forståelse med hverandre. Forståelsen etter avtalen bør dessuten omfatte en koordinert opptreden med et felles mål med sikte på en tilstrekkelig kontroll over selskapet."

I NOU 1996:2 pkt. 9.3.7 heter det videre om konsolideringsbestemmelsene:

Utvalget foreslår at det tas inn en presisering i lovteksten av hvilket samarbeid som skal kunne gi grunnlag for konsolidering. Utvalget har vurdert en lignende formulering som i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 om at like med erververens aksjer skal regnes aksjer som eies av «noen som det må antas aksjonæren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær». Tilsvarende formulering er også benyttet i lov om erverv av næringsvirksomhet. Disse formuleringene anses mer presise enn gjeldende konsolideringsbestemmelse i vphl. Etter utvalgets syn ville det være fordel med en ytterligere presisering av at ikke enhver samordnet bruk av aksjonærrettigheter vil gi grunnlag for konsolidering. For eksempel samordnet opptreden i en generalforsamling med sikte på f.eks. skifte av styret, bør ikke i seg selv begrunne konsolidering etter tilbudspliktreglene. En blott og bar felles opptreden vil også falle utenfor ordlyden. Det er mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, som bør begrunne konsolidering. På den annen side kan også et kortsiktig samarbeid med sikte på f. eks. salg av deler av selskapets virksomhet mv., etter omstendighetene være tilstrekkelig til at hensynene bak tilbudspliktreglene gjør seg gjeldende. Etter utvalgets syn bør det som en retningslinje legges til grunn at samarbeid i en enkelt sak i seg selv ikke være nok, med mindre den konkrete saken indikerer at de aktuelle aksjonærene reellt sett har et bredere samarbeid.

Etter utvalgets syn er det ikke mulig å foreta en nærmere spesifisering i loven av hvilket samarbeid som vil kunne utløse tilbudsplikt. Dette må avgjøres konkret ut fra forholdene i det enkelte tilfellet. Utvalget foreslår derfor at det i loven benyttes tilsvarende formulering som i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6, dvs. at konsolidering skal foretas i forhold til noen det må antas aksjonæren har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som aksjonær. Det legges til grunn at det i samsvar med børsens praksis skal kreves en stilltiende avtale mellom partene for at disse skal anses å ha et forpliktende samarbeid. Utvalget påpeker forøvrig at det ikke vil være noen forutsetning at det skal foreligge sanksjoner eller sanksjonsadgang for at man skal kunne anse samarbeidet for «forpliktende».

I Ot.prp. nr. 29 (1996-97) pkt 9.2.6 gir departementet sin tilslutning til ovennevnte vurderinger: ” Departementet slutter seg til forslaget om en videreføring av gjeldende konsolideringsbestemmelse med de presiseringer utvalget har foreslått. Departementet slutter seg til utvalgets vurdering av at det er vanskelig å konkretisere i loven hvilket samarbeid som vil kunne gi grunnlag for konsolidering. Det anses imidlertid som en fordel at det benyttes tilsvarende formuleringer som i finansieringsvirksomhetsloven §2-6.....”

Retten forstår lovforarbeidene slik at følgende betingelser må være til stede for å konstatere at det foreligger et "forpliktende samarbeid" etter vphl. § 1-4 nr. 5:

- en koordinert opptreden basert på avtale
- relatert til kontrollen over selskapet

Partenes koordinerte opptreden må være avtalt, dvs. at de er blitt enige om å koordinere sin opptreden. Fellesinteresser og parallell handling er ikke tilstrekkelig. Det kreves på den annen side ikke at partene har ment å inngå en juridisk forpliktende avtale som kan sanksjoneres. Det er uten betydning om avtalen er inngått skriftlig, muntlig eller stilltiende. Partene må anse samarbeidet som forpliktende. Hvordan de har vurdert dette er et bevissspørsmål. Innenfor det området de samarbeider, må de opptre "som en enkelt eier".

Når det gjelder spørsmålet om et forvaltningsorgan har hjemmel for inngrep i privates rettssfære, har domstolene lagt forholdsvis liten vekt på forvaltningspraksis. Et inngrep kan anses uhjemlet selv om det foreligger langvarig og fast praksis. I de tilfellene det foreligger en lovhjemmel for inngrep, kan imidlertid forvaltningspraksis tillegges vekt som rettskilde der man skal klarlegge og avgrense bestemmelsens rekkevidde. Det kan ikke bare gjelde der det foreligger en omfattende og langvarig vedtakspraksis, men også der det treffes retningsgivende avgjørelser som bekjentgjøres og som borgerne innretter seg etter.

Ved børsstyrets avgjørelse den 25.06.03 i sak Havila Supply ASA – Groupe Bourbon SA anså børsstyret at vilkårene for konsolidering var til stede etter vphl. § 1-4 nr 5 på grunnlag av erverv av aksjeopsjoner. Bourbon eide 39,6 % av aksjene i Havila og Borgstein Supply Invest AS eide 11,4 %. Bourbon og Borgstein inngikk en avtale der Bourbon fikk kjøpsopsjon ("call") på Borgsteins aksjer og Borgstein samtidig fikk salgsopsjon (put) på de samme aksjene i forhold til Bourbon. Prisen ville i begge tilfelle være 5,85 kroner per aksje med tillegg av Borgsteins finansieringskostnader.

Det hitsettes fra børsstyrets avgjørelse: "Opsjonsavtalene i nærværende sak inneholder ingen uttrykte bindinger for bruk av rettigheter i Havila, men innebærer at Groupe Bourbon har overtatt Borgsteins økonomiske risiko og potensielle gevinst knyttet til aksjen. Realiteten av dette synes understreket ved at utøvelseskursen er basert på prisen på Groupe Bourbons siste erverv tillagt Borgsteins faktiske finansieringskostnader. Det er...svært stor grad av sannsynlighet for at opsjonsavtalene faktisk fører til at aksjene blir solgt til Groupe Bourbon i 2006. Borgstein har således begrenset om noen egeninteresse knyttet til sitt aksjeeie. I den utstrekning kontroversielle spørsmål skulle være tema på generalforsamling eller i styret, vil typisk slik mangel på egeninteresse kunne erstattes av lojalitet til den som faktisk har kursrisikoen og som i praksis finansierer aksjene. At opsjonsavtalene går over så lang tid som tre år, hvilket er høyst uvanlig, og at de er uomsettelige, taler for at det eksisterer slike lojalitetsbånd.

Opsjonsavtalene er inngått i en situasjon hvor Groupe Bourbon har konkurrert med Havila AS om kontrollen i selskapet, og hvor avtalen synes å øke Groupe Bourbons kontroll på en slik måte at det for minoritetsaksjonærene oppleves som et kontrollskifte som tilbudspliktreglene nettopp er ment å ivareta. Borgsteins aksjepost synes å være nøkkelen til kontrollen i selskapet. Gjennom opsjonsavtalen sikrer Groupe Bourbon seg aksjene i 2006 og forhindrer at Borgstein selger aksjene til andre."

Selv om børsstyret vurderte -, og anså vilkårene til stede for konsolidering, ble saken avgjort på annet grunnlag, idet børsstyret fant at det forelå tilbudsplikt etter vphl. § 4-1 fjerde ledd.

I Riebersaken høsten 2003 traff Oslo Børs ikke konsolideringsvedtak. Oslo Børs var kjent med de aktuelle transaksjonene, og innhentet opplysninger for å vurdere dem, men fant ikke grunnlag for konsolideringsvedtak. Ettersom vedtak ikke er truffet, er man henvist til antakelser om børsens begrunnelse.

AS Atlantis Vest (Atlantis) var største eier i Rieber & Søn ASA (Rieber) med ca 25,8 mill. aksjer. Den 31.10.03 inngikk Atlantis en TRS-avtale med JP Morgan Chase Bank relatert til ca 5,8 mill aksjer. Summen av Atlantis aksjer og de underliggende sikringsaksjene i TRS-avtalen utgjorde mer enn 40 % av det totale antall aksjer i Rieber. Atlantis sendte melding som primærinnsider til Oslo Børs samme dag som avtalen ble inngått, i h.t. vphl. § 3-1 og Oslo Børs rundskriv 1/2003 om meldeplikt. Børsmeldingen ble umiddelbart publisert på Oslo Børs NewsWeb. På bakgrunn av meldingen reiste Oslo Børs spørsmål til Atlantis i brev av 05.11.03, som ble besvart den 13.11.03. Dette foranlediget ikke noe vedtak fra børsen.

Tingretten legger til grunn at en TRS-avtale med tilhørende sikringsaksjer kan ha lignende virkning som en opsjonsavtale i relasjon til kontrollen over et selskap slik børsstyret har beskrevet virkningen i Havila- saken.

I både Havila-saken og Rieber-saken forelå det en koordinert opptreden mellom partene basert på avtale. Forskjellen mellom dem synes å ligge i kontrollkriteriet. Opsjonsavtalen skaffet Bourbon kontroll over målselskapet, i konkurranse med Bourbons utfordrer Havila AS.

I Riebersaken må Oslo Børs ha lagt til grunn at AS Atlantis Invenst's interesse i TRS-avtalen lå i den finansielle eksponering, slik selskapet selv sa. Selskapet anså avtalen prisgunstig, og forventet m.a.o. en positiv kursutvikling. Orkla ASA hadde et knapt år tidligere kjøpt en aksjepost i Rieber på 8,9 %, og således signalisert interesse for selskapet, men det forelå ingen oppkjøpssituasjon eller konkurranse om kontrollen. Det kom ingen henvendelser til børsen etter meldingen om TRS-avtalen fra aksjonærer som anså seg stengt inne. Hensynene bak tilbudsplikt-, og konsolideringsreglene (fordeling av kontrollpremie/ utgangsmulighet) tilsa således ikke konsolidering.

Tingretten anser Riebersaken som en bekreftelse på at børsmyndighetene har tolket og praktisert loven slik at det ikke er grunnlag for konsolidering med mindre transaksjonene er relatert til kontrollen i selskapet, - enten at man tilsikter å skaffe seg kontroll eller å hindre andre fra å ta kontroll.

2.1.2. Samarbeidet må gjelde bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument.

Vphl. § 1- 4 nr 5 stiler også krav til gjenstanden for samarbeidet mellom partene:

Regelen om konsolidering i relasjon til tilbudsplikten kom inn i verdipapirhandelloven av 14. juni 1985 nr 61 som ny § 5A annet ledd bokstav c gjennom en endringslov av 16.06.89. I h.t. til denne bestemmelsen skulle "Like med erververens egne aksjer regnes aksjer som

eies av ...c) noen som vedkommende handler etter avtale med eller for øvrig opptrer i forståelses med.”

Det fremgår av Innst.O. nr 91- 1988-89 side 13 at det var uenighet i Stortinget om hvilken rekkevidde bestemmelsen skulle gis. Forslaget til ny bestemmelse skulle gi større muligheter til å slå ned på omgåelsesforsøk. Komiteens flertall viste til Børslovutvalgets innstilling som la opp til at praksis etter hvert skulle trekke opp klarere linjer. Børslovutvalget hadde henvist til at den engelske regelen (”acting in concert with”) var meget løs i sin utforming , men at man likevel hadde maktet å praktisere den uten vesentlige problemer.

Høyres medlemmer i komiteen mente at begrepet ”opptrer i forståelse med” var et for vagt begrep, og kunne – dersom man tøyte ordlyden – ramme situasjoner der felles tilbudsplikt var helt unaturlig. Disse medlemmer foreslo derfor at bestemmelsen skulle begrenses til tilfeller der det forelå en avtale om felles stemmegivning ved generalforsamlinger eller en ugjenkallelig stemmerettsfullmakt. Dette forslaget fikk ikke flertall, og det er således klart at bestemmelsens virkefelt ikke var begrenset til stemmerettssamarbeid.

I den nye verdipapirhandelloven av 1997 § 1- 4 nr. 5 er det inntatt den begrensning i konsolideringsjømmelen at samarbeidet må gjelde

”bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument”.

Formuleringen favner vidt. Samarbeidet må gjelde utnyttelse av eierposisjonen. Bestemmelsen avgrenses ikke til å gjelde utvalgte rettigheter knyttet til det å eie aksjer. Ut fra bestemmelsens ordlyd omfatter den derfor alt samarbeid vedrørende bruk av organisatoriske rettigheter (herunder stemmerettssamarbeid) og økonomiske rettigheter som følger med det å være aksjonær (herunder rettigheter knyttet til kjøp og salg).

SeaDrill har påberopt at NOU 1996: 2 punkt 9.3.7 hvor det står at ”Utvalget legger til grunn at et samarbeid kun med sikte på selve ervervet, ikke bør kunne medføre konsolidering.” Det fremgår av sammenhengen at utvalget her ikke tar sikte på å utelukke konsolidering ved ”ervervssamarbeid”. Poenget er at kjøp av aksjer i seg selv ikke er tilstrekkelig. Aksjene må også utnyttes med sikte på kontroll over målselskapet.

Det ble ikke foreslått i NOU 1996:2 å begrense bestemmelsens virkefelt til bare å gjelde stemmerettssamarbeid.

SeaDrill har også påberopt Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven side 65: ”Avgjørende er om det forpliktende samarbeid går ut på samordnet utøvelse av aksjonærrettigheter. I praksis vil det si utøvelse av stemmeretten, i og med at konsolideringsreglene er ment for å fange opp felles kontroll.”

Uttalelsen kan forstås slik at stemmerettssamarbeid er det mest praktiske, uten at man derfor nødvendigvis utelukker andre former for samarbeid. En annen sak er at utøvelse av aksjonærrettigheter direkte eller indirekte alltid har en tilknytning til stemmeretten. Hvis partene hindrer tredjemann fra å kjøpe seg opp, hindrer man ham også i å stemme og få flertall på generalforsamlingen. Parkering av en stor aksjepost kan også medvirke til å bevare og styrke en parts dominerende posisjon i selskapet.

Børsklagenemnda sammenholder i vedtaket i vår sak vphl. § 1- 4 nr. 5 med Europa-parlamentets rådsdirektiv nr 2004/25EF om overtakelsestilbud. I henhold til EU-direktivets art 21 skal det være gjennomført i den nasjonale lovgivning innen 20. mai 2006. Norge har imidlertid ikke implementert direktivet formelt i loven før ved vphl. av 29.06.07 nr 75 med ikrafttredelse 01.11.07.

Direktivets art 2 har følgende ordlyd i dansk oversettelse: "Artikel 2 Definitioner

(1) I dette direktiv forstås ved:

.....

d) "personer, der handler i forståelse med andre": fysiske eller juridiske personer, som samarbejder med tilbudsgiveren eller målselskabet i henhold til aftale, der kan være udtrykkelig eller stiltiende, muntlig eller skriftlig, og som tager sigte på at opnå kontrol med målselskabet eller at lægge hindringer i vejen for tilbuddet"

Etter direktivet rammes altså både samarbeid med sikte på å skaffe seg selv kontroll over målselskapet (herunder ved stemmerettssamarbeid), og det å legge hindringer i veien for andres forsøk på å erverve en kontrollerende aksjepost.

Direktivet forelå ikke da vphl. ble vedtatt i 1997. Det er ikke i lovens forarbeider gjort noen sonndring mellom de to formene for samarbeid som direktivet her nevner. Men det foreligger "etterarbeider": I følge NOU 2005:17 punkt 5.4 er direktivets art 2 i samsvar med norsk rett. Utvalget som har utredet behovet for lovendringer som følge av direktivet, har ansett at direktivet ikke krever noen lovendring på dette punkt.

Tingretten legger til grunn at fremstillingen i forarbeidene til en ny lov om hva som var gjeldende rett før loven ble vedtatt, stilles rettskildemessig i klasse med annen juridisk litteratur. En slik fremstilling kan ha stor faglig tyngde hvis den skriver seg fra en lovkomite hvor det satt flere fremtredende jurister innenfor fagfeltet.

Departementet ga i Otprp. nr 34 (2006-2007) punkt 25.3.2 (side 367) sin tilslutning til at vphl. § 1-4 nr 5 er i overensstemmelse med direktivet. Men ordlyden i direktivet var noe annerledes enn lovens, og for å klarlegge bestemmelsens rekkevidde ble det foreslått følgende tillegg til formuleringen i gjeldende § 1-4 nr 5. "herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres." Forslaget er vedtatt som § 2-5 nr 5 i den nye verdipapir-handelloven av 29.06.07 nr 75.

Tingretten anser at ordlyden i dagjeldende § 1- 4 nr 5 er vid nok til å omfatte begge alternativer nevnt i EU-direktivet. Posisjonen som eier av en aksje gir en rekke eierbeføyelser, - retten til å stemme på generalforsamlingen er bare en av de mange organisatoriske eierbeføyelsene. I tillegg kommer alle de økonomiske rettigheter, herunder rettighetene knyttet til kjøp og salg.

Tingretten er enig med saksøkte i at den som samarbeider med andre om oppkjøp av aksjer med sikte på å "parkere" aksjene slik at de ikke blir tilgjengelige for andre og heller ikke stemmes for, må sies å bruke rettighetene til disse aksjene. Han disponerer over aksjene og utøver en form for kontroll over dem. En slik disponering av aksjene kan være motivert av ønske om å bevare egen dominans i selskapet. En parkering vanskeliggjør andres oppkjøp og øker den relative innflytelsen av egne aksjer som ikke er parkert. Parkeringen kan også

ha som formål å holde muligheten åpen for egen overtakelse av en kontrollerende post senere.

Også i børspraksis er det lagt til grunn at konsolideringsbestemmelsen i § 1-4 nr 5 rammer disposisjoner som tar sikte på å hindre andre fra å få kontroll over målselskapet. Børsklagenemnda foretok konsolidering i sak 1/2003 Orkla ASA / Nordstjernen. Det hitsettes fra vedtaket:

"Klager har anført at et samarbeid om Alcoas kontrollskifte ikke er tilstrekkelig til å konsolidere fordi det ikke gjelder opptreden om bruk av aksjonærinnflytelse. Børsklagenemnden legger til grunn at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 1-4 nr. 5 etter forholdene også omfatter det å gjøre bruk av rettigheter knyttet til kjøp og salg av aksjene i et selskap. I NOU 1996:2 s. 114 er det lagt til grunn at "samarbeid kun med sikte på selve ervervet ikke bør kunne medføre konsolidering". I den foreliggende sak foreligger imidlertid etter det nemnden kan se et mer langsiktig samarbeid med sikte på å forhindre at Alcoa får kontroll i Elkem. Også utøvelse av denne type negativ kontroll må anses å falle inn under lovens krav om samarbeid om bruk av rettigheter som eier."

I samme sak uttales også følgende: *"Om det foreligger forpliktende samarbeid vil måtte fastlegges konkret. Aksjonærer som samarbeider i en oppkjøpssituasjon eller annet forsøk på å få kontroll med et selskap, vil kunne ha en muntlig forståelse, som det kan være vanskelig å klarlegge. Bruken av opsjoner vil kunne indikere gruppeforhold / omgåelser av konsolideringsregler, ved at gruppe medlemmer gis rettigheter til bestemte aksjeposter i selskapet."*

Konsolideringsbestemmelsens formål kan også anføres til støtte for at lovens § 1-4 nr 5 må forstås slik at bestemmelsen omfatter begge alternativer, - både disposisjoner som skal sikre egen dominans og disposisjoner som tar sikte på å forhindre andre i å ta kontroll. Dette er jo også to sider av samme sak.

Formålet med konsolideringsplikten for "nærstående", er å regulere situasjoner der flere rettssubjekter har kontroll i et selskap på en slik måte at de reelt må anses å opptre som en enkelt eier. Både omgåelses- og rimelighetshensyn er relevante i denne sammenheng. Ved anvendelsen av konsolideringsbestemmelsen må man også se hen til hensynene bak selv tilbudsplikten. Om dette hitsetter retten fra børsstyrets vedtak i vår sak:

”Det grunnleggende formålet med tilbudspliktreglene er todelt; å sikre aksjonærer en utgang ved kontrollskifte, og sikre likebehandling av aksjonærene, herunder at alle får del i en eventuell kontrollpremie. Kontrollpremien oppstår fordi kjøp av en betydelig eller særlig viktig andel av et selskap fordrer en høyere pris. Tilbyder kan være villig til å betale denne premien fordi kontrollen har en merverdi som hver enkelt aksje ikke har. Hadde man ikke tilbudsplikt ville det rasjonelle være å betale det som skulle til for å få kontroll til så mange aksjonærer som var nødvendig. De øvrige aksjonærene ville altså ikke få et slikt tilbud; og aksjekursen ville deretter ikke lenger inneholde kontrollpremien. Med en tilbudspliktgrense på 40 prosent vil en aksjonær svært ofte ha kontroll oppunder grensen. Dette er også bakgrunnen for at tilbudspliktgrensen er foreslått justert ned, se forslaget i NOU 2005:17 særlig pkt. 6.4.2. Men en slik kontrollsituasjon vil gjerne være skjør, og kan utfordres med den følge at aksjekursen drives opp. Den kontrollerende aksjonær vil lett passere tilbudspliktgrensen dersom de forsvarer sin kontroll ved selv å kjøpe aksjer. Aksjer

som erverves med det formål å opprettholde og forsvare hovedaksjonærs kontroll vil altså inneholde en kontrollpremie som de øvrige aksjonærer ikke får del i. Formålet med tilbudsplikten tilsier altså at et samarbeid eller forståelse med henblikk på forsvar av kontroll må likestilles med samarbeid for å oppnå kontroll. Dette gjelder også hvor et slik samarbeid er kortvarig så lenge det er egnet for å forsvare kontrollen. Det kan her vises til børsklagenemndens uttalelser i sak 1/2003 (Orkla-Nordstjernen) gjengitt ovenfor.

Gitt formålet med tilbudsppliktsreglene vil derved også mer kortvarige former for samarbeid om å forhindre eller vanskeliggjøre at en tredjepart oppnår kontroll i et målselskap, kunne foranledige konsolidering av partene i en TRS-avtale.”

Tingretten er enig i disse formålsbetraktningene.

Tingretten anser etter dette at vphl. § 4-5 første ledd, jf § 1- 4 nr 5 gir grunnlag for konsolidering enten det aktuelle samarbeidet gjelder utøvelse av organisatoriske-, eller økonomiske rettigheter knyttet til aksjeeie. Både samarbeid med sikte på befeste egen kontroll eller oppnå egen kontroll i målselskapet, og samarbeid som hindrer eller vanskeliggjør andres forsøk på å erverve en kontrollerende aksjepost omfattes.

2.1.3. Krav til varigheten av samarbeidet

Tingretten viser til uttalelsene om dette i NOU 1996:2 pkt. 9.3.7 som er sitert ovenfor. Utvalget nevner at samordnet opptreden i en generalforsamling med sikte på f.eks. skifte av styret, i seg selv ikke bør begrunne konsolidering etter tilbudspliktsreglene. Bestemmelsen avgrenses derved mot en ren ad hoc opptreden.

Det er i følge utvalget mer langsiktige former for samarbeid, som innebærer kontroll over selskapet, som bør begrunne konsolidering. Tingretten forstår dette slik at samarbeidets utstrekning i tid ikke er avgjørende, men innholdet i det, - om det er et samarbeid relatert til strategisk kontroll over selskapet. Utvalget sier da også at et kortsiktig samarbeid etter omstendighetene kan være tilstrekkelig forutsatt at hensynene bak tilbudspliktsreglene gjør seg gjeldende.

I de tilfeller en aksjonær samarbeider med en annen for å skaffe seg selv kontroll i selskapet, antar tingretten at innestegningshensynet bare tilsier konsolidering ved mer langsiktig samarbeid. I Havila-saken medførte opsjonsavtalen at Borgsteins aksjepost ble lagt ”død” og at Bourbon derved fikk mer enn 40 % av stemmene som faktisk kunne utøves på generalforsamlingen. Avtalen hadde en varighet på tre år. Her var det grunnlag for konsolidering.

Der en dominerende aksjonær inngår en avtale for å vanskeliggjøre eller hindre en utfordrer i å erverve en kontrollerende posisjon i selskapet, antar tingretten at også et kortvarig samarbeid kan føre til konsolidering. Det behøver ikke vare lenger enn utfordringen selv. Samarbeidet har ikke vart lenge, men den tilsiktede virkning er langsiktig.

2.1.4. Spesielt om TRS-avtaler og tilbudsplikt – børssirkulær 01/2003.

I børspraksis har det ikke vært truffet vedtak som innebærer konsolidering på grunnlag av aksjeervert knyttet til TRS-avtaler før børsstyrets vedtak i vår sak den 25.10.06, og børsstyrets konsolideringsvedtak den 12.12.06 i sak 7/2006 Sinvest ASA – Aban Singapore Pte Ltd.

”Børssirkulær 01/2003 om meldeplikt, innsideregler, flaggplikt og tilbudsplikt for finansielle derivater” gjelder også inngåelse av TRS-avtaler. SeaDrill har oppfattet rundskrivet slik at Oslo Børs selv har tolket loven slik at inngåelse av TRS-avtaler ikke utløser tilbudsplikt.

I rundskrivets punkt ”5. Tilbudsplikt jf vphl. § 4-1” uttales:

”Som nevnt ovenfor gir en derivatkontrakt med rett til finansielt oppgjør ingen rettighet til den underliggende aksje, og vil derfor normalt ikke kunne likestilles med ervert av aksjer jf § 4-1 fjerde ledd. Tilbudsplikten vil derfor normalt ikke kunne inntre som følge av slike kontrakter.”

Tingretten bemerker at rundskrivet bare uttaler at TRS-avtaler ”normalt” ikke utløser tilbudsplikt, og tar derved et tydelig forbehold om at det kan gjøres unntak fra denne regel, og at det finnes unntakssituasjoner.

Rundskrivet uttaler seg bare om inngåelsen av selve derivatkontrakten, og ikke om et eventuelt ervert av sikringsaksjer. Riktignok vil tilbyder normalt ervert sikringsaksjer, men virkningen av et slikt kjøp kan variere etter situasjonen til det selskapet man handler aksjer i.

Rundskrivets vurderinger er knyttet til vphl. § 4-1 første og fjerde ledd. Børsstyret har også vurdert disse bestemmelsene i sitt vedtak i vår sak, og uttaler at avtalene mellom SeaDrill og Carnegie ikke kan utløse tilbudsplikt etter disse bestemmelsene.

Saksøker har også vist til Oslo Børs brev av 25.09.06 til advokatfirma Bahr i Sinvest-saken med svar på spørsmål om en TRS-avtale omfattes av verdipapirhandelloven § 4-1. Det hitsettes fra brevet:

”En TRS-avtale mellom to uavhengige parter (dvs. ikke nærstående) som tilfredsstillende følger følgende vilkår, antas ikke å utløse tilbudsplikt:

- Avtalen inngås på normale forretningmessige vilkår
- Løpetiden til avtalen er begrenset og oppgjørsmødet er angitt
- Oppgjøret mellom avtalepartene er finansielt
- Selger av risikoen har ingen plikt til å ervert hedging-aksjer
- Fulle eierbeføyelser knyttet til eventuelle hedging-aksjer hviler på selgeren av risikoen
- Partene har ingen avtale om bruk av rettigheter knyttet til eventuelle hedging-aksjer Kjøper av risikoen gis ingen rett til å overta eventuelle hedging aksjer i løpet av avtaletiden eller ved avtalens utløp

For ordens skyld gjøres det oppmerksom på at en TRS-avtale normalt vil være et finansielt instrument etter vphl. § 1-2 annet ledd. For øvrig vises det til børssirkulære nr. 1/2003.”

I børsstyrets vedtak i Sivest-saken den 12.12.06 omtales dette brevet slik: ”...Oslo Børs var på tidspunktet for brevet ikke kjent med detaljene i saken som tilsier konsolidering, altså at partene må ha vært inneforstått med at en ”parkering” av de underliggende aksjer ville vanskeliggjøre konkurrerende bud og befeste en skjør kontrollsituasjon.” Det ble også påpekt at brevet forutsatte at TRS- avtalen var inngått mellom uavhengige parter.

Børsstyret uttaler i vedtaket i vår sak at forutsetningene i børsens uttalelse ”reelt sett ikke er oppfylt når formålet med avtalen må antas å ha vært å forsvare en posisjon ved å trekke aksjer bort fra markedet og den som utfordrer kontrollen.”

Tingretten bemerker at verken rundskrivet eller brevet av 25.09.07 går inn på en vurdering av vphl. § 4-5 om konsolidering, som danner grunnlag for vedtaket i vår sak. Etter denne bestemmelsen kan børsforvaltningen skjære gjennom den formelle avtale der den økonomiske realiteten er en annen enn det avtaleformen skulle tilsi.

Når man sammenholder rundskrivet med Riebersaken og vphl. § 4-5 fremkommer den regel at en inngåelse av TRS-avtaler i seg selv ikke utløser tilbudsplikt på konsolidert grunnlag,

- selv om tilbyderer samtidig erverver sikringsaksjer,
- og selv om man samlet passerer grensen på 40 % av de underliggende aksjene.

Rundskrivet sammenholdt med Riebersaken gir innen veiledning i forhold til de situasjoner der tilbudsplikt kan oppstå.

Sammenholdt med Orkla-Nordstjernen avgjørelsen, fremgår derimot at tilbudsplikt kan utløses ved aksjeervert når man passerer tilbudspliktgrensen, dersom avtalen er inngått i en oppkjøpsituasjon – der den ene parts dominerende posisjon i selskapet er truet, eller han kjøper seg opp til en kontrollerende posisjon.

Rundskrivet fra 2003 nevner ikke noe om at tilbudsplikt kan bli utløst på konsolidert grunnlag, og gir ingen veiledning i forhold til dette. Det nevnes ikke at TRS-avtaler kan utløse tilbudsplikt i en oppkjøpsituasjon. Rundskrivet kan derfor fremtre som noe misvisende i denne sammenhengen. Antakelig hadde bevisstheten om virkningen av TRS-avtaler øket i tiden som var gått siden rundskrivet ble gitt. Men rundskrivet innskrenker ikke børsforvaltningens myndighet til å konsolidere, hvis loven selv gir hjemmel for det. Private parter må selv bære risikoen for at den lovforståelse de baserer sine transaksjoner på er juridisk holdbar. Man kan ikke bli fri rettsvirkningene ved å peke på at børsmyndighetene har gitt mangelfull veiledning. Vurderingen av rimeligheten i Børsklagenemndas konsolideringsvedtak skal imidlertid retten komme tilbake til.

2.1.5. Legalitetsprinsippet.

SeaDrill anfører at tilbudsplikt på konsolidert grunnlag krever hjemmel i lov. Det er prisavgjørelsen som gjør vedtaket så byrdefullt. Spesielt her må det foreligge klar hjemmel for konsolideringsvedtaket.

Tingretten legger til grunn at det følger av legalitetsprinsippet – som har grunnlovs rang – at en regel som gjør inngrep i private borgeres rettsstilling, og er fastsatt i kraft av statens overhøyhet over borgerne, krever hjemmel i formell lov. Det gjelder både inngrep i forholdet mellom borgerne og i deres forhold til det offentlige. Offentlige myndighetsorganer kan ikke gripe inn ovenfor borgerne i individuelle tilfelle uten å ha lovhjemmel.

Legalitetsprinsippet innebærer at det kreves sterke grunner for at myndighetene skal kunne gå ut over det som naturlig følger av ordlyden i bestemmelsen, særlig hvis det er tale om vidtgående inngrep, f. eks. ileggelse av straff og lignende sanksjoner. Det er derfor en begrenset adgang til utvidende og analogisk tolkning av hjemmelsloven. Forutsetningen for slik tolkning er i alle tilfelle at alminnelige tolkningsprinsipper – lovens forarbeider, formål, reelle hensyn osv. – tilsier en slik tolkning. Det kreves sterkere grunner for en utvidelse jo mer vidtgående den er.

Kravet om at forvaltningen må ha lovhjemmel innebærer ikke at lovens virkeområde må være klart spesifisert. Loven behøver ikke nevne alle de tilfeller som den skal dekke. Den norske lovgivningen er ikke kasuistisk. Legalitetsprinsippet er ikke til hinder for at loven gis en ordlyd som favner meget vidt. Lovgiver kan gi forvaltningen vide fullmakter innenfor lovens rammer. Det kan også gis bestemmelser som tillater forvaltningen å skjære gjennom formelle forhold der realiteten er en annen.

Etter vphl. § 1-4 nr. 5 er det bare grunnlag for konsolidering der partene samarbeider når det gjelder "*bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument*". Som nevnt anser retten at ordlyden her favner vidt. Ordlyden dekker også samarbeid vedrørende bruk av økonomiske rettigheter som følger med det å være aksjonær. Børsmyndighetene har etter tingrettens mening ikke foretatt noen utvidende fortolkning av hjemmelsloven ved å inkludere tilfeller der partene kjøper opp aksjer og parkerer dem for å legge hindringer i veien for et tilbud fra tredjemann. Det er forøvrig ikke her tale om ileggelse av straff eller lignende sanksjoner.

Tingretten kan heller ikke se at børsmyndighetene har gått utenfor lovens ordlyd i forhold til prisfastsettelsen når man sier at "*reglene om tilbudsplikt*" også omfatter reglene om pris ved pliktig tilbud. Retten skal komme tilbake til dette.

Hensynet bak begrensningen i adgangen til utvidende fortolkning kan også gjøre seg gjeldende i forhold til inngrep basert på innskrenkende eller antitetisk tolkning. Børsklagenemnda kom i sitt vedtak til at SeaDrill ikke kunne fragå tilbudsplikten ved å selge seg ned. Etter tingrettens syn innebærer ikke denne lovforståelsen at man må gjøre en antitetisk tolkning av vphl. § 4-8 tredje ledd. Det er ikke slik at tredje ledd åpner for nedsalg etter at det er gitt melding om tilbud. En nektelse av nedsalg innebærer derfor ingen innskrenkning av SeaDrills rettigheter etter denne bestemmelsen.

2.1.6. Formreglene ved fremsettelse av tilbud:

SeaDrill anfører subsidiært at vphl. § 1- 4 nr 5 ikke kan strekkes så langt at den får et videre anvendelsesområde enn EU's takeover-direktiv. Ocean Rig ga bare en kjøpsordre. Selskapet ga aldri noe frivillig tilbud etter vphl. § 4-18 som innebærer krav til tilbudsdokument mv. Det anføres at etter EU's takeover-direktiv artikkel 2 punkt I d) er det grunnlag for konsolidering når partene samarbeider om å legge hindringer i veien for et tilbud. Hva som her menes med tilbud fremgår av legaldefinisjonen i punkt I a): "et offentlig tilbud...ifølge national lovgivning".

Tingretten leser artikkel 2 punkt 1 a slik at det er tale om tilbud som følger etter ervervelse av kontroll med målselskapet i følge nasjonal lovgivning (en eierandel på 40 % etter norske regler) eller har slik overtakelse av kontroll som mål. Det sies ikke at tilbudet skal fremsettes etter formreglene i følge nasjonal lovgivning. Noe slikt krav er heller ikke inntatt i de danske regler ved implementeringen av direktivet, jf Bekjentgjørelse nr 712 av 21.06.07 § 1 nr 1. Tingretten leser den svenske oversettelsen av direktivet på samme måte.

Tingretten slutter seg ellers til Oslo Børs'synspunkt om at EU-direktivet gir minimumsregler. Det er ikke noe i veien for at den enkelte stat kan gi minoritetsaksjonærene en videre beskyttelse. Det kan kanskje være ønskelig at børsaktører går frem etter bestemmelsene om offentlig tilbud i alle tilfeller, men det hensynet er ikke så sterkt at det kan gå foran de hensyn som bærer konsolideringsregelen.

Atter subsidiært anfører SeaDrill at det ikke er grunnlag for å konsolidere fordi Ocean Rigs oppkjøpsforsøk var ulovlig ettersom selskapet ikke fulgte lovens fremgangsmåte ved offentlig tilbud i § 4-18.

Tingretten er enig med Oslo Børs i at om formreglene ikke er fulgt, - innebærer ikke det at det dreier seg om et ulovlig kjøp, eller at det vil være ulovlig å gjennomføre handelen. Det er hensynet til minoritetsaksjonærene som må veie tyngst ved vurderingen av om Carnegie og SeaDrill skal konsolideres. Minoritetsaksjonærenes behov for beskyttelse er det samme enten tilbudet om salg kommer i form av en betinget kjøpsordre eller et tilbud etter reglene om offentlig tilbud i vphl. Konsolideringsreglene er fastsatt for å beskytte minoritetsaksjonærene, - ikke for å beskytte den som vil kjøpe opp et selskap.

2.2. Det faktiske grunnlaget for konsolidering av SeaDrill og Carnegie.

Retten skal i det følgende gjøre en vurdering av sakens faktum (bevisvurdering) og foreta en subsumsjon (prøving av om lovens vilkår for konsolidering faktisk er oppfylt).

Det er børsmyndighetene som har bevisbyrden for at vilkårene er til stede for konsolidering i h. t. vphl. § 4-5 jf § 1-4. Det vises til NOU 1996:2 side 115 hvor det heter: "Utvalget viser i denne sammenheng til at det vil være vedtaksmyndigheten som har bevisbyrden for at vilkårene for konsolidering foreligger. Det må dermed foreligge objektive omstendigheter som tilsier at det foreligger et samarbeid som er tilstrekkelig forpliktende til at konsolidering skal foretas."

Saken er bedre opplyst nå enn på vedtakstidspunktet. Saken avgjøres på grunnlag av det faktum som forelå på det tidspunkt børsklagenemnda traff sin avgjørelse, men slik at retten skal ta hensyn til nye bevis.

Kravet til bevisets styrke kan variere fra rettsområde til rettsområde. Det vil blant annet avhenge av bevistemaet, den rettslige beskrivelse av dette og virkningen av avgjørelsen. Det alminnelige beviskrav i sivilprosessen er sannsynlighetsovervekt, jf Rt. 1999 side 14 (23). Beviskravet kan også være lovregulert i det enkelte tilfelle. Vphl. § 1- 4 nr 5 bruker formuleringen ”må antas”. Dette er et begrep som benyttes flere steder i lovgivningen uten at det har noen entydig betydning i alle sammenhenger. Betydningen må derfor fastlegges ut fra sammenhengen det er brukt i.

Ordlyden i § 1- 4 nr 5 tilsier at det ikke kreves sannsynlighetsovervekt. En rent subjektiv antagelse er på den annen side ikke nok. Etter forarbeidene kreves at det foreligger objektive holdepunkter for konklusjonen. Det umiddelbare inntrykk av lovens ordlyd og NOU'en er at det ikke kreves mer.

Man må imidlertid spørre hva som har foranlediget at lovgiver har valgt å fravike det beviskravet som ellers gjelder i sivilretten. Hvis man ser på bevistemaet ”forpliktende samarbeid” fremgår det at subjektive momenter er relevante. Hvorvidt partene har handlet i forståelse med hverandre relatert til kontrollen over selskapet er et spørsmål om hva partene har tenkt. Når slikt skal vurderes, vil man gjerne være henvist til å trekke slutninger fra de objektive omstendighetene. Denne type slutninger vil oftest være beheftet med en ganske stor grad av usikkerhet.

Tingretten anser det mest nærliggende at bestemmelsen er begrunnet i dette, og skal klargjøre at det grunnleggende ved bevisvurderingen er de rent objektive forhold. Når det gjelder det subjektive, kan man legge til grunn det som må antas ut fra hvordan partene har handlet og den situasjonen de har handlet i. Hensynene som bærer konsolideringsregelen, herunder ønsket om en rettferdig fordeling av verdiene, tilsier vel også en vektlegging av de økonomiske realitetene.

Når det gjelder klarleggingen av sakens objektive faktum, er det neppe tilsiktet å fravike det alminnelige krav om sannsynlighetsovervekt, og man bør derfor falle tilbake på det.

Børsmyndighetene må etter dette bevise med sannsynlighetsovervekt at det foreligger objektive forhold som gjør at man må anta at partene hadde et forpliktende samarbeid om disposisjonen over Eastern-aksjer relatert til kontrollen over Eastern.

Det nærmere bevistemaet fremgår av Børsklagenemndas vedtak:

”Børsklagenemnden mener at de ovennevnte forhold viser at Seadrill og Carnegie ved avtaleinngåelsen 6. april hadde en felles forståelse om at Eastern Drilling-aksjene ville bli parkert, og at dette ville vanskeliggjøre Ocean Rigs tilbud på Eastern Drilling.

Avtalene varte bare i noen måneder, og det er reist spørsmål om dette er for kortvarig samarbeid til å foranledige konsolidering. Selv om det er den langvarige, gjensidige forståelsen og opptreden som i utgangspunktet vil omfattes, vil etter børsklagenemndens syn også kortsiktig samarbeid kunne lede til konsolidering. NOU 1996:2 åpner for dette, og formålet med tilbudspliktsreglene gjør også at mer kortvarige former for samarbeid om

å forhindre eller vanskeliggjøre at en tredjepart oppnår kontroll i et målselskap, kan foranledige konsolidering.”

Tingretten forstår vedtaket slik at konsolideringsgrunnlaget oppsto ved avtaleinngåelsen den 6. april. Partene hadde en felles forståelse om at aksjene ville bli parkert, og at dette ville vanskeliggjøre Ocean Rigs tilbud på Eastern Drilling. Avtaleforholdet mellom SeaDrill og Carnegie varte i 5 måneder til den 8. september 2006 da SeaDrill overtok sikringsaksjene. I mellomtiden hadde Carnegie kjøpt opp 4,3 millioner aksjer under TRS-avtalene. Nemnda anså at også TRS-avtalene etter 6. april var inngått for å forhindre eller vanskeliggjøre at en tredjepart kunne oppnå kontroll i målselskapet.

Oslo Børs har for tingretten anført at virkningen av TRS-avtalene var at de 1) medvirket til å bevare SeaDrills kontroll, 2) de styrket kontrollen, og 3) forberedte et mulig oppkjøp på et gunstig tidspunkt. Carnegie og SeaDrill var klar over denne virkningen.

Retten skal etterprøve dette.

a) TRS-avtalenes rettslige innhold og den faktiske virkningen av dem: _____

Tingretten legger til grunn at TRS-avtalene etter sitt eget innhold ikke pålegger tilbyder noen plikt til å erverve sikringsaksjer. Carnegie sto etter Swap'en helt fritt til om de ville kjøpe sikringsaksjer, inngå en swap-avtale med motsatt posisjon eller unnlate å sikre seg. Hvis de kjøpte sikringsaksjer, sto de etter avtalen fritt til å selge dem igjen før utløpet av TRS-avtalene. Carnegie sto etter bestemmelsene i avtalen også fritt til å disponere over sikringsaksjene på annen måte; - stemme for dem, låne dem ut, pantsette dem osv. TRS-avtalene gjøres opp rent finansielt uten overlevering av den underliggende aksje og SeaDrill hadde verken rett eller plikt etter avtalene til å kjøpe sikringsaksjene ved utløpet av avtaleperioden.

TRS-avtaler har imidlertid faktiske virkninger som går ut over det som er avtaleregulert. Det ligger bl.a. sterke føringer i markedspraksis med virkning for tilbyderens adferd.

Tor Olav Trøim har forklart at han ikke ville vite om-, eller i hvilken utstrekning Carnegie ervert sikringsaksjer. Det var ikke en del av SeaDrills transaksjon, og det var veldig viktig ikke å komme inn i en tilbudspliktsituasjon.

Det er som nevnt normal markedspraksis at selger av risikoen i en TRS-avtale sikrer seg mot tap ved kursstigning gjennom å erverve sikringsaksjer. Det fremgår bl.a. av UK Takeover Panels høringsnotat, og det er bekreftet under vitneførselen for tingretten at dette også gjelder i Norge. Et meglerforetak som tilbyr TRS-avtaler gjør det normalt for å skaffe seg provisjon, og vil ikke bli sittende med risikoen for kursøkning. Denne risikoen kan bli stor når man inngår TRS-avtaler for betydelige beløp, - i vårt tilfelle for mer enn 400 mill. kroner. Tilbyder kan eliminere denne risikoen hvis han kjøper et tilsvarende antall aksjer og sitter med eiendomsretten til aksjene mens TRS-avtalen løper.

Hedging innebærer også den fordel at meglerforetaket ikke kommer i en posisjon der det blir sittende med en stor risiko hvor det har motsatt interesse av egen kunde (å unngå kursstigning). Det kunne friste til å påvirke kursen til egen fordel under avtalens løp. Med

hedging vil meglerforetaket være nøytralt i forhold til kursutviklingen. Kapitaldekningsreglene kan også tilsi at tilbyder hedger.

Tingretten finner det overveiende sannsynlig at Tor Olav Trøim forstod at Carnegie kjøpte sikringsaksjer, - også ved inngåelsene av de nye TRS-avtalene. Han har stor erfaring med verdipapirhandel, og var også orientert av Onarheim om denne avtaletypen i ukene før den første TRS-avtalen ble inngått. Det ville være naturlig av Onarheim å informere om Carnegie hadde som praksis å hedge. Det gjelder her et tett og tillitsfullt samarbeid mellom to parter som kjenner hverandre godt og som har samarbeidet over lang tid.

Det fremgikk av avtalen mellom partene (sluttkursbestemmelsen i ordrebekreftelsen) at Carnegie ervervet sikringsaksjer: sluttkursen skal tilsvare det vederlag Carnegie oppnår ved avviklingen av hedgen. Ved inngåelsen av den første avtalen opplyste Onarheim til Trøim at han allerede hadde kjøpt 600.000 aksjer. Antallet aksjer i den enkelte avtale som Carnegie deretter tilbød var ikke runde, og referansekursen avvek – til dels betydelig – fra børsens sluttkurs dagen for inngåelse av avtalene. Den 15. juli ble det inngått TRS-avtale på 2 millioner aksjer som Carnegie hadde tegnet seg for ved emisjonen i Eastern samme dag rettet mot egne aksjonærer. Det lå derfor i dagen at Carnegie fortsatte praksisen fra første avtale, med å kjøpe aksjer først og deretter tilby TRS-avtale med referansekurs tilsvarende kostpris, dvs. snittpris tillagt finansieringsutgifter i oppkjøpsperioden.

Oslo Børs og Børsklagenemnda la til grunn at det normalt ikke vil bli utøvd organisatoriske eierbeføyelser (stemmerett) for aksjer som er ervervet som sikring. Årsaken er at tilbyderen av TRS-avtalen ikke selv har noen interesse i kursutviklingen på sikringsaksjene. Tilbyderen vil også unngå å opptre i strid med kundens interesser.

En lignende betraktning ble lagt til grunn i Finansdepartementets beslutning av 29. mai 1990 (i Forenede-saken) etter finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 første ledd bokstav d) som har samme ordlyd som vphl. § 1-4 nr. 5:

"Forhold som generelt vil indikere at aksjonærrettighetene faktisk ikke utøves på selvstendig grunnlag vil foreligge om aksjonærens plikter eller risiko er overtatt av en annen.

Det vil f.eks kunne være urimelig å anta at aksjonærrettigheter (stemmerett) utøves på fritt grunnlag av en aksjonær som ikke har finansiert aksjene selv. Det samme vil kunne gjelde ved avtale som garanterer aksjeeiere mot tap."

Børsstyret uttaler følgende om dette i vår sak: "Man kan vanskelig tenke seg at Carnegie skulle stemme for aksjene, selv om de også her formelt sett sto fritt. Den egeninteresse som alminnelige aksjeeiere har i stemmeretten eksisterte ikke hos Carnegie. Tvert i mot må det antas at denne egeninteressen kunne erstattes av lojalitet til avtaleparten/kunden. Det kan imidlertid ikke sluttes ut fra dette at Carnegie i en konfrontasjonssak, ville stemme i favør av SeaDrill eller gi SeaDrill fullmakter til å stemme for sine aksjer. For Carnegie var dette en finansiell operasjon og betalt som sådan.

Det vesentlige av hegdeaksjene var disponert videre av Carnegie gjennom utlån eller tilsvarende disposisjoner (repo-forretnigner) som ga Carnegie aksjene tilbake ved TRS-avtalenes utløp..... For de aksjene som var disponert over vil altså uansett ikke Carnegie kunne utøve noen stemmerett.

Etter allmennaksjeloven er det et vilkår for å utøve stemmerett for aksjer man er registrert som eier av, at man fortsatt har en eierinteresse i aksjene. Aksjonær som har avtalt å selge sine aksjer, men som fortsatt er registrert som aksjeeier, skal derfor nektes stemmerett på generalforsamlingen. Det vises til Aarbakke m. fl. Aksjeloven og allmennaksjeloven, kommentarutgave (2004) side 1050 flg.

Ut fra dette vil altså verken Carnegie eller de Carnegie har lånt aksjene videre til kunne utøve stemmeretten.”

Tingretten er enig i dette.

En tilbyder kan låne ut sikringsaksjene sine til en som deretter selger dem videre. *Kjøperen* har i så fall anledning til å stemme for dem. Men utlånsavtalen er tidsbegrenset, og spesielt der utlåner – som her - kan kalle aksjene tilbake (dvs. et tilsvarende antall aksjer) med tre dagers varsel, er parkeringsproblemstillingen like aktuell. En rett til å tilbakekalle aksjene med tre dagers frist er normal i h.t. markedspraksis. Ved repropalg med rett til tilbakekjøp på f. eks. 60 dagers varsel, kan man også regne med å få aksjene tilbake på kort varsel, i følge sakkyndig vitne Knut Erik Robertsen, men slik at man må påregne å betale rente som om lånet hadde løpt ut avtaleperioden.

Carnegie lånte ut sikringsaksjene til DnBNOR som et ”omvendt aksjelån” og fikk tilbake 90 % av aksjenes verdi som sikkerhet fra banken. I slike tilfeller fungerer utlånet av aksjer som en pantsettelse som kan finansiere tilbyders aksjekjøp, men slik at banken fortsatt har rett til å disponere over aksjene i låneperioden. I disse tilfellene behøver ikke banken ha noen interesse av å handle med dem i låneperioden, og det behøver heller ikke være noe aktuelt behov i markedet for å låne aksjen.

Aksjonærlisten til Eastern viser at DnBNOR ble sittende med det alt vesentlige av aksjene, og at de ikke gikk tilbake til markedet. Carnegie forbeholdt seg rett til å kalle aksjene tilbake med 3 dagers frist, og dette ble også gjort i september 2006 da SeaDrill bestemte seg for å gi pliktig tilbud og overta sikringsaksjene.

Som en følge av at det ikke blir stemt for aksjene, øker den relative innflytelsen til de gjenværende aksjonærene i selskapet, herunder SeaDrill som allerede hadde en dominerende posisjon. Aksjene vil heller ikke være tilgjengelig for en tredjemann som ønsker å kjøpe seg opp i selskapet. Aksjene er følgelig effektivt parkert så lenge TRS-avtalene varer.

Tingretten anser det overveiende sannsynlig at man både i Carnegie og Seadrill var klar over hvilken virkning en slik parkering ville ha. Det dreier seg her om to kompetente aktører med stor erfaring i verdipapirhandelmarkedet.

Kjøper av risikoen i TRS-avtalen som ønsker å kjøpe sikringsaksjene, kan ikke reise noe rettslig krav etter en standard avtale. Men ved utløpet av TRS-avtalen vil tilbyder normalt selge aksjene (avvikle hedgen) for å unngå finansieringskostnadene og at risikoen for kursfall skal gå over på ham.

Tilbyder av risikoen har ikke noen interesse i salgsprisen per dato for utløpet av TRS-avtalen. Frem til da ligger interessen hos kjøper av risikoen. Det selger ikke kan oppnå i

markedet, må kjøper av risikoen dekke. Det tilsier at kjøper av risikoen får tilbud om å kjøpe sikringsaksjene ved utløpet av TRS-avtalen. Tilbyder vil normalt også ivareta kundens interesser når de ikke er i strid med tilbyders egne. Hvis tilbyder ønsker nye oppdrag fra kunden, tilsier også det at han gir kjøper av risikoen anledning til å overta aksjene. Og salg til TRS-kunden er det enkleste for megleren som derved slipper å finne en annen kjøper. Når SeaDrill ga Carnegie oppdraget med å kjøpe opp aksjer i markedet etter at SeaDrill hadde bestemt seg for å fremsette pliktig tilbud, ville det, i følge Knut Erik Robertsen, blitt ansett som upassende opptreden om Carnegie hadde solgt sikringsaksjene til noen andre.

Tingretten anser det overveiende sannsynlig at Trøim regnet med at SeaDrill ville å få tilbud om å kjøpe sikringsaksjene ved utløpet av avtaleperioden, - dvs. når SeaDrill valgte å avvikle TRS-avtalene. Som følge av det kunne SeaDrill velge et gunstig tidspunkt for å fremsette pliktig tilbud etter vphl.

b) Motiv og handlingssituasjon.

Når det gjelder motivet for inngåelsen av avtalene, anfører SeaDrill at det var rent finansielt. Trøim anså Easterns aksjer for underpriset på tidspunktet swapene ble tilbudt og ønsket derfor å etablere en finansiell eksponering mot en forventet økning i prisen. Han ville ikke inngå TRS-avtaler i midten av mars, men gjorde det den 6. og 7. april da han var i "godt lune".

Tingretten er enig med Børsklagenemnda i at det foreligger flere forhold som kan trekke dette i tvil. Særlig viktig er det at den første TRS-avtalen ble inngått den 6. april, - samtidig med Ocean Rigs annonserte forsøk på å kjøpe seg opp til en eierandel på 50 % i Eastern. Man kan isolert sett ikke helt utelukket at dette var tilfeldig, men det fremstår i alle fall som lite trolig når man sammenholder Ocean Rigs fremstøt med aksjekursen. Aksjekursene var på det tidspunktet på sitt høyeste nivå noen gang, etter å ha steget over 20 kr per aksje de siste dagene. Det var etter alt å dømme Ocean Rigs oppkjøpsforsøk den 28. mars og 5.-7. april som hadde drevet prisen i været. Man måtte derfor forvente at prisene ville falle igjen hvis Ocean Rig ikke nådde frem.

Som et tredje moment kan nevnes at det forelå klare indikasjoner på at SeaDrill på dette tidspunktet var meget opptatt av å ta grep for å hindre at selskapets posisjon i Eastern ble truet: Alf Thorkildsen som var et av SeaDrills styremedlemmer (leder) i Eastern ga direktiv til adm. dir. Anderson i Eastern den 07.04.06 om å trekke tilbake oppdraget som First Securities hadde om å finne interessenter til kjøp av selskapet.

Da Ocean Rig ga sin første kjøpsordre den 28. mars, tilbød Smedvig seg å kjøpe Lime Rock's lån til Eastern, som på det tidspunkt kunne konverteres til 4.250.000 Eastern-aksjer. Ocean Rig tilbød et beløp tilsvarende kr 130 per aksje. Da Smedvig ASA hørte det, kontaktet de Lime Rock's representant John Reynolds og sa "we will match any offer made to you and will pay you SeaDrill stock". Tingretten anser det lite sannsynlig at et slikt tilsagn ble fremsatt uten at det var forhåndsklarert med SeaDrill. Det gikk en uke til neste utspill, og i alle fall da må Smedvig ha tatt saken opp med SeaDrill.

Den 5. april ba Smedvig Reynolds stå klar for et tilbud fra dem, kontant eller i aksjer, for rundt 90 mill. USD. Om morgenen den 6. april hadde Smedvig ringt på nytt for å si at

”they were just going to ”stay put”, og noe bud ble ikke gitt. Den 7. april ble det klart at Ocean Rig ikke nådde 50 %, og at kjøpsordren var trukket.

Retten anser etter dette at det foreligger klare indikasjoner på at SeaDrill i perioden 5. - 7. april var engasjert i å motarbeide Ocean Rigs oppkjøpsforsøk. Retten kan ikke vite hvorfor SeaDrill unnlot å kjøpe Lime Rocks obligasjonslån den 6. april, men en årsak kan være at man anså at SeaDrills posisjon kunne beskyttes på en billigere måte. Det er et påfallende faktum at Carnegie begynte å kjøpe opp Eastern-aksjer samme formiddag. Allerede kl. 10 om morgenen var det klart at Ocean Rigg sto bak budet, og at det ikke var flere budgivere.

Når det gjelder de TRS-avtalene som ble inngått etter april, opplyser Trøim at SeaDrill handlet flere swaper for å få gjennomsnittsprisen ned, i håp om å ta igjen det tapte ved kursstigning på lengre sikt. Tingretten bemerker at timingen i så fall var påfallende dårlig tatt i betraktning SeaDrills posisjon som innsider i Eastern. De senere avtalene ble inngått på stadig fallende kurser, og det er derfor ikke nærliggende å tro at avtaleinngåelsene var finansielt motivert. TRS-avtalene isolert, påførte SeaDrill et tap i størrelsesorden 60 mill. kr. Hvis det var slik at SeaDrill eksponerte seg med sikte på stigende aksjekurs, - kan det spørres om hvorfor man da sa opp avtalen med First, som nettopp tok sikte på å få kursen til å øke. Hvis man ønsket å tjene penger på stigende marked, er det også påfallende at referansekursen i TRS-avtalene er Carnegies kostpris, som avvek til dels betydelig fra sluttkurs på børsen, slik at SeaDrill startet avtaler med et ikke ubetydelig tap.

c) Mer om handlingssituasjonen

Tor Olav Trøim har forklart at SeaDrill i utgangspunktet ikke hadde noen interesse for Eastern. SeaDrill hadde fått tilbud om å investere i Eastern i forbindelse med oppstarten av selskapet og kapitalutvidelser, men sa nei. Etter at SeaDrill overtok Smedvig, var SeaDrill komfortabel med sin situasjon i Eastern, og ønsket ikke å kjøpe seg opp.

Retten har ikke nærmere opplysninger om hvorfor SeaDrill ikke ønsket å investere i Eastern ved oppstarten av selskapet i 2005, men det vesentlige er uansett situasjonen våren 2006 etter oppkjøpet av Smedvig. Gjennom Smedvig ble SeaDrill den største eier i Eastern. På ordinær generalforsamling i Eastern den 07.04.06 ble det valgt nytt styre der SeaDrill relaterte medlemmer kom i flertall.

Smedvig hadde en sterk industriell interesse i Eastern, og selskapets to byggeprosjekter. Smedvig hadde hatt en viktig rolle allerede i forbindelse med etableringen av selskapet. De hadde utarbeidet krav til riggens spesifikasjoner og utstyr, tatt byggetilsynet, og påtatt seg å markedsføre og drifte riggene når de ble levert. Smedvig hadde så sent som ved årsskiftet 2005/2006 bekreftet sin interesse ved å kjøpe seg opp til 39,75 % eierandel, - like under tilbudsplichtgrensen.

Det var på denne tiden - også mens TRS-avtalene løp - et marked som aktualiserte oppkjøp av -, og fusjon mellom riggselskaper. Det var optimisme i forhold til det langsiktige drillingmarkedet med forventning til høy oljepris og mye leteboring. Det var få rigger tilgjengelig i segmentet for boring i vanskelige farvann. Eastern hadde en slik rigg under bygging og en som opsjon. Det dreier seg her om to sjettegnerasjons halvt nedsenkbare borerigger som beskrives som verdens største og mest moderne av denne type.

SeaDrill ønsket fortsatt vekst, herunder med rigger konstruert for vanskelige farvann, og var i stand til å overta dem etter at selskapet hadde overtatt Smedvigs driftsorganisasjon vinteren 2006. Opsjonen til bygging av rigg nr 2 ble etter det retten forstås benyttet i juni 2006, - etter at SeaDrill fikk flertall i styret i Eastern. SeaDrill har også i ettertid bekreftet sin interesse for riggene ved å overta kontrollen i Eastern, - bare 5 måneder etter Ocean Rigs oppkjøpsforsøk.

I mangel av andre store eiere i Eastern, hadde SeaDrill en svært dominerende rolle i selskapet. SeaDrill hadde imidlertid ikke en kontrollerende eierposisjon, så den dominerende posisjonen var ikke sikker, noe SeaDrill selv nylig hadde erfart i forhold til Nobel Corporation. Det er grunn til å tro at SeaDrill ikke ønsket å komme i samme posisjon som Nobel gjorde i Smedvig i januar.

SeaDrill kunne ikke øke sin eierandel i Eastern uten å utløse tilbudsplikt etter vphl. § 4-1 første ledd. Den 06.04.06 utfordret Ocean Rig SeaDrill med et bud på kr 130 per aksje, - senere samme dag øket til kr. 135. Hvis SeaDrill skulle utløse tilbudsplikt i denne situasjonen, måtte man matche Ocean Rigs bud. Et slikt kjøp ville ikke bli billig.

Ocean Rigs kjøpsordre ble trukket den 7. april, men Ocean Rig hadde prøvd seg en gang før, og det var ingen garanti for at selskapet ikke ville prøve igjen, og andre aktører kunne også melde seg, hensett til markedssituasjonen. Før det ble kjent den 6. april hvem som sto bak oppkjøpsforsøket, ble også Noble Corporation og det største offshore oljeboringsselskapet, Transocean, nevnt som mulige kandidater.

Tingretten legger til grunn at også Carnegie var godt kjent med den handlings situasjonen som er beskrevet ovenfor, og de motiverende faktorene som lå i den. Oppkjøpet av aksjer skjedde jevnt og trutt frem til den 31. juli 2006, da man kom opp i 4,3 millioner, - tilsvarende 11 % av aksjekapitalen i Eastern på fullt utvannet basis. Varigheten av oppkjøpssamarbeidet og kontinuiteten i det indikerer at partene anså samarbeidet som forpliktende. At det ikke ble inngått nye TRS-avtaler med Carnegie etter den 31. juli, kan skyldes at SeaDrill da anså at man hadde fått kontroll over et tilstrekkelig antall aksjer.

Trøim forklarer at han en gang sa nei til å inngå en TRS-avtale med Onarheim fordi han "ikke orket mer den dagen". De aksjene Onarheim da hadde samlet opp, gikk imidlertid rett inn i neste TRS-avtale. Carnegie regnet inn finansieringsutgiftene for den mellomliggende periode i neste avtale. Det fremstår som nokså klart at Onarheim handlet i trygg forvissning om at SeaDrill ville ha TRS-avtaler på de aksjer han kjøpte opp i markedet.

d) Spørsmålet om det forelå et tilbud fra Ocean Rig som kunne føre frem, og om samarbeidet mellom SeaDrill og Carnegie bidro til å forhindre det. _____

Ocean Rigs ordre var en "alt eller ingenting" – ordre som ble gitt den 5. april til ABG Sundall Collier ASA med frist til dagen etter og en kjøpspris på kr 130 per aksje. Sundall kungjorde den 6. april at forsøket hadde funnet sted uten at det hadde ført frem, men at kunden hadde forlenget fristen til den 7. april kl. 09.00. I løpet av den 6. april ble budet hevet til kr 135 per aksje. Fra den 6. – 7. april bisto også First Securities med å innhente aksepter for Ocean Rig. Om morgenen den 7. april hadde Ocean Rig fått tilbud om å kjøpe

til sammen 44 % av aksjene, etter man på et tidspunkt å hadde vært oppe i 47 %. Ocean Rig mente det var for lavt, og fristen ble ikke forlenget.

SeaDrill anfører at det ikke forelå noen oppkjøpssituasjon. Ocean Rig fremsatte ikke noe tilbud, bare en betinget kjøpsordre. Selskapet hadde ikke ordnet finansieringen av noen overtakelse. Det ble ikke innhentet bindende aksept, bare følere på mulig salgsinteresse. I en slik situasjon kan man ikke snakke om akseptgrad. Akseptfristen ble satt så kort at forsøket ikke kunne lykkes hensett til aksjonærstrukturen i Eastern. Analytikere betraktet i samtid ikke dette som et reelt forsøk på overtakelse. Det var meglerhuset First Securities som tok initiativet til utspillet ovenfor Ocean Rig. First ville få suksesshonorar fra Eastern om de fikk til et oppkjøp, men First hadde like stor interesse av å skremme opp SeaDrill for å få dem til å komme med konkurrerende bud. Når det ikke forelå noe reelt bud, kan det heller ikke gi grunnlag for konsolidering.

SeaDrill anfører også at da Ocean Rigs frist gikk ut den 7. april, hadde SeaDrill og Carnegie bare inngått en TRS-avtale med referanse til 2,5 % av aksjene i Eastern. Det var en så liten andel av aksjene at det ikke kunne forhindre Ocean Rig fra å nå frem.

Når det gjelder spørsmålet om Ocean Rig virkelig utfordret SeaDrills dominans, opplyser Geir Aune, styreformann i Ocean Rig, at kjøpsordren den 5. april ble gitt etter grundig styrebehandling. Aune opplyser at de var blitt kontaktet av First Securities 4-5 uker før med opplysning om at Lime Rock ønsket å selge, og at det også var andre store aksjonærer som var interessert. Det forelå derfor en mulighet til å erverve en kontrollerende posisjon. Styret fikk kompetent advokatbistand som vurderte fremgangsmåten med en betinget kjøpsordre, og det forelå en finansieringsplan. Man la seg så høyt i pris at styret i Eastern kunne anbefale budet.

Ocean Rig engasjerte to meglerhus – Sundall Collier og Firts Securities – som begge er sentrale aktører i bransjen. First hadde gjennom sitt tidligere arbeid for Eastern, god kunnskap om hvem som var aksjonærer i selskapet, og bisto fra den 6. april. Når meglerhusene påtok seg denne oppgaven, antar tingretten det indikerer at de mente at det var mulig å lykkes. Hvis First hadde et bimotoiv i ønske om å ”skremme opp” SeaDrill til å gi bud, er det ikke opplyst noe om at det samme gjeldt Sundall. Innhenting av aksept ble profesjonelt utført. At det var et reelt forsøk fremgår også av at man kom opp i en akseptgrad på 47 %, før den igjen sank til 44,5 %.

Ocean Rigg hadde bevisst valgt å sette en kort frist. Jo lenger frist desto større fare er det for at noen setter inn mottiltak. Ocean Rig mistet da også en aksjepost på ca 3 % i de siste timene, natt til den 7. april, i følge direktør Pål Reulf Olsen i First. Han opplyser at det var flere aksjonær som hadde vært villig til å selge på 130 den 6. april, men da man ringte for å få bekreftelse på 135 senere på dagen var de borte.

Retten anser det heller ikke særlig påfallende at Ocean Rig ikke godtok å kjøpe 44 % av aksjene når SeaDrill hadde en så sterkt posisjon i selskapet. Det var aksjeposter der som man ikke visste hvor var, og man hadde sett unormale ting i markedet.

Når det gjelder spørsmålet om samarbeidet mellom SeaDrill og Carnegie faktisk var egnet til å hindre oppkjøpsforsøket, bemerker tingretten at Ocean Rig forsøkte å erverve 50 prosent av Eastern på utvannet basis. I Ocean Rig anså man det nødvendig å komme så høyt for ikke å bli låst fast av SeaDrill. Gitt SeaDrills store aksjepost og aksjonær-

strukturen ellers, var dette en vanskelig oppgave å nå 50 %. Det skulle ikke mye til for å sparke ben under forsøket.

Carnegie hadde den 6. og 7. april så mye som hhv 32 og 58 prosent av aksjekjøpene i Eastern registrert på børsen. Carnegie kjøpte 600.000 aksjer den 6. april, - tilsvarende 2,5 prosent av aksjene i Eastern på utvannet basis. Til sammen utgjorde Carnegies kjøp av aksjer ca 3 % av aksjene i Eastern før børsmeldingen gikk ut om at Ocean Rig ikke hadde lykket. Den 6. og 7. april ble det inngått TRS-avtaler med til sammen 905.000 aksjer som underliggende til en samlet verdi av 120 mill. kroner.

Problemet for Ocean Rig var ikke bare de aksjene Carnegie parkerte. Ocean Rigs forsøk på å nå 50 % ble vanskeliggjort også fordi Carnegie samtidig kjøpte aksjer til høye kurs enn det Ocean Rigg tilbød. Det ble derved sendt et *viktig signal* til markedet om at det fantes en interessant til. Der det er to interessenter "på banen" kan det komme et høyere bud, og noen aksjonærer kan da velge å avvente situasjonen fremfor å selge. Mens børskursen normalt ligger litt under et overtagelsestilbud, lå den her litt over. Det skjer bare der man forventer at noen skal komme med et høyere bud. Det er all grunn til å tro at Carnegie og SeaDrill var klar over effekten av de signaler de sendte ut.

Carnegies aksjekjøp, parkeringen av aksjene, og de signaler man ga til markedet ved å kjøpe til høyere kurser, samt at Smedvig kontaktet aksjonærer med motbud, vanskeliggjorde Ocean Rigs forsøk i en helt *avgjørende fase*. Dette kan fremtre som fint avstemte og passe doserte tiltak. Man gjorde ikke mer enn akkurat det som skulle til.

Børsstyret bemerker at selv om de initielle 2,5 prosent ikke i seg selv var tilstrekkelig for forhindre Ocean Rig å få 50 prosent, var det uansett et viktig bidrag. Mer kreves ikke for å gi grunnlag for konsolidering etter loven.

e) Konklusjon:

Når man sammenholder TRS-avtalene og den faktiske virkning de hadde med handlings-situasjonen, foreligger det objektive holdepunkter for at SeaDrill og Carnegie samarbeidet om å kjøpe opp og parkere Eastern- aksjer relatert til å bevare SeaDrills kontroll, styrke kontrollen, og forberede et mulig oppkjøp på et gunstig tidspunkt.

Vilkåret for konsolidering er at "det må antas" at partene har et forpliktende samarbeid relatert til kontrollen over selskapet. Både børsstyret og Børsklagenemnda fant at det var tilfelle. Retten er enig i det.

2.3. Spørsmålet om grunnlaget for konsolidering forelå da SeaDrills tilbudsplikt ble utløst

SeaDrill anfører atter subsidiært at vedtaket er ugyldig fordi konsolideringsgrunnlaget ikke var til stede på det avgjørende tidspunkt, - nemlig da tilbudsplikten ble utløst. Børsklagenemnda la til grunn at SeaDrill ble tilbudsplikt den 7. september 2006.

Tingretten er enig i at forutsetningen for å statuere tilbudsplikt på konsolidert grunnlag må være at det på tidspunktet for det utløsende aksjeerverv (fortsatt) er grunnlag for konsolidering. Man kan ikke konsolidere under henvisning til et samarbeid som er

avsluttet.

Tingretten anser imidlertid ikke samarbeidet avsluttet ved inngåelse av avtalen om å terminere TRS-avtalene. TRS-avtalene ble avvirket med virkning fra 8. september, og sikringsaksjene ble overdratt til SeaDrill samme dag.

SeaDrill anfører at Ocean Rig trakk kjøpsordren den 7. april og at det senere ikke var antydning til oppkjøpsforsøk. Motivet for inngåelse av nye TRS-avtaler var at Trøim ville få gjennomsnittskursen på aksjene ned. Ettersom det i alle fall etter april ikke var noen oppkjøps-situasjon, kunne ikke SeaDrill ha som motiv å forhindre bud fra andre. Dermed var imidlertid det påståtte konsolideringsgrunnlaget borte.

Tingretten er enig med Oslo Børs i at konsolideringsgrunnlaget var til stede fra den 6. april og sammenhengende frem til SeaDrill utløste tilbudsplikten den 7. september. Det må legges til grunn at SeaDrill og Carnegie samarbeidet med sikte på å bevare og styrke SeaDrills dominans i Eastern med basis i sikringsaksjene helt frem til SeaDrill overtok aksjene den 8. september 2006.

Det vises til rettens merknader under punkt 2.2.

3. Konsolideringens betydning for tilbudsprisen

Børsklagenemnda har i sitt vedtak (side 27) lagt til grunn at konsolideringen av SeaDrill og Carnegie har som virkning at tilbudsprisen skal tilsvare det høyeste vederlaget som SeaDrill eller Carnegie har avtalt eller betalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte den 7. september 2006.

Etter vphl. § 4-10 fjerde ledd skal tilbudsprisen være "*minst like høy som det høyeste vederlag tilbyderer har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte*".

"I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes som like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående", jf § 4-5 første ledd.

Det er etter rettens oppfatning naturlig å forstå ordlyden i første ledd slik at konsolideringen som utgangspunkt får virkning i relasjon til alle reglene om tilbudsplikt i lovens kapittel 4. Eventuelle unntak må i så fall gjøres etter en tolkning av den enkelte bestemmelse i kapitlet. § 4-5 første ledd bruker flertallsformen "reglene" uten at det tas noen reservasjon. Hadde meningen vært å begrense bestemmelsen til bare å gjelde utløsningen av tilbudsplikten, måtte man forvente at § 4-5 første ledd bare hadde vist til § 4-1. Bestemmelsen om selskapets uttalelse i § 4-16 bruker også formuleringen "reglene om tilbudsplikt", og omfatter klart tilbudsprisen.

§ 4-10 fjerde ledd gjelder i seg selv bare det vederlag "tilbyder", i dette tilfellet SeaDrill, har betalt for sine aksjer. Når man sammenholder § 4-10 med § 4-5 følger det etter retten syn av sammenhengen mellom bestemmelsene at prisen på aksjer ervervet av nærstående skal regnes like med prisen på tilbyders aksjeerwerb.

Forarbeidene kommenterer ikke dette spørsmålet. Det vites ikke hvorfor dette ikke er gjort, men årsaken kan være at lovkonsipistene anså løsningen opplagt ut fra bestemmelsens ordlyd.

Retten anser at formålet med konsolideringsbestemmelsen tilsier at en konsolidering også får virkning for tilbudsprisen. En motsatt forståelse vil lett kunne lede til omgåelser av det minoritetsvernet som reglene om tilbudspris etablerer: Tilbudsplikten påhviler den aksjonær som kjøper de siste aksjene som gjør at tilbudspliktgrensen overskrides på konsolidert basis, jf NOU:2 pkt. 9.3.8.5 og vphl. §§ 4-2 annet ledd og 4-6. Hvis bare prisen på hans aksjer skulle legges til grunn ved beregning av tilbudsprisen, kunne gruppen holde verdien av store aksjeposter utenfor beregningsgrunnlaget ved å overlate til den som hadde betalt minst å utløse tilbudsplikten.

Regelen om at det er den som erverver siste aksjepost som skal fremsette tilbudet, skaper forutberegnelighet på den måten at man ikke trenger å vurdere i det enkelte tilfelle f. eks. hvem som er den dominerende part i gruppen. Det har neppe vært meningen at denne regelen skulle få betydning for hvilken pris gruppen skal betale ved det pliktige tilbudet.

NOU 2005: 17 danner grunnlaget for den nye verdipapirhandelloven av 2007, og behandler i kapittel 7.2 forholdet mellom tilbudsprisbestemmelsen i § 4-10 fjerde ledd og konsolideringsregelen i § 4-5 første ledd etter gjeldende lov. Det uttales her: "Etter vphl. § 4-5 vil den prisen nærstående betaler eller avtaler måtte medregnes."

Utvalget sier i sin vurdering i punkt 7.3 at gjeldende norske regler oppfyller de minimumskrav som følger av EU-direktivet når det gjelder krav til tilbudspris, og utvalget finner det ikke nødvendig å foreslå endringer her. Ot.prp. nr 34 (2006-2007) gjentar i punkt 26.6.1 bare det utvalget sier. Dette er også fulgt opp i den nye loven . Gjeldende § 4-5 første ledd og § 4-10 fjerde ledd erstattes av likelydende bestemmelser i den nye loven § 6-5 nr 1 og § 6-10 nr 4.

EU-direktivet av 21.april 2004 behandler tilbudsplikten i artikkel 5. Det fremgår av artikkel 5 nr 1 at tilbyder skal betale en rimelig pris. Det hitsettes fra artikkel 5 nr 4 i dansk oversettelse: "Ved rimelig pris forstås den høyeste pris, der betales for de samme kapitalandele af tilbudsgiveren eller af personer, som handler i fortsåelse med denne, i en periode...på minst seks...måneders før det i stk. 1 nævnte tilbud."

Bechman m.fl.: Verdipapirhandelloven, Kommentartutgave (2002) kommenterer spørsmålet med litt ulike nyanser som vel har sammenheng med at den er skrevet av flere forfattere i samarbeid. Konklusjonen er imidlertid den samme i alle tilfelle. På side 59 uttales vedrørende lovens § 1- 4 at: "Konsolidering vil imidlertid også ha andre konsekvenser i forhold til tilbudspliktreglene. Særlig viktig er at tilbyder ved konsolidering vil være bundet av høyeste pris betalt av et medlem av den konsoliderte gruppen siste seks måneder før tilbudsplikten inntrådte, jf § 4-10 fjerde ledd, jf § 4-5.

Til § 4- 5 første ledd uttales på side 289-290: "At nærståendes aksjer skal regnes "like med" aksjonærens aksjer, innebærer at nærståendes aksjer skal anses som om de var eid av aksjonæren selv....."

”Mye taler for å forstå lovens henvisning til ”reglene om tilbudsplikt” som en generell henvisning til øvrige bestemmelser i loven som gjelder pliktig tilbud, blant annet med den viktige konsekvens at aksjer ervervet av nærstående i de forutgående 6 måneder skal regnes med ved beregning av tilbudspris,...

Til § 4-10 fjerde ledd uttales på side 330: ”Det kan være noe uklart om kjøp av aksjer foretatt av konsoliderte parter til tilbyderen skal få noen betydning for tilbudsprisen..... Dersom gruppen skal kunne velge hvilken konsolidert part som skal fremsette tilbudet, må det for å hindre omgåelser av reglene om tilbudsprisen også foretas en konsolidering av gruppen med hensyn til tilbudsprisen. Det må derfor trolig legges til grunn at tilbudsprisen etter § 4-10 fjerde ledd første punktum skal være minst like høy som det høyeste vederlag enten tilbyderen eller tilbyderens nærmeste...har betalt...”

Tingretten er etter dette kommet til at konsolideringen av Seadrill og Carnegie har som virkning at tilbudsprisen skal tilsvare det høyeste vederlaget som SeaDrill eller Carnegie har avtalt eller betalt mens konsolideringsgrunnlaget forelå i perioden fra 6. april til tilbudsplikten inntrådte for SeaDrill den 7. september 2006. Børsklagenemndas rettsanvendelse på dette punkt er i overensstemmelse med gjeldende rett.

4. Spørsmålet om SeaDrill har nedsalgsrett eller er forpliktet til å fremlegge nytt tilbud.

Ved børsstyrets vedtak av ble godkjenningen av SeaDrills pliktige tilbud opphevet. Børsstyret anså at SeaDrill kunne velge om selskapet ville fremsette nytt tilbud eller selge seg ned under tilbudsplikten. Børsklagenemnda kom til at nedsalgsalternativet er bortfalt. SeaDrill gjør gjeldende at nedsalgsalternativet var i behold.

4.1. Spørsmålet om den tilbudspliktige etter eget valg kan fralegge seg tilbudsplikten ved nedsalg etter at han har gitt børs melding om at han vil fremsette pliktig tilbud

”Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs (børsnoterte selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet” jf vphl. § 4-1 første ledd.

Tilbudsplikten oppstår altså ved aksjeerhvervet, men den tilbudspliktige kan etter annet ledd bli løst fra tilbudsplikten på bestemte vilkår: ”Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med §4-8 jf. 4-9.”

Den tilbudspliktige skal i alle tilfelle gi melding til børsen etter at han har passert tilbudspliktgrense, jf § 4-8 første til tredje ledd:

”§4-8. Melding til børsen

Når tilbudsplikt inntrer etter §§ 4-1 til 4-6 skal den som har tilbudsplikt straks gi melding om dette til børsen og til selskapet. I meldingen skal det angis om det vil bli fremsatt tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet eller om det vil foretas salg i henhold til §4-9. Børsen skal offentliggjøre meldingen.

Dersom det ikke gis melding etter første ledd, eller tilbudsplikten på annen måte bestrides, skal børsen treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser. Melding om salg kan endres til melding om fremsettelse av tilbud, forutsatt at tilbudet fremsettes innen fristen som er fastsatt i §4-10 første ledd.”

Tredje ledd åpner for at den som har gitt melding om nedslag, likevel kan endre standpunkt og fremsette tilbud. Bestemmelsen gjør ikke noe tilsvarende unntak fra tilbudsplikten for den som har gitt børsmelding om at det blir gitt pliktig tilbud. Etter lovens ordlyd er det derfor klart at den som har utløst tilbudsplikten gjennom erverv av aksjer, og deretter gir melding om at han vil fremsette pliktig tilbud, ikke senere kan gå tilbake på dette og fralegge seg tilbudsplikten ved å selge seg ned til under tilbudspliktgrensen.

Når tredje ledd spesielt nevner at melding om nedslag kan endres til tilbud, måtte man forvente at loven også nevnte den motsatt situasjon hvis det hadde vært meningen at en melding om tilbud kunne endres til nedslag.

Det fremgår av NOU 1996:2 pkt 9.3.12.2 at fristregelen og meldepliktreglene i lovens §§ 4-8 første ledd skal ivareta markedets behov for en rask avklaring av situasjonen. Utvalget uttaler videre:

” Dersom det ikke fremsettes tilbud i samsvar med meldingen, legger utvalget til grunn at børsen normalt må benytte de sanksjonsmuligheter som foreligger, for å tvinge frem et tilbud. Utvalget viser til at melding om at tilbud vil bli fremsatt i en viss grad kan ses som et tredjemannsløfte som gir de øvrige aksjonærene en berettiget forventning om at de vil gis rett til å få solgt sine aksjer. Markedet vil innrette seg etter meldingen, med de følger det kan få for aksjekursen. Det er derfor utvalgets syn at tilbyder ikke skal kunne trekke seg etter at det er gitt melding om at tilbud vil fremsettes.....”

”Dersom det gis melding om at det vil foretas nedslag, vil hensynet til at aksjonærene har innrettet seg etter meldingen ikke ha den samme vekt som der det er gitt melding om at tilbud vil bli fremmet. Etter utvalgets syn bør det i slike tilfeller gis adgang til å skifte standpunkt innen den frist som er satt for nedslag, dvs. 4 uker.....”.

Etter denne uttalelsen må bestemmelsen i § 4-1 første ledd annet punkt sammenholdt med § 4-8 tredje ledd tolkes i overensstemmelse med sin ordlyd. Etter at tilbudsplikten er utløst i h.t. § 4-1 første ledd og melding er gitt om at pliktig tilbud blir fremsatt, kan tilbyderen ikke etter eget valg selge seg ned, og derved fri seg fra tilbudsplikten.

4.2. Spørsmålet om den som har gitt melding om tilbud, etter eget valg kan fralegge seg tilbudsplikten dersom børsen nekter å godta tilbudet med den begrunnelse at det foreligger tilbudsplikt på konsolidert grunnlag.

Børsstyret ga i sitt vedtak av 25.10.06 SeaDrill nedsalgsrett. Børsen begrunner dette slik på side 25: ”

” Grunnlaget for omgjøring av børsens vedtak er at SeaDrill og Carnegie skulle vært konsolidert basert på transaksjoner inngått 6. april 2006. Etter vphl. 4-5 annet ledd *"avgjør børsen om det skal foretas identifikasjon"*. Etter § 4-8 annet ledd *"skal børsen treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser"*. Grunnlaget for den tilbudsplikt som fastsettes her er altså et annet enn det grunnlaget for det pliktige tilbudet som er fremmet.”

Det fremgår av punkt 6 ”Vedtak” at vedtaket av 17.09.06 om å godkjenne SeaDrills pliktige tilbud oppheves, og at opphevelsen innebærer at SeaDrill plikter å gi nytt tilbud, alternativt å selge seg ned. Det er ikke truffet noe eget konsolideringsvedtak, men retten forstår børsstyret slik at den mener at det implisitt i vedtaket om å nekte godkjenning kan anses å ligge et vedtak om konsolidering.

Børsstyret mener at tilbudsplikt her er utløst på to ulike rettslige grunnlag: SeaDrill ble tilbudspliktig på selvstendig grunnlag ved eget aksjeerwerb den 07.09.06, og på konsolidert grunnlag ved børsstyrets vedtak den 25.10.06. Det var derved skapt et nytt grunnlag for tilbudsplikt, og som en følge av det hadde SeaDrill etter vphl. § 4-1 første ledd annet punkt valget mellom å gi (nytt) tilbud eller å selge seg ned til under tilbudspliktgrensen.

Seadrill har for tingretten anført at dette er korrekt lovanvendelse.

Tingretten forstår SeaDrills standpunkt slik at selv om tilbyderer skulle være bundet til å fremsette tilbud på selvstendig grunnlag, kan han fralegge seg tilbudsplikten på konsolidert grunnlag ved å avhende de aksjene han eventuelt har ervervet fra den han er konsolidert med. Han behøver i så fall ikke tilby høyere pris enn den høyeste han selv har betalt ved eget aksjeerwerb siste 6 måneder. Han behøver ikke tilby den høyeste pris medkontrahtenten har betalt.

Børsstyret begrunner sitt standpunkt om nedsalgsrett med en henvisning til konsolideringsbestemmelsens forhistorie: Verdipapirloven av 14.06.85 nr 61 § 5 A annet ledd – som kom inn i loven i 1989 - var forløperen for gjeldende bestemmelse i vphl. av 1997 § 4-5 første ledd jf § 1 - 4 nr 5.

Det fremgikk av § 5 A første ledd at ”Den som gjennom erwerb blir eier av børsnoterte aksjer som representerer mer enn 45 pst. av stemmene i et aksjeselskap, plikter straks å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet...”. Etter § 5 A annet ledd regnes like med hans erwerb, aksjer som eies av ”noen som vedkommende handler etter avtale med eller for øvrig opptrer i forståelse med. Børsstyret ved Oslo Børs avgjør om det inntreer tilbudsplikt etter dette ledd.”

Børsstyret viser i sin uttalelse av 24.01.07 til forarbeidene til § 5A, dvs. til Ot prp nr 53 (1988-89) side 25: ”En kan stå overfor en vanskelig bevismessig situasjon i tilfelle fordekt samarbeid, og bestemmelsen kan reise flere spørsmål som må avklares i praksis når de oppstår. Det vil være ønskelig at tvil mht. samarbeid og tilbudsplikt kan avklares raskt. Det er derfor foreslått at Oslo Børs kan avgjøre om tilbudsplikt inntreer eller ikke i tilfelle det er uenighet om dette. Tilbudsplikten inntreer i så fall fra det tidspunkt Oslo Børs avgjør spørsmålet”.

Uttalelsen er i hovedsak gjentatt i Innst 0 nr 91 (1988-89) side 13.”

Børsstyret tilføyer: ” Både 1985-lovens ordlyd som var forutsatt videreført i dagens lov, og uttrykkelige forarbeider tilsier altså at tilbudsplikten først oppstår med børsens vedtak. Det er intet i senere forarbeider, eller i endring av lovens ordlyd som tilsier at dette er ment endret fra lovgivers side.

Dette innebærer at Når børsen således konstaterer tilbudsplikt basert på konsolidering må tilbyders alternativer, tilbud og nedsalg etter vphl § 4-1, etter børsens vurdering være åpne.”

Tingretten er ikke enig i dette. Retten anser at tilbudsplikten på konsolidert grunnlag utløses når partene til sammen blir eier av aksjer som representerer mer enn 40 % av stemmene i målselskapet. Det er aksjeervertet som utløser tilbudsplikten. Dette følger direkte av ordlyden i vphl. § 4-1 første ledd sammenholdt med § 4-5 første ledd. Den normale ordning er at den som krysser tilbudspliktgrensen straks skal gi børsen melding om dette og samtidig meddele om han vil gi tilbud eller selge seg ned.

Børsen har kompetanse til å treffe vedtak om konsolidering, men et slikt vedtak er ikke noen nødvendig betingelse for at tilbudsplikten skal inntre. Når § 4-5 annet ledd uttaler at ”Børsen avgjør om det skal foretas identifikasjon”, må det forstås slik at børsen har myndighet til å avgjøre konsolideringss spørsmålet hvis det fremkommer uenighet omkring dette. Børsen skal ikke i alle tilfelle treffe avgjørelse etter annet ledd, men kan gjøre det ved behov. Etter rettens oppfatning er det naturlig å se det slik at børsen i så fall konstaterer at partene er tilbudspliktige etter § 4-1 første ledd jf § 4-5 første ledd, ikke at tilbudsplikten oppstår ved vedtaket.

Av dette følger at også meldeplikten etter vphl § 4-8 utløses på det tidspunkt man krysser tilbudspliktgrensen. Meldeplikten oppstår således uavhengig av om børsen treffer et vedtak om konsolidering etter § 4-5 annet ledd.

Fra Bechmann m. fl. Verdipapirhandelloven, Kommentirutgave s 291 hitsettes:
"Bestemmelsen kan ikke forstås slik at en aksjonær som er tilbudspliktig på grunnlag av konsolidering, skal kunne avvente å sende melding etter § 4-8 eller unnlate å fremsette tilbud under henvisning til at børsen først må treffe vedtak om konsolidering."

Oslo Børs vedtok å oppheve godkjenning av SeaDrills pliktige tilbud. Det ble ikke samtidig truffet et pålegg om (ny) tilbudsplikt. Plikten til å fremsette nytt tilbud etter at det gamle er opphevet, følger direkte av § 4-10 første ledd jf § 4-14. Børsstyret sier da også i slutningen at opphevelsen ”innebærer” at SeaDrill plikter å gi nytt tilbud.

Tingretten ser § 4-5 annet ledd som en spesialbestemmelse eller unntaksregel for de tilfeller der børsen finner at det foreligger tilbudsplikt, uten at den tilbudspliktige har gitt melding om det eller fremsetter tilbud. Det gis her hjemmel for å gå inn i en uklar situasjon for å sikre en rask løsning.

Odelstingsproposisjonens til § 5A annet ledd sier ikke noe om situasjonen der den tilbudspliktige allerede har gitt melding om at tilbudspliktsgrensen er krysset, og at han vil fremsette tilbud. Uttalelsen sier ikke noe om den situasjon der børsen treffer avgjørelse etter andre bestemmelser i loven enn § 4-5 annet ledd,- f. eks etter ny § 4-14 om godkjenning av fremlagt tilbud.

I vårt tilfelle oppsto konsolideringsgrunnlaget den 6. april, og tilbudsplikten den 7. april 2006. Ettersom melding om tilbudsplikt ikke ble fremsatt hadde Oslo Børs kunnet treffe konsolideringsvedtak etter § 4-5 annet ledd med den følge at Carnegie måtte følge opp tilbudsplikten sin. Oslo Børs traff ikke noe slikt vedtak, fordi børsen var ukjent med inngåelsen av TRS-avtalene.

SeaDrill ble først tilbudspliktig på konsolidert grunnlag den 7. september 2006. Selskapet ga straks melding om at tilbudsplikt var utløst, og om at tilbud ville bli fremsatt. Det var derfor ingen foranledning for Oslo Børs til å gå inn med noe vedtak etter § 4-5 annet ledd i forhold til SeaDrill.

Oslo Børs har i forhold til SeaDrill bare truffet vedtak etter § 4-14 jf § 4-10 fjerde ledd om at tilbudet ikke godkjennes. Ved den avgjørelsen kunne børsen ta hensyn til at det foreligger tilbudsplikt på konsolidert grunnlag etter § 4-5 første ledd jf §1-4 nr 5, uten at det er nødvendig å gå veien om et vedtak etter § 4-5 annet ledd. Saksøker anfører at når tilbuds-plikten på annen måte bestrides, skal børsen treffe vedtak vedrørende konsolidering i h.t. § 4-8 annet ledd. Men her sies det ikke at børsen skal treffe vedtak etter § 4-5 annet ledd. Børsen skal bare treffe vedtak ”vedrørende de spørsmål saken reiser”, - dvs vedtak som er nødvendige for å komme videre. Det kan for eksempel være fastsettelse av tvangsmulkt etter § 14-1.

Uten at det har betydning for vår sak, bemerker retten at det ikke uten videre er gitt at nedsalgsretten er i behold i et tilfelle der det treffes vedtak etter § 4-5 annet ledd. Det sies ikke uttrykkelig i forarbeidene til § 5A annet ledd i forrige lov. En tolkning kan være at den pliktige må fremsette tilbud hvis den normale betenkingsfristen er oversittet. Hvis man sammenholder 4-5 annet ledd med 4-8 annet ledd, kan børsen treffe de vedtak som er rimelige, alt tatt i betraktning.

I Bechmann mfl., Verdipapirhandelloven uttales på side 320 til § 4-10 første ledd. ”Dersom børsen skulle pålegge tilbudsplikt.....i medhold av § 4-2 tredje ledd, vil fristen sannsynligvis først begynne å løpe når børsens avgjørelse foreligger, sml. Bergo s. 461. Det kan anføres at det samme bør gjelde dersom børsen treffer vedtak om konsolidering etter § 4-5 annet ledd og dette innebærer at partene må fremme et pliktig tilbud, men konklusjonen er ikke opplagt, og i alle fall ikke når konsolideringen ikke er spesielt tvilsom...”

Tingretten bemerker at det aldri har vært grunnlag for tilbudsplikt knyttet til de typer av erverv som nevnes i § 4-2 første ledd. Først når det treffes vedtak som pålegger tilbudsplikt etter tredje ledd, oppstår tilbudsplikten, og det er naturlig at fristen løper derfra. Situasjonen er en helt annen der børsen treffer vedtak etter § 4-5 annet ledd, ettersom plikten der allerede foreligger ved ervervet av aksjene.

Det er på det rene at SeaDrill den 7. september hadde valget mellom å gi pliktig tilbud eller å selge seg ned. Selskapet ble bundet av sin egen melding om at tilbud ville bli fremsatt. Å gi nedsalgsrett i denne situasjonen ville i realiteten innebære at den tilbudspliktige kunne fremsette et betinget tilbud, slik at tilbudet faller bort dersom børsen nekter å godkjenne budet pga. prisen. Loven gir ikke adgang til fremsettelse av betingede tilbud.

Loven opererer heller ikke med noe tosporet system der myndighetene treffer separate vedtak om tilbudsplikt, - ett på grunnlag av tilbyderens eget erverv og ett vedtak på konsolidert grunnlag. Der konsolideringsgrunnlag foreligger, vil erverv av aksjer bare utløse tilbudsplikt på konsolidert grunnlag.

Reelle hensyn og en avveining av partenes interesser kan anføres til fordel for den løsningen som fremgår av lovens ordlyd i § 4-1 første ledd første punkt sammenholdt med § 4-5 første ledd og § 4-8 første ledd:

Børsklagenemnda har i sitt vedtak i vår sak pekt på at fremsettelse av tilbud innebærer en viss risiko for den tilbudspliktige knyttet til at muligheten for at børsforvaltningen ikke vil godta den prisen han tilbyr for aksjene:

” Dersom tilbudsprisen som følge av børsens kontroll etter vphl § 4-14 blir høyere enn tilbyderen har forventet, er den tilbudspliktige likevel bundet av meldingen etter vphl § 4-8 om fremsettelse av tilbud. Dette innebærer en viss risiko for tilbyderen, men den er ikke særlig stor, ettersom det må legges til grunn at tilbyderen har kunnskap om de forhold som begrunner tilbudsprisen. Følgelig bør resultatet av børsens kontroll ikke være overraskende for tilbyderen. Ved eventuell uenighet om tilbudsprisen, kan ikke tilbyderen trekke budet, men han kan påklage børsens avgjørelse.”

Dette er en risiko tilbyderen ikke bare møter i relasjon til at børsen kan fatte vedtak om konsolidering etter § 4-5. Det kan også være usikkerhet om prisen der tilbyder har kjøpt seg opp i målselskapet ved betaling med f. eks egne aksjer eller andre eiendeler. Det samme er tilfelle der tilbyder har kjøpt aksjene i målselskapet under ett sammen med andre eiendeler.

Hensynet til de andre aksjonærene i selskapet taler mot at den tilbudspliktige kan fralegge seg tilbudsplikten etter at han har gitt børsen melding om at tilbud blir fremsatt. En slik melding kan ses om et løfte til de øvrige aksjonærer i selskapet. Når et slikt løfte gis uten forbehold eller betingelser, gir det dem en berettiget forventning om at de vil få solgt sine aksjer til en pris som er minst like høy som gruppen har betalt eller avtalt i de siste 6 måneder før tilbudsplikten inntreder, jf § 4-10 tredje ledd.

I vårt tilfelle hadde ikke Carnegie og SeaDrill gitt melding om inngåelsen av TRS-avtalene. SeaDrills børs melding om tilbud og det godkjente tilbuds dokumentet opplyste heller ikke noe om eksistensen av disse avtalene. SeaDrill har for så vidt ikke gitt forventning om pris på konsolidert grunnlag, men kan ikke komme bedre ut ved denne vurderingen enn om selskapet hadde oppfylt sin informasjonsplikt.

Hvis et vedtak etter 4-14 om ikke å godkjenne tilbudspris fordi det foreligger grunnlag for identifikasjon, samtidig skulle gi valgfri rett til nedsalg, kunne det som påpekt av nemnda gjøre tilbudspliktreglene og minoritetsvernet ineffektivt i en oppkjøpssituasjon. Det åpner for at to eller flere aksjonærer kan samarbeide om å blokkere et bud fra tredjepart uten at det får andre konsekvenser enn at de etter at det konkurrerende tilbudet er nedkjempet må selge seg ned til under tilbudsgrensen. For minoritetsaksjonærene innebærer dette at de har mistet muligheten til å selge sine aksjer til en budgiver uten at de aksjonærene som blokkerte budet plikter å fremsette et tilbud i henhold til vphl § 4-10 fjerde ledd.

Man kan ikke – slik børsstyret mente - finne støtte for en nedsalgsrett i lovens regler om tvangssalg av aksjer: Det fremgår av NOU 1996:2 at utvalget ikke foreslo at tvangssalg skulle kunne brukes som sanksjon ved manglende oppfyllelse av tilbudsplikten. Utvalgets forslag til ny § 4-20 ga bare rett til tvangssalg der fristen for salg etter §4-9 overskrides. Ved unnlatelse av å gi pliktig tilbud var sanksjonen tvangsmulkt, dvs. at tilbudet skulle fremtvinges.

Utvalget sier i NOU 1996:2 pkt 9.3.12.2 (til ny § 4-8 og 4-9): "Dersom det ikke fremsettes tilbud i samsvar med meldingen, legger utvalget til grunn at børsen normalt må benytte de sanksjonsmuligheter som foreligger, for å tvinge frem et tilbud." Retten forstår utvalget slik at alternativet til fremtvingelse av tilbud er en dispensasjon i særlige tilfeller etter § 4-8 annet ledd. (Se nedenfor under rettens punkt 4.3.1)

Oslo børs uttalte i sin høringsuttalelse at tvangsmulkt og nektelse av stemmerett kunne være utilstrekkelig som sanksjon i visse tilfeller. Departementet var enig i det, jf Ot.prp. nr 29 (1996-97) punkt 9.2.16. Som en følge av dette fikk § 4-20 en utforming som ga hjemmel for tvangssalg også der tilbudsplikten ikke oppfylles. Tingretten bemerker at det her ikke etableres noen rett for den tilbudspliktige, men en nødutgang for børsmyndighetene der tilbudsplikten ikke oppfylles, og de normale sanksjonsmulighetene ikke fører frem.

Etter dette er tingretten kommet til at Seadrill ikke har rett til å fralegge seg tilbudsplikten etter eget valg som følge av børsforvaltningens vedtak om å oppheve godkjenningen av selskapets pliktige tilbud.

4.3. Dispensasjon fra tilbudsplikten.

4.3.1. Spørsmålet om loven gir børsforvaltningen en diskresjonær adgang til å innvilge unntak fra tilbudsplikten etter at den tilbudspliktige har gitt melding om at han vil fremsette pliktig tilbud.

Dersom det ikke gis melding etter vphl. § 4-8 første ledd, eller tilbudsplikten på annen måte bestrides, "skal børsen treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser", jf § 4-8 annet ledd.

Bestemmelsen er i overensstemmelse med Verdipapirhandellovutvalgets innstilling, NOU 1999:2. I spesialkommentarene til den enkelte bestemmelse viser utvalget til merknadene i utredningens punkt 9.3.12.2. Utvalget tar der utgangspunkt i at det foreslås nye meldepliktregler (i § 4-8). Det skal gis melding straks tilbudspliktgrensen er overskredet. Hvis den tilbudspliktige forsømmer å gi melding, kan det gi grunnlag for løpende tvangsmulkt.

Utvalget uttaler videre: "Det vil imidlertid kunne oppstå situasjoner der bakgrunnen for at melding ikke sendes er at vedkommende aksjonær bestrider grunnlaget for tilbudsplikt. Utvalget foreslår en egen bestemmelse om at børsen i slike tilfeller skal treffe vedtak om de spørsmål aksjonærenes innsigelser reiser. Vedtaket vil kunne påklages til børsklagenemnden etter de alminnelige regler som gjelder for slike klager.

Etter utvalgets syn vil en bestemmelse som foreslått medføre en bedre avklaring av tvilsspørsmål knyttet til tilbudsplikten, enn en fremgangsmåte der børsen indirekte tar stilling til grunnlaget for tilbudsplikten gjennom et sanksjonsvedtak. Det legges til grunn at børsen i tillegg til selve grunnlaget for tilbudsplikten også tar stilling til den videre prosedyre i saken, herunder eventuelle særlige frister for å fremsette tilbud, bruken av aksjonærrettigheter i perioden inntil tilbud er gitt, mv.....

..... Utvalget er oppmerksom på at det i praksis kan oppstå særlige tilfeller, der både rimelighetshensyn overfor tilbyder og hensynet til minoritetsaksjonærene, kan tilsi at det gis anledning til nedsalg selv om det er gitt melding om at tilbud vil fremsettes. Utvalget antar at slike særlige tilfeller vil finne sin løsning gjennom børsens praksis.....”

Retten forstår det slik at utvalget her foreslår at børsforvaltningen gis en diskresjonær adgang til å gjøre unntak fra tilbudsplikten etter at den tilbudspliktige har gitt melding om at tilbud vil bli fremsatt. Henvisningen fra spesialkommentaren knyttet til § 4-8, må innebære at utvalget mente at § 4-8 annet ledd skulle gi hjemmel for en slik dispensasjonsadgang. Forslaget er begrunnet med at det foreligger et reelt behov i særlige tilfelle, og utvalget formulerer et skjønnskriterium.

Forslaget er ikke kommentert av departementet i Ot. prp nr 29 (1996-97) punkt 9.2.11 som gjelder ny § 4-8 og § 4-9. Departementet uttaler seg bare om de alminnelige regler:

”Departementet slutter seg på denne bakgrunn til utvalgets forslag om at melding om salg kan endres til melding om fremsettelse av tilbud. Det foreslås presisert at tilbud også i slike situasjoner må fremsettes senest innen fire uker etter at tilbudsplikten inntrådte. Departementet slutter seg til utvalgets vurderinger av at den tilbudspliktige ikke skal kunne omgjøre melding om fremsettelse av tilbud til melding av salg. Dersom det ikke fremsettes tilbud i samsvar med meldingen, bør børsen benytte de sanksjonsmuligheter som foreligger, for å fremtvinge et tilbud.”

Departementet nevner ikke i proposisjonen utvalgets forslag om en diskresjonær dispensasjonsadgang i disse tilfellene. På den annen side har ikke departementet reservert seg mot forslaget på det punkt. Tingretten er enig med børsstyrt i at dersom departementet mente å utelukke denne sikkerhetsventilen, ville det – på bakgrunn av det fremsatte forslag - vært naturlig om dette var nevnt og behandlet i departementets merknader. Departementet ville formodentlig også brukt en tydeligere angivelse enn at børsen "bør" bruke sanksjoner der tilbud ikke fremsettes. Ikke minst har departementets lovforslag, som Stortinget sluttet seg til, fått en ordlyd som ikke utelukker at børsmyndighetene gir tillatelse til nedsalg.

Det er her snakk om en sikkerhetsventil i særlige tilfeller der ”både rimelighetshensyn overfor tilbyder og hensynet til minoritetsaksjonærene”, kan tilsi at det gis anledning til nedsalg. Det synes å ligge i merknaden fra utvalget at dette er en hjemmel som det sjeldent vil være aktuelt å bruke. Det kan også tenkes at det er årsaken til at departementet ikke kommenterer forslaget.

Når det foreligger et så vidt klart forslag fra Verdipapirhandellovtvalget, med henvisning til en lovhjemmel som senere vedtas av Stortinget uendret, synes tingretten at det ligger nærmest å forstå bestemmelsen slik utvalget har tolket den. Men spørsmålet er temmelig tvilsomt.

4.3.2. Den konkrete skjønnsmessige vurdering.

SeaDrill har gitt melding etter § 4-8 første ledd, og har for så vidt ikke bestridt at selskapet har tilbudsplikt. Men når SeaDrill bestrider at tilbudsplikt foreligger på konsolidert grunnlag, kan man vel i relasjon til § 4-8 annet ledd si at tilbudsplikten ”på annen måte

bestrides". Oslo Børs kunne derfor gi adgang til nedsalg etter en skjønnsmessig avveining og rimelighetsvurdering.

Skjønnskriteriet er her om "både rimelighetshensyn overfor tilbyder og hensynet til minoritetsaksjonærene" tilsier at det gis anledning til nedsalg.

SeaDrill har for tingretten påberopt seg de rimelighetshensyn som børsstyret har funnet er til stede, jf børsstyrets protokoll av 15.11.06 ved oversendelsen av klagen til Børsklagenemnda:

"Børsens skjønnsutøvelse fremkommer i Vedtaket. Det legges til at konsolideringen her bygger på konkrete vurderinger på et område hvor det ikke finnes uttrykkelig praksis fra før. Det er derfor ikke - som her - alltid åpenbart når det er grunnlag for konsolidering. En aksjonær som blir overrasket av et konsolideringsvedtak bør ha mulighet til å gjøre sin beslutning om tilbud eller nedsalg ut fra de forutsetninger som foreligger på det tidspunktet. At en slik mulighet kan gi grunnlag for spekulasjoner og hemmeligholdelse av konsolideringsgrunnlag er et argument mot at nedsalgsalternativet er i behold. Det er uheldig at en aksjonær kan være i en tilbudspliktsituasjon uten å fremme tilbud eller selge seg ned fordi dette ikke er kjent. Nedsalg er imidlertid også en reaksjon som normalt vil ha negative økonomiske og strategiske konsekvenser for tilbyder. Dette vil åpne for at også andre interessenter kan by på kontrollen i selskapet og aksjonærene igjen kan få realisert en eventuell kontrollpremie. Aksjonærene kan vanskelig sies å ha noen berettiget forventning om et tilbud, som reflekterer aksjekursene i april. Den forventning som vphl. § 4-8 tredje ledd skal beskytte er et tilbud basert på SeaDrills aksjekjøp dvs. NOK 92 pr. aksje. Når aksjene handles på kurser langt over NOK 100 i lengre tid, er det vanskelig å se at hensynet til aksjonærene taler i mot å tillate nedsalg i et tilfelle som dette. Dersom tilbudsplikten fullt ut skulle vært et vederlag før passering av tilbudspliktgrensen, skulle tilbudet og evt. kompensasjon vært gitt til aksjonærene i selskapet i april 2006, og ikke de som er aksjonærer i dag."

Børsklagenemnda har i sitt vedtak inntatt det standpunkt at børsmyndighetene ikke hadde hjemmel for å innrømme SeaDrill noen nedsalgsrett. Nemnda har i vedtaket sitt likevel prøvet om rimelighetshensyn tilsier at SeaDrill gis nedsalgsrett. Tingretten forstår det slik at nemnda har foretatt en subsidiær prøvelse.

Nemnda viste som tidligere nevnt til at det må legges til grunn at tilbyderen har kunnskap om de forhold som begrunner tilbudsprisen. Følgelig bør resultatet av børsens kontroll ikke være overraskende for tilbyderen. Ved eventuell uenighet om tilbudsprisen, kan ikke tilbyderen trekke budet, men han kan påklage børsens avgjørelse. Videre bemerkes vedrørende rimeligheten:

"Det foreligger heller ingen rimelighetshensyn som tilsier noen nedsalgsrett. Det er børsklagenemndens oppfatning at det ble tilbakeholdt vesentlige opplysninger om TRS-avtalene, de faktiske forhold som ga grunnlag for konsolidering, og prisen som Carnegie hadde betalt innenfor 6 måneders perioden. SeaDrill var selvfølgelig kjent med prisen og transaksjonene. Det er således ikke urimelig at SeaDrill må gjennomføre det pliktige tilbudet til korrekt pris."

Børsklagenemnda uttaler også: "Børsstyret har, som et argument for å tillate nedsalg, vist til at SeaDrills melding bare skapte en forventning hos aksjonærene om en tilbudspris på kr

92 per aksje. Faktum er imidlertid at meldingen som ble gitt fra SeaDrill ikke nevnte noen pris og ikke skapte noen forventning om en bestemt tilbudspris. Aksjonærene har selvsagt hatt en forventning om at det ville bli fremsatt en tilbudspris i samsvar med vphl § 4-10 fjerde ledd.

Tingretten bemerker at vphl. § 4-8 annet ledd gir anvisning på et såkalt diskresjonært vedtak, - dvs. en skjønnsmessig avgjørelse, der loven overlater til forvaltningens egen vurdering om det skal gis dispensasjon. Retten har ikke kompetanse til å overprøve avveiningen av de ulike hensyn som her gjør seg gjeldende for å mot å gi dispensasjon., jf Erik Boe, Hvor fritt er det frie forvaltningsskjønnet, Jussens venner 1981 side 37 flg. (40-41).

Retten kan likevel prøve om børsklagenemnda har basert sin avgjørelse på de hensyn som er relevante etter loven. Tingretten anser at børsklagenemnda har foretatt en interesseavveining mellom partene og en rimelighetsvurdering, og det fremgår av vedtaket forøvrig at nemnda har tatt i betraktning de reelle hensyn som her gjør seg gjeldende.

Selv om domstolene ikke overprøver subsumsjonen eller det diskresjonære skjønnet, kan retten prøve om det foreligger noen form for myndighetsmisbruk. Myndighetsmisbruk er ikke påstått her, og kommenteres derfor ikke.

5. Saksbehandlingsfeil.

SeaDrill påberoper at Børsklagenemnda ikke har vurdert å innvilge nedsalgsrett etter § 4-8 annet ledd. Her foreligger en saksbehandlingsfeil i form av mangelfull begrunnelse.

Tingretten tolker nemnda slik at den foretar en subsidiær prøvelse av om diskresjonære hensyn kan føre til nedsalgsrett. Det fremstår som klart at nemnda og børsstyret har hatt helt ulik vurdering av rimeligheten av en tilbudsplikt uten nedsalgsrett.

SeaDrill gjør også gjeldende at Børsklagenemnda har basert seg på feil faktum når den har lagt til grunn at Ocean Rig fremla et tilbud. Det var bare en betinget kjøpsordre. Ocean Rig fremsatte heller ikke ett sammenhengende tilbud slik nemnden bygger på. Ocean Rigg henvendte seg to ganger til aksjonærene i Eastern.

Tingretten er enig med Oslo Børs i at det er ikke holdepunkter for å anta at Børsklagenemnda ikke var klar over at Ocean Rig ikke fremmet ett tilbud, men to. Det samme gjelder innsikt i at det ble gitt en betinget kjøpsordre, og ikke et frivillig tilbud etter § 4-18. Det har heller ingen betydning her. Det avgjørende er at Børsklagenemnda baserte seg på rett faktum da den la til grunn at Ocean Rig utfordret SeaDrills dominans i Eastern i april 2006, og at utfordringen var foranledningen for TRS-avtalene.

SeaDrill anfører at Ocean Rig opptrådte ulovlig ved ikke å tilkjenne sin identitet, jf § 4-13 nr 1. Selskapet opptrådte ulovlig ved ikke å ha tilkjenne en finansiering av et eventuelt oppkjøp, jf § 4-13 nr 7. Det var i strid med god forretningsskikk å ikke meddele økningen av pris, samt å la vesentlige opplysninger tilflyte markedet på annen måte enn gjennom børsmelding, jf §§ 2-9 og 9-2.

Tingretten bemerker at det er naturlig at reglene for tilbudsdokumenter i h.t. § 4-13 ikke er fulgt når det ikke fremsettes tilbud etter § 4-18. Disse formelle kravene er ikke kommentert av nemnda fordi SeaDrill ikke hadde gjort disse punktene til noe tema i klagesaken. Det avgjørende er også her at Børsklagenemnda baserte seg på rett faktum da den la til grunn at Ocean Rig utfordret SeaDrills dominans i Eastern i april 2006.

SeaDrill anfører at Børsklagenemnda i SeaDrills disfavør har lagt til grunn at SeaDrill og Carnegie unnløt å melde TRS-avtalene. Meldeplikten bestrides.

Børsstyret uttaler følgende om meldeplikt og flaggeplikt:

”Som det fremgår over har SeaDrill unnløt å melde samtlige TRS-avtaler til tross for at de på grunn av sitt eierskap i Eastern var representert i styret og derved var meldepliktige etter vphl. § 3-1. Carnegie har heller ikke flagget sine erverv av hedgeaksjer etter vphl. § 3-1 (feilskrift for 3-2) selv om de vel eide aksjer og/eller rett til å erverve aksjer for mer enn 10 prosent. Carnegie har heller ikke meldt TRS-transaksjonene til børsen iht. forskrift av 20. januar 1999 nr. 26 om verdipapirforetaks plikt til å gi melding til børsen om handel i ikke-børsnoterte opsjoner og terminer som gjelder kjøp eller salg av finansielle instrumenter i Norge. Forskriften er særskilt omhandlet i børs sirkulære 1/2003 der det også fastslås at den tolkes til å gjelde rent finansielle posisjoner; en tolkning som da var avklart med Kredittilsynet og senere bekreftet av Finansdepartementet.”

Børsstyret tok dette opp i konsolideringsvedtaket fordi manglende melding og flagging innebar at markedet og børsen ikke fikk noen informasjon om transaksjonene. Børsstyret mente derfor at SeaDrill hadde seg selv å takke for at spørsmålet om konsolidering kom opp så lang tid i etterkant, og at det kan føre til store praktiske og økonomiske konsekvenser for SeaDrill.

Børsklagenemnda nevner i tillegg dette som en indikasjon på at SeaDrill og Carnegie samarbeidet. Nemnda nevner at SeaDrill har bestridt meldeplikten, men finner ikke grunn til å ta stilling til det spørsmålet.

Tingretten bemerker at spørsmålet om lovligheten av SeaDrills unnløtelse ikke har vært av betydning for nemndas avgjørelse. Poenget er at SeaDrill har hatt en oppfordring til å melde fra til markedet og børsen om transaksjonene. Det samme hadde SeaDrills representant, Carnegie. SeaDrill kan derfor ikke beklage seg over at vedtaket i saken kommer sent. Det må man kunne ta hensyn til ved rimelighetsvurderingen. Et systematisk hemmelighold kan også være et moment ved bevisvurderingen m.h.t. om partene har samarbeidet med sikte på kontrollen over Eastern.

Tingretten legger sivilrettslig og prejudisielt Oslo Børs lovforståelse til grunn slik den fremkommer i rundskriv 1/2003. Det er naturlig å tolke lovens ordlyd i overensstemmelse med vanlig språkbruk og økonomisk teori. Hensynet bak meldepliktreglene for handel med aksjer gjør seg i sterk grad også gjeldende ved handel med derivater. Tingretten anser derfor at SeaDrill hadde meldeplikt. Carnegie har etter det opplyste fått et forelegg på kr. 400.000 for overtredelse av flaggeplikten som i alle fall foreløpig ikke er vedtatt.

SeaDrill anfører at Børsklagenemnda ikke har vurdert om det konsolideringsgrunnlaget

som den mente forelå i april 2006 fortsatt bestod på tidspunktet for SeaDrills aksjeerverv den 7. september 2006.

Tingretten er enig med Oslo Børs i at Børsklagenemndas avgjørelse må forstås slik at den har vurdert og lagt til grunn at SeaDrill og Carnegie var nærstående helt frem til tilbudsplikten ble utløst den 7. september. Nemnda bemerker på side 26 at samarbeidet varte noen måneder. Når samarbeidets varighet ikke var bestridt for nemnden, hadde den ikke foranledning til å kommentere dette nærmere.

Tingretten er etter dette kommet til at det ikke foreligger feil som kan ha virket inn på avgjørelsen. Det er derfor ikke grunnlag for å kjenne vedtaket ugyldig som følge av feil ved saksbehandlingen.

6. Oppsummering.

Børsstyret traff den 25.10.06 vedtak om opphevelse av Oslo Børs' vedtak av 17.09.06 om godkjenning av SeaDrills pliktige tilbud. Det var dette vedtaket fra børsstyret som SeaDrill påklaget den 09.11.06.

Børsklagenemnda har formulert et "vedtak" eller en slutning som kan synes litt uheldig i punkt 1. Retten forstår imidlertid nemndas vedtak – ut fra hva som var gjenstand for prøvelse og ut fra nemndas egne drøftelser - slik at man stadfestet børsstyrets vedtak av 25.10.06 for så vidt gjelder opphevelsen av godkjenningen av SeaDrills pliktige tilbud. Begge instanser begrunnet opphevelsen av godkjenningen med at det forelå grunnlag for konsolidering.

SeaDrill har formulert sin prinsipale påstand som et angrep på vedtaket om konsolidering, men retten kan ikke se at det er truffet et eget konsolideringsvedtak.

Retten er kommet til at Børsklagenemndas vedtak er gyldig. Det gjelder også vedtaket om at SeaDrill ikke har nedsalgsrett, og følgelig må fremsette nytt tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i Esteren Drilling.

Oslo Børs ASA blir etter dette å frifinne.

7. Saksomkostninger.

Saken har reist to hovedspørsmål, - for det første om det forelå grunnlag for å konsolidere SeaDrill og Carnegie med virkning for prisfastsettelsen under det pliktige tilbudet. Dernest var spørsmålet om SeaDrill som alternativ til nytt tilbud kunne selge seg ned under tilbudspliktgrensen.

Retten har kommet til at Børsklagenemnda må frifinnes, og Oslo Børs ASA har vunnet saken i sin helhet. Saksomkostningsspørsmålet avgjøres etter tvml. § 172. I h.t. hovedregelen i første ledd skal den som taper saken erstatte motpartens saksomkostninger. Etter annet ledd kan det gjøres unntak hvis saken var så tvilsom at det var fyldestgjørende grunn for den tapende part til å la den komme for retten.

Retten har forståelse for at SeaDrill ønsket saken prøvet for domstolene. Oslo Børs hadde i børssirkulære 1/2003 behandlet spørsmålet om tilbudsplikt ved handel med finansielle derivater. Som nevnt under punkt 2.1.4 i dommen, nevnes det ikke noe om at tilbudsplikt kan bli utløst på konsolidert grunnlag, og sirkulæret gir ingen veiledning i forhold til dette.

Børsstyret og Børsklagenemnda kom til forskjellig resultat når det gjaldt nedsalgsrett som alternativ til nytt tilbud. Det fremkommer at børsstyret sto sterkt på sitt synspunkt i vedtaket av 25.10.06 som ble utdypet i børsstyrets protokoller av 15.11.06 og 24.01.07. De to fagorganene som begge har høy kompetanse på området, sto således sterkt mot hverandre på et viktig punkt i saken. Etter at nemnda hadde truffet sitt vedtak den 12.12.06, anmodet børsstyret i protokoll av 24.01.07 nemnda om å vurdere å omgjøre sitt vedtak. Det er svært uvanlig at et underordnet organ går til et slikt skritt, og kunne indikere at børsstyret anså nemndas vedtak som ugyldig på det punkt.

Børsstyret har også begrunnet en nedsalgsrett med rimelighetsbetraktninger, - bl.a. nevnes at konsolideringen bygger på konkrete vurderinger på et område hvor det ikke finnes uttrykkelig praksis, og at konsolideringsvedtaket som følge av det kom overraskende.

SeaDrill har vunnet frem på ett punkt når det gjelder rettsanvendelsen, idet tingretten er enig med børsstyret i at vphl. § 4-8 annet ledd gir lovhjemmel for å innvilge nedsalgsrett, men tingretten har ikke funnet grunnlag for å sette Børsklagenemndas konkrete skjønnsutøvelse til side.

Retten har ved domsavsigelsen ikke vært i spesiell tvil om utfallet av saken. Det fremgår imidlertid av rettens drøftelse at saken er komplisert, hvilket begge parter også har gitt uttrykk for. De rettsspørsmålene saken reiste er ikke tidligere avklart i domstolene.

Retten er etter dette kommet til at hver part bør dekke egne omkostninger.

D o m s s l u t n i n g:

1. Oslo Børs ASA frifinnes.
2. Saksomkostninger tilkjennes ikke.

Retten hevet

Hallvard G. Johnsen

Dommen kan påankes til lagmannsretten. Anken må erklæres direkte for tingretten innen 1 – en – måned fra dommen er forkynt.