



BORGARTING LAGMANNSRETT



Avsagt:

Saksnr.: 08-027119ASI-BORG/03

Dommere:

Lagdommer	Egil F. Jensen
Kst. lagdommer	Ole Nyfløt
Ekstraordinær lagdommer	Ola R. Melheim

La stå!

Partskonstellasjon mangler
fordi avgjørelse ikke er
valgt.

Saken gjelder gyldigheten av børsklagenemndens vedtak i sak om pliktig tilbud etter reglene i verdipapirhandelloven av 19. juni 1997 nr. 79 kap 4, herunder om det er grunnlag for konsolidering mellom et meglerforetak og kunde ved bruk av "total return swap-avtaler" (TRS), konsolideringens betydning for tilbudsprisen og spørsmålet om nedsalgsrett etter loven §§ 4-9, jfr 4-8.

SeaDrill Limited, i det følgende også omtalt som SeaDrill, er et offshoreselskap, notert på Oslo bør. Selskapet som ble stiftet i mai 2005 og er registrert på Bermuda. Indirekte er John Fredriksen SeaDrills hovedeier og styreleder, mens Tor Olav Trøim er direktør og en sentral person i det som omtales som Fredriksen-gruppen. På den tid saken gjelder, var Trøim styremedlem i SeaDrill.

Smedvig ASA, i fortsettelsen også benevnt Smedvig, ble stiftet i 1989 med hovedkontor i Stavanger. Smedvig eide og drev en stor og moderne flåte av borefartøyer konstruert for leteboring offshore etter olje og gass. Ved årsskiftet 2005-06 var SeaDrill interessert i Smedvig, spesielt på grunn av Smedvigs driftsorganisasjon.

I desember 2005 overtok det amerikanske selskapet Noble Corporation en aksjepost med over 39 % av stemmene i Smedvig. Etter initiativ fra daværende sjefmegler Anders Onarheim i Carnegie ASA - heretter Carnegie - som er et norsk meglerhus/verdipapirforetak, lyktes SeaDrill i slutten av januar 2006 å kjøpe aksjer som ga en eierandel over 50 % av stemmene i Smedvig. I februar ble det valgt nytt styre i Smedvig med flertall bestående av bl. a. John Fredriksen og Tor Olav Trøim. Kort tid senere overtok SeaDrill alle aksjene i Smedvig. Senere skiftet Smedvig navn til SeaDrill Norge AS.

Smedvig eide 39,75 % av aksjene i Eastern Drilling ASA, også omtalt som Eastern. Eastern ble stiftet som et norsk aksjeselskap i slutten av 2004 av verdipapirforetaket /meglerhuset First Securities ASA - heretter First - med en forholdsvis beskjedne aksjekapital. First involverte seg i prosjektet som følge av et ønske om å tjene på finansiering og finansiell rådgivning i forhold til selskapet. Dette hadde sammenheng med at First hadde sterk tro på boremarkedet, med forventninger til høy oljepris og mye leteboring. På vegne av Eastern hadde First inngått en avtale i form av et "Letter of intent" med Samsung-verftet i Korea for bygging av to rigger. For å kunne reise kapital, måtte man få inn en industriell eier med posisjon i markedet. Dette var bakgrunnen for at Smedvig gikk inn på eiersiden, med den følge at Eastern ble børnotert og den første riggen ble kontrahert. Smedvig bidro på ingeniørsiden med krav til byggespesifikasjoner og -oppfølging, og påtok seg også markedsføring og management for riggene fra levering. Eastern var derimot et rent eierselskap. Ved årsskiftet 2005-06 kjøpte Smedvig seg opp til en eierandel på 39,75 %. Rigg nr 2 ble kontrahert i juni 2006.

I forbindelse med etableringen av Eastern ble det opptatt et obligasjonslån som kunne konverteres til etter hvert 4.250.000 Eastern-aksjer, i tillegg til de om lag 20 millioner

aksjer som allerede var utstedt. Långiver var selskapet Lime Rock Partners - heretter Lime Rock - basert i USA med John Reynolds som en sentral person. Når antall aksjer i Eastern beskrives i det følgende med tilføyelsen "på utvannet basis", menes antall aksjer inkludert de som kunne konverteres. For ordens skyld bemerkes at det ikke skjedde noen slik omdannelse i den perioden denne saken gjelder. Lagmannsretten tilføyer også at det i midten av juni 2006 ble foretatt en aksjeemisjon i Eastern til kurs kr 90, som økte antall aksjer fra ca 20 millioner til om lag 33,3 millioner.

Ocean Rig ASA - forkortet Ocean Rig - er et større offshoreselskap basert i Stavanger, som bl. a. eier og opererer to av verdens største og mest moderne rigger for spesielt dype og vanskelige farvann. Ocean Rig med Geir Aune som den helt dominerende person, ga den 28. mars 2006 en kjøpsordre til First på kjøp av minst 50 % av aksjene i Eastern. Ordren var "alt eller ingenting" med frist til dagen etter og en kjøpspris på kr 125 per aksje. Eastern og First kunngjorde den 29. mars at forsøket hadde funnet sted uten at det hadde ført frem, og uten å nevne kundens navn. Ocean Rig gjorde et nytt forsøk i perioden 5.-7. april. Budet var da på kr 130 per aksje som i løpet av den 6. april ble hevet til kr 135. Kl. 10 den 6. april ble det offentliggjort at Ocean Rig sto bak tilbudet. I ettertid er fremkommet at Ocean Rig på et visst tidspunkt hadde mottatt tilsagn om kjøp av ca 47 % av aksjene, men at dette falt til 44 % om morgenen den 7. april. Ocean Rig mente det var for lavt, lot kjøpsordren utløpe og gjorde så vidt vites ikke flere forsøk på å kjøpe seg inn i Eastern.

Den 6. april inngikk SeaDrill og Carnegie den første av i alt åtte såkalte 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 etter verdipapirhandelloven. Det sentrale spørsmål i foreliggende tvistesak er omstendighetene i forbindelse med disse avtalene, særlig bakgrunnen for avtalene og hvorfor partene inngikk slike avtaler.

På s. 6-10 i dommen har tingretten gitt en nærmere beskrivelse av TRS-avtaler i sin alminnelighet og de konkrete avtaler mellom SeaDrill og Carnegie. Det som her fremkommer synes - med ett unntak for deler av et avsnitt på s. 9 som lagmannsretten har utelatt - ikke omstridt, og lagmannsretten gjengir derfor følgende fra tingrettsdommen:

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 tilbyderen 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 avtaleperioden. 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 tilbydereren.

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 aksjeholdning. 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 tolkningsuttalelser knyttet til finansielle derivater generelt, herunder insidereguleringen, 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, ifølge 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 småtter, 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. bekreftelsen 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 rullering. 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 avtaletype der aksjene selges til en ny aktør, men samtidig under forutsetning om tilbakekjøp på et gitt tidspunkt (REPRO-forretning”).

Av verdipapirhandelloven § 4-1 første ledd fremgår at den som erverver aksjer som representerer mer enn 40 % av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk børs, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjer i selskapet. Etter bestemmelsens 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 § 4-5 er videre fastsatt at i forhold til reglene om tilbudsplikt regnes "like med aksjeeierens egne aksjer", aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 1-4. Med nærstående menes bl. a. selskap innen samme konsern (nr 3), selskap der vedkommende har innflytelse som nevnt i aksjeloven (nr 4) eller i forhold til 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"(nr 5).

SeaDrill sendte den 7. september 2006 en melding til Oslo Børs ASA - heretter også omtalt som børsen - om at selskapet hadde kjøpt 205.000 aksjer i Eastern. Etter ervervet hadde selskapet 40,05 % av aksjene i Eastern, og det ble opplyst at man ville fremsette et pliktig tilbud om kjøp av utestående aksjer. Neste dag meldte SeaDrill at selskapet hadde overtatt ytterligere aksjer i Eastern og nå var kommet opp i 60,43 % av aksjene. Den 15. september fremsatte SeaDrill det annonserte tilbud til kurs kr 92 per aksje, som ble godkjent av børsen den 17. september. SeaDrill gjorde ikke kjent at mesteparten av de ervervede aksjene var de samme som Carnegie hadde kjøpt som sikringsaksjer. Verken SeaDrill eller Carnegie hadde for øvrig gitt noen form for offentlig melding eller opplysninger om TRS-avtalene eller sikringsaksjene i tiden fra den første avtalen ble inngått frem til det pliktige tilbud ble fremsatt. Dette kom først frem i et brev av 28. september fra SeaDrill og Carnegie etter at børsen hadde mottatt henvendelse fra Eastern og stilt spørsmål til SeaDrill om det var ervervet aksjer til høyere kurser enn kr 92.

Etter klage fra andre aksjonærer i Eastern opphevet styret i Oslo Børs den 25. oktober 2006 sitt tidligere vedtak om godkjenning av det pliktige tilbud. Børsstyret la til grunn at det var grunnlag for konsolidering mellom SeaDrill og Carnegie, og at den tilbudte pris kr 92 per aksje ikke reflekterte de aksjer Carnegie kjøpte den 6. april. Opphevelsen innebar at

SeaDrill pliktet å gi et nytt tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i Eastern, eller selge aksjer slik at tilbudsplikten bortfalt.

Vedtaket ble påklaget av SeaDrill og flere aksjonærer i Eastern. SeaDrills klage gjaldt opphevelsen av den første godkjennelsen, mens de øvrige klagere var rettet mot at SeaDrill var gitt mulighet for å selge seg ned.

Børsklagenemnden traff den 12. desember 2006 vedtak som innebar stadfestelse av børsstyrets avgjørelse om konsolidering og tilbudsplikt. I motsetning til børsstyret fant klagenemnden imidlertid ikke at SeaDrill kunne unngå tilbudsplikt ved å selge seg ned. Klagenemnden tok i denne forbindelse avstand fra børsstyrets syn om at myndighetenes vedtak om konsolidering ledet til et nytt grunnlag for konsolidering. Nemnden tilføyde for øvrig at det "foreligger heller ingen rimelighetshensyn som tilsier noen nedsalgsrett". En senere anmodning fra børsstyret til klagenemnden om å omgjøre standpunktet om ikke å tillate nedsalg, ble ikke etterkommet.

Etter lovens ordning skal tilbudsprisen avgjøres i forbindelse med at aksjeerververen forelegger et pliktig tilbud til godkjennelse. Ettersom SeaDrills tilbud ikke var godkjent uten at det dermed var fastlagt hva tilbudsprisen skulle være, forutsatte børsen at SeaDrill fremsatte et nytt tilbud med høyere pris. Dette førte til en diskusjon mellom SeaDrill og børsen utover i begynnelsen av 2007 om hvordan man skulle forholde seg. Etter at det var truffet vedtak om tvangsmulkt fremsatte SeaDrill i april 2007 et tilbud på kurs kr 135 per aksje. Dette var det høyeste Carnegie hadde betalt for aksjer i Eastern.

Ved stevning av 7. mars 2007 til Oslo tingrett reiste SeaDrill Limited søksmål mot Oslo Børs ASA med påstand om at pkt 1 i vedtak fra børsklagenemnden av 12. desember 2006 om å stadfeste konsolidering av SeaDrill og Carnegie kjennes ugyldig. Subsidiært ble påstått at avgjørelsen om å pålegge tilbudsplikt uten alternativ adgang til nedsalg skulle kjennes ugyldig. Oslo Børs innga tilsvar med påstand om frifinnelse.

Den 13. juni 2007 fremmet staten v/Finansdepartementet begjæring om å opptre som hjelpeintervenient for børsen i henhold til børsloven § 7- 3 annet ledd. Staten støttet Oslo Børs' anførsler og nedla påstand om at Oslo Børs frifinnes. Verken SeaDrill eller børsen hadde bemerkninger til intervensjonen. Noe senere fremsatte staten en subsidiær anførsel om at SeaDrill - uavhengig av spørsmålet om konsolidering - var forpliktet til å oppjustere tilbudsprisen til minst kr 132,706 per aksje. Børsen sluttet seg til denne anførselen.

Videre nevnes at SeaDrill den 8. juni 2007 har reist søksmål (Oslo tingretts sak nr 07-089603TVI-OTIR/05) mot Oslo Børs og staten v/Finansdepartementet med krav om erstatning oppad begrenset til 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 børsklagenemndens vedtak.

I saken her om gyldigheten av børsklagenemndens vedtak avsa Oslo tingrett den 3. desember 2007 dom med slik domsslutning:

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

For nærmere enkeltheter vedrørende saksforholdet vises til tingrettens dom og lagmannsrettens bemerkninger nedenfor.

SeaDrill Limited har anket dommen til Borgarting lagmannsrett. Oslo Børs ASA har inngitt tilsvaer, og staten v/Finansdepartementet har ogsaa for lagmannsretten fremmet begjæring om hjelpeintervensjon til støtte for børsen. Lagmannsretten konstaterer at det ikke er fremkommet innvendinger til begjæringen.

Ankeforhandling er holdt i tiden fra 27. januar til 6. februar 2009 i Borgarting lagmannsretts hus i Oslo. Partene var representert ved sine prosessfullmektiger. I tillegg møtte rettslige medhjelpere for SeaDrill og børsen. For SeaDrill møtte dessuten Tor Olav Trøim og for Oslo Børs børsdirektør Bente A. Landsnes. Begge fulgte deler av forhandlingen, og Trøim avga ogsaa forklaring som part. I tillegg ble avhørt 9 vitner, herunder John Reynolds som var nytt vitne for lagmannsretten. Om bevisføringen for øvrig vises til rettsboken.

Den ankende part, **SeaDrill Limited**, har i hovedtrekk anført:

SeaDrill gjør prinsipielt gjeldende at de inngåtte TRS-avtaler ikke gir grunnlag for å konsolidere SeaDrill og Carnegie etter verdipapirhandelloven § 4-5 første ledd, jfr. § 1-4 nr 5.

Konsolidering har tradisjonelt vært begrunnet med utgangspunkt i påvisning av konkrete relasjoner mellom partene. I saken her er det imidlertid TRS-avtalene i seg selv som søkes regulert. Dette lar seg verken harmonere med børsens rundskriv 1/2003 eller med legalitetsprinsippet, som gjør seg gjeldende med styrke på dette området. Innskjerping av reglene om tilbudspålt og -pris må i tilfelle skje etter en grundig drøftelse og regulering, slik som i England i 2005-2006.

Reglene om pliktig tilbud er innført for å beskytte minoritetsaksjonærer og ikke for å motvirke fornuftige omstruktureringer i næringslivet. Tilbudspålt kan være svært byrdefull for den pliktige, og det er derfor viktig at reglene utformes med sikte på å

balansere hensynet til minoritetsaksjonærer og hensynet til den tilbudspliktige. Nedsalgsrett for den tilbudspliktige er et viktig element i denne balansen. Det påpekes også at tilbudsplikten bare påhviler *erververen* i en konsolidert gruppe. Børsen har således ingen diskresjonær adgang til å utpeke pliktsubjektet.

Et generelt vilkår for konsolidering er det at det er tale om aktiviteter mellom "nærstående". Et avgjørende skille går mellom samarbeid om utøvelse av stemmerett og annen type samhandling. Verdipapirhandelloven gjelder bare for det første alternativ. Noe samarbeid om utøvelse av stemmerett har ikke forekommet i vår sak. Dette er lagt til grunn av børsens organer og tingretten.

Lovtekstens formulering om "bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument" underbygger den ankende parts anførsel. Lovforarbeidene viser at denne ordlyden var ment som en reell begrensning, som for aksjeselskaper forutsatte samarbeid om utøvelse av aksjonærrettigheter. I denne forbindelse er vist til utformingen av tilsvarende regel i tidligere verdipapirlov av 1985, uttalelser i NOU 1996:2 "Verdipapirhandel" s. 114-115 og Ot prp nr 29 (1996-97) s. 21. Tingretten la til grunn at loven omfatter både aksjonær- og eierrettigheter. Dette innebærer å ignorere endringen av loven i 2005. Den ankende parts forståelse skaper også bedre harmoni med hovedregelen i § 4-1 som gjelder utløsning av tilbudsplikt ved erverv av mer enn 40 % av "stemmene", jfr. at det er andel av stemmene som gir kontroll. Det er også vist til børsens uttalelse av 8. november 2002 i Alcoa-saken, der man påpeker at eventuelt samarbeid ikke gjelder "opptreden om bruk av aksjonærinnflytelse". Rundskriv 1/2003, børsens vurdering av Rieber-saken i 2003 og 2005 må også anses å bygge på en slik oppfatning. Det samme gjelder juridisk teori, bl. a. Beckmann m. fl. "Verdipapirhandelloven" s. 65. Dette følger også entydig av svensk, dansk og tysk rett.

Selv om bestemmelsen omfatter mer enn stemmerettssamarbeid, er det uansett ikke grunnlag for å anvende den i saken her. EU-direktivet fra 2004 - det såkalte "takeover-direktivet" - omfatter kontroll, som er noe ganske annet enn å hindre fremstøt fra andre (forhindringssamarbeid), som er påberopt i saken her. Ett og samme tiltak kan for øvrig like gjerne være motivert av ønske om å oppnå høyere bud til glede for alle aksjonærer, som for å forhindre et bud. Dette er det tatt konsekvensene av i de danske regler som gjaldt før direktivet ble innført i Danmark. På dette punkt tar tingretten feil når den fremholder at det å sikre egen dominans og det å forhindre andre i å ta kontroll "er to sider av samme sak".

Konsekvensene av EU-direktivet er drøftet i NOU 2005:17 "Om overtakelsestilbud" s. 24-25. Her omtales bare kontrollalternativet, ikke forhindringsalternativet, og det konkluderes med at gjeldende norsk rett var i samsvar med direktivet. På denne bakgrunn skulle det ifølge NOU-en ikke være behov for å endre loven på dette punkt. Børsklagenemnden har også lagt til grunn at direktivet er i samsvar med norsk rett. Dette må tillegges betydning

ved fortolkning av de aktuelle norske regler. Det er ellers ikke treffende når tingretten argumenterer med at direktivet bare gir minimumsregler, og at den enkelte stat kan gi minoritetsaksjonærer videre beskyttelse. Poenget i denne sammenheng er at norske myndigheter ikke har benyttet denne muligheten.

EU-direktivet er ifølge art 2 nr 1, bokstav a), jfr. bokstav d), begrenset til "offentlige tilbud" (dansk oversettelse), og de samarbeidende personer er definert som "fysiske eller juridiske personer "som samarbejder med tilbudsgiveren eller målselskabet". Nærmere krav til slike tilbud er stillet i art 6 nr 1 og nr 2, og art 9 nr 2. Det er på rene at tilbudet fra Ocean Rig ikke tilfredsstilte disse vilkår og således ikke kunne vært akseptert som et offentlig tilbud. Tilbudet brøt ikke bare med formelle vilkår, men også med det grunnleggende prinsipp om likebehandling av aksjonærene, ettersom det ikke ble fremsatt overfor Smedvig. For at direktivet skulle få anvendelse ville det videre kreves samarbeid med tilbydereren eller målselskapet - d. v. s. Ocean Rig eller Eastern. Det var åpenbart ikke situasjonen.

Dersom EU-direktivet eventuelt også sikter mot forhindringssamarbeid, anføres at det i vår sak uansett ikke er tale om samarbeid av en slik art. Det er vist til implementeringen av direktivet i dansk og svensk rett. For så vidt angår svensk rett er dette gjort i lag (2006:451) "om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden" 5 § nr 4 og nr 5 som omtaler "kontroll", men ikke "forhindring". Dette fremgår også av SOU 2005:58 som gjelder "Takeover-direktivets krav på genomförandeåtgärder" og Aktiemarknadsnämndens uttalelse i sak 2008:47. Norsk børspraksis gir heller ikke grunnlag for en slik mer omfattende konsolideringsregel som er anvendt i vår sak. Nordstjernen-saken er helt spesiell og ble egentlig bedømt som et tilfelle av tradisjonelt stemmerettssamarbeid, mens Havila-saken ble løst på annet grunnlag.

Atter subsidiært anføres at det i hvert fall ikke forelå noen oppkjøpssituasjon som kunne gi grunnlag for konsolidering i vårt tilfelle. Børsklagenemnden vurderte ikke dette forholdet fordi den uriktig anså tilbudet fra Ocean Rig som et "frivillig tilbud" etter lovens system. Tingretten unnlot å gå noen presis anvisning på hva den la i begrepet "oppkjøpssituasjon". I Rieber-saken skal det ikke ha foreligget noen oppkjøpssituasjon til tross for at en økonomisk sterk konkurrent hadde kjøpt seg opp til en aksjeandel på 14 %. På den annen side er det i vår sak lagt til grunn at det foreligger en oppkjøpssituasjon til tross for at det ikke ble fremsatt noe frivillig tilbud. Dette skaper usikkerhet og en mangel på forutberegnelighet som markedsmessig er u håndterbar. Spesielt komplisert blir det å avgjøre hvor lenge etter den 7. april 2006, da Ocean Rig sendte ut en børs melding om at man ikke hadde oppnådd det ønskede antall aksjer, at det i tilfelle skulle foreligge en oppkjøpssituasjon.

I september forelå det i hvert fall ingen oppkjøpssituasjon. Ocean Rig vurderte ikke nye fremstøt etter begynnelsen av april, og ingen andre ga signaler om interesse. Dette

understrekes av at det var relativt liten interesse for Eastern-emisjonen i juni. Situasjonen i september må imidlertid vurderes fordi grunnlaget for konsolidering må foreligge når det erverv foretas som utløser tilbudsplikt. Dette er lagt til grunn av tingretten, men synes oversett av børsstyret. Også børsklagenemnden har bare vurdert situasjonen i april. Holder man seg bare til situasjonen i april, skulle tilpliktsplikten i tilfelle vært lagt på Carnegie, som i så fall kunne ha valgt å benytte seg av nedsalgsretten, en mulighet som ikke forelå utover høsten. Børsstyret synes å ha lagt tilbudsplikten på SeaDrill nettopp fordi Carnegies aksjer var solgt. Til dette innvendes at børsen ikke har en diskresjonær myndighet til å bestemme hvilket subjekt som skal pålegges tilbudsplikten.

Noe forpliktende samarbeid mellom SeaDrill og Carnegie er ikke bevist. TRS-avtalene var etter sitt innhold fullstendig markedsmessige, og det er heller ikke anført at det var noe ekstraordinært med disse, heller ikke med oppgjørsmekanismene eller for Carnegies disponering av sikringsaksjene. Knut Erik Robertsen, som avga forklaring som sakkyndig vitne, har bekreftet at det er markedspraksis å basere swap-kursen på meglerforetakets faktiske kostnad for innkjøp av sikringsaksjer. TRS-instrumentet ga intet behov for noen tilleggsavtale eller forståelse. Dertil kommer at det ikke var relasjoner mellom SeaDrill og Carnegie utover et ordinært forretningsforhold. Dette må ses i sammenheng med at John Fredriksen to ganger i 2005 hadde avslått forespørsel om å investere i Eastern. I 2006 var Fredriksen og Trøim like innstilt på å selge seg ut av Eastern som å videreføre engasjementet. Dette forklarer hvorfor SeaDrill ikke ble kontaktet av First i forbindelse med Ocean Rigs fremstøt i mars og april.

Heller ikke er det grunn til å betone mulig ønske om å blokkere Ocean Rig. I så fall ville det vært enklest å kjøpe de konvertible obligasjoner fra Lime Rock. Et slikt kjøp ville ikke utløst tilbudsplikt. Dersom SeaDrill hadde handlet etter en større plan, er det for øvrig påfallende at man ikke foretok seg noe i mars, da Ocean Rig gjorde sitt første fremstøt. SeaDrill foretok seg heller ikke noe 6. april før Carnegie tok kontakt, og SeaDrill ønsket ikke å kjøpe Eastern-aksjer. Opptaket av samtalen denne dag mellom Trøim og Onarheim i Carnegie er et samtidsbevis som bekrefter de aktuelle forklaringer om hva som skjedde. Den første TRS-avtalen omfattet dessuten et så vidt beskjedent antall aksjer at det ikke var i stand til å blokkere noe som helst. Antall sikringsaksjer økte, men nesten halvparten hadde sammenheng med emisjonen i juni, som ingen kunne forutse i begynnelsen av april. At SeaDrill gikk inn i flere TRS-avtaler utover våren 2006, etter at Ocean Rig hadde gitt opp sitt oppkjøpsforsøk, indikerer også at hensikten ikke var ønsket om å blokkere. Det er ikke uvanlig å søke å gjenvinne finansielle tap ved å inngå nye avtaler som øker volumet, men som reduserer gjennomsnittskursen. På dette punkt påpekes at Trøim og Onarheim var i møte med børsen den 3. oktober 2006. I ettertid er det ikke fremkommet noe som strider mot det som ble forklart i møtet.

Den ankende part gjør subsidiært gjeldende at eventuell konsolidering bare har betydning for utløsning av tilbudsplikt, men ikke for hvilken pris som skal tilbys. Vårt tilfelle er

atypisk, og legalitetsprinsippet innebærer at det må kreves uttrykkelig hjemmel for å strekke virkningene av konsolidering. Verdipapirhandelloven § 4-10 taler om hvilken pris "tilbyderen" (SeaDrill) har betalt, og ikke hva mulig "nærstående" måtte ha ervervet aksjer for. Ordlyden i § 4-5 sier bare at "I forhold til reglene om tilbudsplikt", skal aksjer som erverves av nærstående "regnes like med" aksjeeierens egen aksjer. Ordlyden er tvetydig, men det at man skal legge sammen aksjene, tyder på at bestemmelsen bare har betydning i forhold til regler som knytter rettsvirkninger til aksjeinnehav. I andre bestemmelser i kap 4 er det nyttet noe andre formuleringer, bl. a. i § 4-6 der det refereres til "bestemmelsene om pliktig tilbud", som klart nok også omfatter tilbudsprisen. Et omfattende sett av forarbeider gir ingen holdepunkter for at konsolidering også skal ha virkning for prisen, og uttalelser i juridisk litteratur gir ingen avklaring. Reelle hensyn taler klart mot børsmyndighetenes løsning om konsolidering på pris. Den tilbudspliktige vil ikke nødvendigvis kjenne til hvilken kurs den annen har betalt i løpet av en periode på 6 måneder, og bestemmelsen i § 4-10 om erverv etter at tilbudsplikt er inntrådt, kan gjøre fremsettelse av pliktig tilbud meget risikofylt. Det syn at § 4-5 innebærer en henvisning til samtlige bestemmelser i kap 4, har dessuten langt flere konsekvenser enn bare i forhold til tilbudsprisen. Hva angår reglene i § 4-20 om tvangssalg av aksjer, kan disse ikke gjelde for andre enn den tilbudspliktige.

Ytterligere subsidiært anføres at SeaDrill har rett etter verdipapirhandelloven § 4-1 første ledd, annet punktum til å selge seg ned under grensen for tilbudsplikt. SeaDrill fikk i september 2006 tilbudsplikt som følge av eget erverv av aksjer i Eastern. Etter foretatte undersøkelser konkluderte børsstyret den 25. oktober 2006 med at det forelå tilbudsplikt som følge av konsolidering mellom SeaDrill og Carnegie. Når der foreligger konsolideringsvedtak etter § 4-5 samtidig som tidligere godkjennelsesvedtak oppheves, utløses tilbudsplikt på nytt grunnlag med tilhørende nedsalgsrett, slik børsstyret ga uttrykk for. Børsstyret fastholdt sitt syn den 15. november 2006. Den ankende part hevder at dette er en korrekt rettslig vurdering. Eventuelt bør nedsalgsrett innrømmes på diskresjonært grunnlag.

Børsstyrets vedtak i oktober 2006 er knyttet til situasjonen i begynnelsen av april, og innebar konsolidering mellom SeaDrill og Carnegie. Vedtaket har virkning for prisspørsmålet, ikke bare i forhold til sikringsaksjene, men ethvert erverv i de forutgående 6 måneder. Det er ikke tale om et godkjennelsesvedtak etter verdipapirhandelloven § 4-14, men om et konsolideringsvedtak med virkning bl. a. for pris. Dermed foreligger som påpekt et nytt grunnlag for tilbudsplikt. I denne forbindelse er vist til § 5A tredje ledd i verdipapirhandelloven av 1985 som fastsetter at børsstyret avgjør om det inntreer tilbudsplikt, og merknad i forarbeidene om at tilbudsplikten inntreer fra det tidspunkt børsen avgjør spørsmålet. Eventuelt tap av nedsalgsretten er et svært inngripende vedtak, som forutsetter klar hjemmel. Forarbeidene til 1997-loven viser at man mente å videreføre bestemmelsene i 1985-loven til bl. a. § 4-8 annet ledd i den nye loven. Det er ingen tvil om

at SeaDrill bestred tilbudsplikt på konsolidert grunnlag, og at børsen og klagenemnden fattet konsolideringsvedtak etter § 4-5 annet ledd.

Verdipapirhandelloven § 4-8 tredje ledd fastslår at melding om nedsalg kan endres til melding om fremsettelse av tilbud. Den ankende part er for så vidt enig i at dette innebærer at det ikke foreligger noen generell adgang for den tilbudspliktige til nedsalg etter at det er gitt melding om at tilbud vil bli fremsatt. Dette er imidlertid uten betydning når det som i saken her etableres et helt nytt grunnlag for tilbudsplikt. Reelle hensyn taler med styrke for et slikt syn. Markedet ble kjent med SeaDrills eget aksjeervert i september, og den pris som var betalt. Andre aksjonærers forventning om kjøp av deres aksjer var knyttet til den pris SeaDrill hadde betalt.

Med henvisning til verdipapirhandelloven § 4-8 annet ledd om at børsen skal treffe vedtak "vedrørende de spørsmål saken reiser", hevdes at børsmyndighetene uansett har diskresjonær adgang til å innrømme nedsalgsrett. Det er her tale om en lovbunden avgjørelse som kan overprøves av domstolene i dens fulle bredde. Den omstendighet at vedtaket bygget på en ny og avvikende vurdering av TRS-avtalene, tilsier at det forelå et klart grunnlag for innrømmelse av nedsalgsrett. Dette samsvarer med børsstyrets syn. Klagenemnden gikk derimot ikke inn på rettsgrunnlaget for et diskresjonært vedtak om nedsalgsrett og nøyde seg - uten nærmere begrunnelse - med en konklusjonen om at det ikke forelå rimelighetshensyn som tilsa nedsalgsrett. Nemnden overså dermed endringen i vurderingen av TRS-ene, og at nedsalgsrett ikke ville gi SeaDrill fordeler ettersom man i tilfelle ville ha reetablert situasjonen før tilbudsplikt forelå. Carnegies manglende flagging er uten betydning i denne forbindelse.

Ankemotpartens og hjelpeintervenientens subsidiære anførsel mangler relevans. Av verdipapirhandelloven fremgår at børsen ikke treffer vedtak om tilbudspris, men om å godkjenne et tilbud. Dersom tilbud er fremsatt p. g. a. eget aksjeinnehav, og det deretter blir spørsmål om høyere pris som følge av egne ervert, må børsen oppheve sin godkjennelse og nytt tilbud må fremsettes for godkjennelse. Tilbudsplikt på konsolidert grunnlag etter § 4-5 annet ledd krever konsolideringsvedtak, slik at en "individuell" tilbudsplikt bortfaller ved konsumpsjon. Av denne grunn kan det ikke være holdbart å ta motpartens påstand om frifinnelse til følge bare ved å påvise at det er grunnlag for høyere pris enn kr 92 per aksje.

Denne anførselen kan uansett ikke føre frem. Verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd om tilbudspris gjelder bare vederlag som er "betalt eller avtalt". TRS-avtalene ga ingen rettigheter til aksjene, men var rene finansielle avtaler. Betalingsforpliktelser under slike avtaler har derfor intet med vederlag for aksjer å gjøre.

Den ankende part har nedlagt slik **påstand**:

Prinsipalt:

1. Punkt 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:

1. Punkt 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 begge tilfeller:

2. SeaDrill Ltd. tilkjennes sakens omkostninger for tingrett og lagmannsrett med tillegg av lovens forsinkelsesrente fra forfall og til betaling finner sted.

Ankemotparten - **Oslo Børs ASA** - og hjelpeintervenienten - **staten v/Finansdepartementet** - har i hovedtrekk anført:

Tingretten har korrekt lagt til grunn at med formuleringen "reglene om tilbudsplikt" i verdipapirhandelloven § 4-5 første ledd siktes det til alle regler i kap 4 om tilbudsplikt, også tilbudsprisen i § 4-10 fjerde ledd. I motsatt fall burde det utelukkende ha vært vist til § 4-1. Tidligere og senere lov med lovforarbeider, samt EU-direktivet fra 2004, støtter et slikt syn. Reelle hensyn gjør seg også gjeldende. Prisen bør være den samme uansett hvem i gruppen som overskrider grensen for tilbudsplikt. En annen lovforståelse ville gjøre det enkelt å omgå vernet av minoritetsaksjonærer.

Etter omstendighetene i saken er det grunnlag for konsolidering mellom SeaDrill og Carnegie. Det hevdes at disse selskaper inngikk et forpliktende samarbeid i den aktuelle perioden med hensyn til utøving av rettigheter som eiere av et finansielt instrument. Samspillet mellom TRS-avtalene og sikringsaksjene står sentralt i denne vurderingen. Partene er enige om at en TRS-avtale alene i utgangspunktet ikke fører til tilbudsplikt. Men de konkrete forhold kan tilsa en annen konklusjon. Dette var også situasjonen i England før 2006.

Børsen og staten bestrider at verdipapirhandelloven § 1-4 nr 5, som er utformet i tråd med tilsvarende definisjon i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6, er begrenset til stemmerettssamarbeid. Ordlyden gir ikke dekning for en slik forståelse. Konsolideringsregelen er anvendelig i forhold til andre bestemmelser i verdipapirhandelloven enn reglene om pliktig tilbud. Dette gjelder f. eks. reglene om flaggeplikt i § 3-2, som også omfatter opsjoner. Ettersom en opsjonshaver ikke har stemmerett, må anvendelsen av konsolideringsregelen nødvendigvis bygge på at samarbeidet gjelder noe annet enn bruk av stemmeretten.

Børsen og staten gjør videre gjeldende at samarbeid med sikte på å skaffe seg eller sikre kontroll ved oppkjøp av aksjer som "parkeres" - d. v. s. gjøres utilgjengelig for andre - innebærer bruk av aksjerettighetene, jfr. Aarbakke m. fl. "Aksjeloven og allmennaksjeloven" (2. utg) s. 215-216 og s. 317. Ikke-bruk av stemmerett har som konsekvens at den relative innflytelse for andre aksjeeiere styrkes. Lovforarbeidene klargjør at dette var tilsiktet. Et forslag under stortingsbehandlingen referert i Innst O nr 91 (1988-89) s. 13 om å begrense bestemmelsen til samarbeid om stemmegivning, ble f. eks. forkastet av flertallet. Ikke noe tyder på at man tilsiktet noen endring på dette punkt ved vedtakelsen av 1997-loven. Formålsbetraktninger trekker i samme retning. Lovgiver ønsket å ramme fordekt samarbeid og gi minoritetsaksjonærer effektiv beskyttelse ved å sikre at alle skulle få del i den premie som betales for å oppnå kontroll i et selskap.

Forvaltningspraksis må tillegges særlig betydning på dette område. I forarbeidene til 1997-loven er forutsatt at vurderingen av om det foreligger samarbeid som utløser tilbudsplikt, må vurderes konkret ut fra forholdene i det enkelte tilfelle. Samtidig ble børsen gitt vidtgående myndighet til å avgjøre de aktuelle spørsmål. Det er ikke vist til konkrete avgjørelser fra børsen som bygger på en forståelse om at loven er begrenset til stemmerettssamarbeid. I Orkla/Nordstjernen-saken fra 2003 er det uttrykkelig lagt til grunn at utøvelse av negativ kontroll - d. v. s. felles opptreden med sikte på å hindre at en annen interessent får kontroll - også omfattes av lovens krav om samarbeid om bruk av rettigheter som eier. Utenlandsk rett har begrenset interesse på dette punkt.

EU-direktivet fra 2004 kan ikke være avgjørende for forståelsen av 1997-loven, og det har uansett liten betydning for nærværende sak. Men ankemotparten bestrider at direktivet har en slik begrenset rekkevidde som den ankende gjør gjeldende. Det sentrale etter 1997-loven er kontrollaspektet, som uttrykkelig er tatt inn direktivets art 5 nr. 1, jfr 2 nr 1 bokstav d). På dette punkt er det således godt samsvar mellom den norske loven og direktivet. Direktivet omtaler også samarbeid med sikte på å hindre kontroll, d. v. s. forhindringssamarbeid. Og direktivet kan ikke forstås med den begrensning at det bare gjelder for den situasjon at noen prøver å forhindre tilbud fremsatt i henhold til reglene for offentlige tilbud. Den fremgangsmåte som Ocean Rig benyttet, er ikke uvanlig og eventuelle brudd på formregler vil ikke ha privatrettslig betydning. Begrepet "tilbudsgiver" i direktivet må forstås slik at det her siktes til SeaDrill/Carnegie og ikke Ocean Rig.

Direktivet inneholder for øvrig bare minimumskrav, slik at nasjonal lovgivning kan gå lenger. Avgjørende er at man ikke har holdepunkter for at norske myndigheter mente å innsnevre anvendelsesområdet for de norske regler som følge av EU-direktivet. Svensk og dansk rett kan ikke gi noen veiledning i den forbindelse. I sin interne lov har svenskene for øvrig uttrykkelig innført alternativet "oppnå kontroll" nettopp for å oppfylle direktivet. Den uttalelse fra Aktiemarknadsnämnden i 2008 angående TRS-avtaler som den ankende part har vist til, kan ellers ikke tas til inntekt for at samarbeid som i vår sak ikke kan utløse tilbudsplikt på konsolidert grunnlag.

Det er ingen uenighet om at TRS-avtaler er lovlige instrumenter, og at børsens oppfatning har vært at standard TRS-avtale ikke utløser tilbudsplikt. Men spørsmålet er om de konkrete forhold gir grunnlag for konsolidering. Et viktig hensyn i denne sammenheng er behovet for å ramme forsøk på omgåelser. Rieber-saken fra 2003 er ikke sammenliknbar. I denne saken ble det ikke truffet noe vedtak fra børsens side idet det ikke forelå noen oppkjøpssituasjon. Konsolideringss spørsmålet ble således aldri satt på spissen. Manglende inngrep fra børsens side i en spesiell sak kan for øvrig uansett ikke være avgjørende. I Sinvest-saken fra 2006, ble det truffet konsolideringsvedtak etter at børsen i et forutgående brev hadde opplyst at TRS-avtale mellom to uavhengige parter under visse forutsetninger ikke utløste tilbudsplikt.

Børsen og staten slutter seg til tingrettens bevisvurdering og subsumsjon. Disse parter er således enig i at bevisvurderingen må foretas ut fra de objektive omstendigheter i saken med særlig vekt på begivenhetsnære bevis. Det bør utvises varsomhet med å sette børsfaglige vurderinger til side.

Ankemotparten og hjelpeintervenienten bestrider at SeaDrills formål med TRS-avtalene bare var å øke selskapets finansielle eksponering i Eastern-aksjen. Et sentralt motiv var å hindre oppkjøpsforsøket fra Ocean Rig. Det hevdes å være lite trolig at ikke SeaDrill var kjent med at Carnegie hadde eller ville sikre seg med kjøp av Eastern-aksjer. Disse parter legger videre til grunn at SeaDrill og Carnegie hadde en felles forståelse om at inngåelse av TRS-avtalene og Carnegies kjøp av sikringsaksjer ville innebære at et betydelig antall aksjer - 11 % av samtlige aksjer på utvannet basis per 7. september 2006 - i realiteten ville bli "parkert" og følgelig ikke være tilgjengelig for Ocean Rig. Siktemålet med dette var å styrke og befeste SeaDrills kontroll med Eastern.

Carnegies kjøp av aksjer den 6. april var ifølge vitnet Onarheim ren spekulasjon. Til tross for innkjøp av aksjer på relativt høye kurser, "solgte" Carnegie aksjene ved TRS-avtale til lavere kostpris enn man samtidig kunne oppnådd i forhold til Ocean Rig. Carnegie hadde ingen egen interesse av å sitte på aksjene, men var opptatt av kurtasje og av å styrke sitt forhold til SeaDrill, for derved å komme i posisjon for oppdrag dersom noen skulle by på selskapet. Disse omstendigheter indikerer at Carnegie opptrådte som stråmann for SeaDrill.

Partene er enige om at Ocean Rig iverksatte et reelt oppkjøpsforsøk, som Ocean Rig vurderte som lovlig. Forsøket var nær ved å lykkes. Dersom forsøket hadde ført frem, ville det ha utløst tilbudsplikt på kr 135 per aksje, som også ville kommet SeaDrill/Smedvig til gode. Det kan ikke tillegges betydning at Ocean Rigs tilbud ikke ble formidlet til SeaDrill. Ocean Rig hadde for øvrig grunn til å anta at SeaDrill ikke ville selge sine aksjer i Eastern.

Oppkjøpsforsøket mislyktes fordi Carnegie i løpet av 6. april kjøpte 600.000 aksjer, som utgjorde om lag 2,5 % av aksjene, for en samlet pris ca 80 millioner kroner. Carnegies kjøp

av aksjer den 6. og 7. april utgjorde henholdsvis 32 og 58 % av totalomsetningen. I denne situasjonen der Carnegie til dels kjøpte på høyere kurser enn tilbudet fra Ocean Rig, var det ikke enkelt for Ocean Rig å finne selgere i markedet. Samarbeidet mellom SeaDrill og Carnegie sikret SeaDrill fortsatt kontroll over Eastern.

Det har formodningen mot seg at SeaDrill involverte seg i TRS-avtalene ut fra et rent finansielt motiv. Isolert påførte disse avtalene SeaDrill et samlet tap på ca 60 millioner kroner. På den annen side ville kontrollsamarbeid kunne gi mange og betydelige fordeler. Smedvig hadde f. eks. en klar industriell interesse i Eastern og ønsket fortsatt vekst innenfor det riggområdet der Eastern hadde engasjert seg. Dette kom til syne ved at SeaDrill skaffet seg formell kontroll med Eastern under generalforsamling den 7. april. I september kom oppkjøpet og tilbudet som kunne ha spart SeaDrill for om lag 800 millioner kroner i forhold til utløsning av andre aksjonærer basert på kursnivået i begynnelsen av april. Og Trøim må ha forstått at Carnegie ville eliminere risikoen ved kjøp av sikringsaksjer, samtidig som SeaDrill kunne regne med å overta disse aksjene ved å legge inn en kjøpsordre hos Carnegie Videre anføres at Onarheim var klar over at SeaDrill/Smedvig befant seg rett under tilbudsgrensen på 40 %. Disse forhold medførte at TRS-avtalene i kombinasjon med sikringsaksjer, var et virkningsfullt virkemiddel for å hindre Ocean Rigs oppkjøpsforsøk.

En rekke andre omstendigheter peker i samme retning, særlig kontakten mellom Smedvig og Lime Rock i de aktuelle dager i mars og april. I utgangspunktet ønsket Smedvig å kjøpe det konvertible lånet, men endret plutselig holdning. Det vises også til at de første TRS-avtalene ble inngått på et tidspunkt da Eastern-kursen var på et historisk høyt nivå mens Trøim i mars hadde avslått tilsvarende avtale på lavere kurser, oppsigelsen av Easterns avtale med First om å forsøke å få opp kursen på Eastern-aksjen, de senere TRS-avtalene som er vanskelig å forstå i en situasjon der aksjekursen er på vei nedover og at referansekursen i inngått avtaler ikke avspeiler kursen på Eastern-aksjen på det tidspunkt avtalene inngås. Ifølge vitnet Knut Erik Robertsen har han aldri opplevd at meglerforetak først kjøper opp aksjer for så vende seg til en kunde med tilbud om TRS-avtale. Det er også påfallende at TRS-avtalene ikke gjelder runde aksjeantall. Samlet satt Carnegie med Eastern-aksjer for egen regning for om lag 500 millioner kroner, noe et meglerforetak ikke gjør på egen hånd. Utlån av sikringsaksjene var ikke til hinder for at SeaDrill ville kunne skaffe kontroll dersom det oppsto en oppkjøpssituasjon. Det har sammenheng med at Carnegie kunne kalle aksjene tilbake med bare noen dagers varsel.

Hemmeligholdet omkring TRS-avtalene og sikringsaksjene er også et sentralt moment for vurderingen av partenes handlinger. SeaDrill unnlot å melde til sammen 8 TRS-avtaler og to tilfelle av rullering, slik de var forpliktet til etter verdipapirhandelloven § 3-1 etter lovendring i 2005. At Økokrim har henlagt anmeldelsen mot SeaDrill, er ikke bindende sivilrettslig. Uansett hvordan loven rettelig skulle forstås, hadde børsen i sirkulære 1/2003 meddelt at slike avtaler skulle meldes. Dette ble fulgt av andre, også av Trøim i forhold til

andre TRS-avtaler etter at han i juni 2006 ble gjort oppmerksom på meldeplikten. Men TRS-avtaler i vår sak inngått i juni og juli, samt rulleringer, ble likevel ikke meldt. Trøim kan ikke høres med at spørsmålet om meldeplikt ble behandlet av de ansvarlige i Smedvigs organisasjon i Stavanger. Dertil kommer at Carnegie unnlot å melde aksjekjøp for egen regning slik regelverket krever, og Carnegie overholdt heller ikke flaggeplikten da man passerte 10 %-grensen i forbindelse med emisjonen i juni. Videre påpekes at børsen ikke fikk opplysninger om at Carnegie tegnet seg for aksjer ved emisjonen. Det prospekt som ble utarbeidet ga heller ikke opplysninger om dette forholdet. Endelig kommer at Carnegie åpenbart har overskredet interne rammer for egenhandel. Forklaringen må være at man har visst at aksjene ble kjøpt for SeaDrills regning og risiko.

De senere TRS-avtaler ble inngått for å bevare kontrollen i tilfelle utfordring, styrke kontrollen og forberede et mulig oppkjøp på et gunstig tidspunkt. Fra juni kontrollerte SeaDrill i realiteten 60 % av aksjene, noe selskapet hadde oppnådd uten at kursen flyttet seg. Det har vært tale om et sammenhengende samarbeid om "parkering" av aksjene fra 6. april til SeaDrill utløste tilbudsplikt i september. At det ikke forelå noen konkret oppkjøpssituasjon etter april, er uten betydning for konsolideringss spørsmålet på generelt grunnlag. Dette moment er derimot av betydning ved vurderingen av om TRS-avtaler utløser tilbudsplikt. Problemstillingen vil dermed være om konsolideringssituasjonen besto frem til 7. september, men ikke om det forelå en oppkjøpssituasjon frem til dette tidspunkt. Disse parter slutter seg derfor til tingrettens merknader om dette i dommen på s. 43.

Ankemotparten og hjelpeintervenienten anfører videre at SeaDrill ikke hadde rett til å selge seg ned for å unngå tilbudsplikt.

SeaDrill sendte ut en børsmelding den 7. september der det ble opplyst at selskapet ville gi et pliktig tilbud på de Eastern-aksjer som fortsatt var på andre hender. I henhold til verdipapirhandelloven § 4-8 tredje ledd kan melding om salg endres til melding om fremsettelse av tilbud, men loven åpner ikke for å endring i motsatt retning. Dette er et bevisst valg fra lovgivers side som fremgår av forarbeidene, bl. a. Ot. prp. nr. 29 (1996-97) s. 77. Noe av begrunnelsen er at den tilbudspliktige ikke skal kunne ombestemme seg dersom tilbudsprisen blir høyere enn vedkommende hadde forutsatt. Dette må gjelde selv om børsmyndighetene omgjør godkjennelse av tilbudspris for å oppnå samsvar med § 4-10 fjerde og femte ledd. Rimelighetshensyn kan ikke tilsi noen annen løsning i vår sak. Det ville i så fall innebære at SeaDrill fikk fordeler ved tilbakeholdelse av vesentlige opplysninger. Følgelig kan ikke hevdes at vedtak om konsolidering leder til et nytt grunnlag for tilbudsplikten.

Det er heller ikke korrekt som anført av den ankende part, at børsen skal treffe vedtak om konsolidering, og at tilbudsplikt først inntreffer på dette grunnlag fra slikt vedtak er truffet. Tingrettens drøftelse (dommen s. 48), lovforarbeider og juridisk litteratur viser at tilbudsplikt på konsolidert grunnlag utløses når grensen for pliktig tilbud passerer, uten

hensyn til om børsen har truffet noen avgjørelse. Med mindre det foreligger uenighet om hvorvidt det overhodet er grunnlag for konsolidering, vil det heller ikke være nødvendig for børsmyndighetene å treffe noe slikt vedtak. Noen slik uenighet forelå ikke i vår sak, i motsetning til i Sinvest-saken fra 2006. Uenigheten i vår sak gjaldt ikke tilbudsplikten, men spørsmålet om hva som skulle settes som riktig pris.

Den ankende parts anførsel om at det må fattes et vedtak om konsolidering, henger heller ikke sammen med hvordan de selv har opptrådt i foreliggende sak. Reglene om tilbudsplikt gjør ikke forskjell på hvilket konsolideringsgrunnlag som er anvendelig. Hertil kommer at flere av grunnlagene i § 1-4 beror på skjønnsmessige vurderinger. Det er ikke dekning i loven for å hevde at det løper to parallelle spor i de tilfelle der det foreligger tilbudsplikt på ulike grunnlag. Et slikt standpunkt ville innebære at man kunne unngå lovens regler ved å unndra vesentlige opplysninger fra børsen. Uten kjennskap til avgjørende omstendigheter vil børsen i første omgang ikke ha mulighet for å treffe vedtak om konsolidering på korrekt grunnlag. Realiteten i den ankende parts anførsler synes å være at man mener å ha rett til å fremsette et betinget tilbud knyttet til en kurs på kr 92 per aksje. Det har man ikke rett til, jfr verdipapirhandelloven § 4-10 tredje ledd.

Børsmyndighetene er ikke tillagt noen diskresjonær rett til å tillate nedsalg. I NOU 1996:2 s. 121 er reist spørsmål om børsen burde gis adgang til å tillate nedsalg selv om det var gitt melding om at tilbud ville bli fremsatt. Det videre arbeid med den nye verdipapirhandelloven endte opp med bestemmelsen i § 4-8 tredje ledd, men det sies ingen ting om at børsen i tillegg skulle ha diskresjonær adgang til å tillate nedsalg. I denne situasjonen kan det ikke være holdbart, slik tingretten antar, å legge avgjørende vekt på at departementet i proposisjonen ikke reserverte seg mot forslaget i NOU-en. Uansett har børsklagenemnden faktisk vurdert spørsmålet om nedsalg på skjønnsmessig grunnlag og konkludert med at det ikke foreligger hensyn som tilsier nedsalgsrett. En mulig feiloppfatning m h t det rettslige grunnlaget for skjønnnet, kan ikke antas å ha virket inn på utfallet, jfr prinsippet i forvaltningsloven § 41. Det er også pekt på at domstolene under ingen omstendighet kan prøve selve skjønnsutøvelsen.

Dersom retten skulle komme til at det ikke er grunnlag for konsolidering mellom SeaDrill og Carnegie, eller at SeaDrill antas å ha nedsalgsrett, anføres subsidiært at tilbudsprisen skal være minst kr 132,706 per aksje. Formålet med reglene om pliktig tilbud i verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd er å sikre samtlige aksjonærer del i den premie som en tilbyder erfaringsmessig må betale for å sikre kontroll med et aksjeselskap. Ifølge Ot prp nr 53 (1988-89) s. 22 er det den økonomiske motytelse ved aksjeervertet som skal legges til grunn. Tar en hensyn til omkostningene ved TRS-avtalene, som utgjorde om lag kr 40 per aksje, har SeaDrill i realiteten betalt kr 132,706 i vederlag for de aktuelle aksjer. Det vises til at SeaDrill overtok den fulle og hele kursrisiko for de underliggende aksjer, og til de øvrige omstendigheter som er gjengitt foran. Isolert sett hadde SeaDrill et tap i størrelsesorden 40-50 millioner på TRS-avtalene. Men dette utgjør en liten del av den

fordel SeaDrill kan oppnå ved å overta utestående aksjer for kr 92 i stedet for kr 135 eller kr 132.

Ankemotparten Oslo Børs ASA har nedlagt følgende **påstand**:

1. Tingrettens dom punkt 1 stadfestes.
2. Oslo Børs ASA tilkjennes saksomkostninger for tingretten og lagmannsretten med tillegg av lovens forsinkelsesrente fra forfall til betaling skjer.

Hjelpeintervenienten staten v/Finansdepartementet har nedlagt slik **påstand**:

1. Tingrettens dom punkt 1 stadfestes.
2. Staten v/Finansdepartementet tilkjennes saksomkostninger for tingretten og lagmannsretten med tillegg av lovens forsinkelsesrente fra forfall til betaling skjer.

Lagmannsretten bemerker innledningsvis at tingretten, etter lagmannsrettens vurdering, har skrevet en usedvanlig grundig og klargjørende dom. Med ett unntak er lagmannsretten kommet til samme konklusjoner som tingretten. Unntaket gjelder spørsmålet om børsmyndighetene er tillagt diskresjonær adgang til å åpne for nedsalg i en situasjon der det foreligger melding om fremsettelse av tilbud, et forhold som er uten praktisk betydning for de spørsmål som foreligger til avgjørelse. Lagmannsretten konstaterer videre at saken i utgangspunktet står i samme stilling for ankeinstansen som for tingretten, og at partene i store trekk gjør gjeldende de samme anførsler, både av faktisk og rettslig art. På denne bakgrunn kan lagmannsretten langt på vei nøye seg med å vise til og gi sin tilslutning til tingrettens fydige begrunnelse. Lagmannsretten tilføyer:

I mars-april 2006 hadde SeaDrill ervervet samtlige aksjer i Smedvig, som igjen hadde over 39 % av aksjene i Eastern. I tillegg hadde Smedvig inngått avtaler om markedsføring og management med Eastern, som på dette tidspunkt var et rent eierselskap med interesser knyttet til de to riggene som det var aktuelt å bygge i Sør-Korea. Lagmannsretten legger på denne bakgrunn til grunn at de ledende personer i både Smedvig og SeaDrill var opptatt av Eastern, og vurderte mulighetene for å utvide sitt engasjement. Personer med direkte tilknytning til Smedvig var rimeligvis særlig opptatt av Eastern, mens John Fredriksen og Tor Olav Trøim ifølge sistnevnte var mer negative. Dette gjaldt nok helst i tidligere faser, og spesielt da man i 2004-05 arbeidet med etablering av Eastern.

Mye tyder på at markedet for store borerigger ble bedømt som positivt utover i slutten av 2005 og i første halvår 2006. Dette har også Trøim bekreftet. Retten viser til at SeaDrill overtok Smedvig, til oppkjøpsforsøket fra Ocean Rig, og stigende kurser for Eastern-aksjer frem til april. At de ledende personer med tilknytning til Smedvig og SeaDrill var av samme oppfatning, understøttes av konkrete omstendigheter. Retten sikter særlig til

utspillet overfor Lime Rock i slutten av mars da det ble kjent at det var innledet et forsøk på å overta kontrollen i Eastern. Retten har ingen grunn til å betvile at det som fremkommer i John Reynolds' eposter av 28. mars og 6. april, supplert med hans forklaring for lagmannsretten, i hovedtrekk gir et riktig bilde av den situasjon som forelå. Basert på disse begivenhetsnære dokumenter legger retten til grunn at Smedvig/SeaDrill ga uttrykk for et sterkt ønske om å få overta det konvertible lånet og var villig til å strekke seg økonomisk like langt som Ocean Rig. Interessen synes direkte knyttet til de aktuelle dager da Ocean Rig gjennomførte sine oppkjøpsforsøk. Retten nevner i denne forbindelse også at SeaDrill/Smedvig styrket sin posisjon i Eastern under generalforsamlingen den 7. april 2006 da det ble valgt nytt styre der medlemmer med relasjoner til SeaDrill var i flertall. I mangel av andre store eiere hadde SeaDrill dermed fått en dominerende rolle i Eastern.

Retten har på den annen side ikke grunnlag for å anta at de ledende personer i SeaDrill våren 2006 hadde bestemt seg for å utvide sitt engasjement i Eastern med sikte på å oppnå full kontroll over dette selskapet. Selv om man var opptatt av Eastern, har de aktuelle aktører trolig inntatt en mer avventende holdning. Men det er sannsynlig at oppkjøpsforsøket fra Ocean Rig i slutten av mars, som raskt ble kjent i markedet, forandret situasjonen. Det er på denne bakgrunn TRS-avtalene må bedømmes.

SeaDrill og Carnegie har fremstilt det slik at TRS-avtalene var rene finansielle transaksjoner for SeaDrill. Etter lagmannsrettens vurdering finnes det en overvekt av indikasjoner for at siktemålet fra SeaDrills side var et ganske annet. De sentrale momenter i denne forbindelse er SeaDrills generelle interesse for Eastern, fremstøtet fra Ocean Rig, at SeaDrill ikke selv kunne erverve Eastern-aksjer uten å overskride tilbudsgrensen i verdipapirhandelloven, utformingen og gjennomføringen av avtalene, Carnegies helt parallelle oppkjøp av sikringsaksjer, Smedvigs/SeaDrills skifte i synet på ønsket om oppkjøp av det konvertible lånet, og det forhold at både Carnegie og SeaDrill gjennom hele perioden unnlot å informere børsen og markedet om TRS-avtalene og kjøp av sikringsaksjer. Disse momenter er utførlig og grundig behandlet av børsmyndighetene og tingretten, og lagmannsretten har lite å tilføye ut over det som fremkommer i tingrettens dom s. 35-40. At det rent faktisk forelå et seriøst oppkjøpsforsøk fra Ocean Rig som var nær ved lykkes, lar seg ikke bestride.

Tor Olav Trøim har fremholdt at han ikke kjente til hvordan Carnegie hadde innrettet seg i forhold til mulige sikringsaksjer, og at han heller ikke ville vite dette. Anders Onarheim har bekreftet at de ikke snakket konkret om sikringsaksjene. At Trøim bevisst ønsket og valgte å holde seg uvitende på dette punkt av så stor betydning for Carnegie, kan imidlertid tyde på at han forsto at partene var i ferd med å inngå avtaler med et videre siktemål enn det rent finansielle aspektet knyttet til kursen på Eastern-aksjen. Retten peker også på at Trøim i den samtalen som det ble tatt lydopptak av den 6. april, synes opptatt av å betone de sider ved en TRS-avtale som etter børsens tidligere anvisninger ikke skulle utløse tilbudsplikt. Hvorvidt Trøim faktisk hadde kunnskap om sikringsaksjene, er det likevel

ikke nødvendig å gå nærmere inn på ettersom det etter lagmannsrettens vurdering ikke kan være tvilsomt at Trøim regnet det som sikkert eller overveiende sannsynlig at Carnegie hadde eller ville kjøpe sikringsaksjer. Trøim var f eks klar over at Carnegie allerede hadde kjøpt aksjer da han den 6. april først ble tilbudt å kjøpe dem, og han gikk inn i en konkret TRS-avtale knyttet til denne aksjeposten. De senere TRS-avtaler er også slik utformet m. h. t. antall aksjer, kurser og oppgjørsbetingelser at det var nærliggende å anta at de var knyttet til konkrete kjøp av tilsvarende antall aksjer. At Trøim skulle være ukjent med at den meget omfattende TRS-avtalen i midten av juni hadde sammenheng med aksjer som Carnegie hadde ervervet ved emisjonen, synes lite sannsynlig, også fordi styret i Eastern på dette tidspunkt var dominert av personer med tilknytning til Smedvig og SeaDrill. Trøim må for øvrig ha forstått at det ville være svært risikobetonet og helt uvanlig om et meglerforetak som Carnegie skulle gå inn på så omfattende TRS-avtaler uten å sikre seg i form av tilgang til Eastern-aksjer. Lagmannsretten legger videre til grunn at Trøim, som en erfaren aktør i dette markedet med en forholdsvis god innsikt i hvordan TRS-avtaler fungerer, regnet det som overveiende sannsynlig at Carnegie ville disponere aksjene på en slik måte at Carnegie hurtig kunne komme i besittelse av dem, og at aksjene i hvert fall ikke ville bli videresolgt eller overlatt til andre på en slik måte at andre kunne utøve stemmerett for dem.

Børsen og staten har pekt på at referansekursen i TRS-avtalene konsekvent er knyttet til den kurs Carnegie faktisk betalte for de aktuelle aksjer og ikke den offisielle børskurs den dagen TRS-avtalene ble inngått. Med henvisning til forklaringen fra Knut Erik Robertsen, som avga forklaring som sakkyndig vitne under ankeforhandlingen, hevder SeaDrill at dette ikke er uvanlig. Lagmannsretten er ikke enig i at det er dekning for en slik forståelse av Robertsens forklaring. Ifølge Robertsen vil den angitte fremgangsmåte bli benyttet i de tilfelle der megler før kjøp av sikringsaksjer har kommet til enighet med kunden om inngåelse av TRS-avtaler med tilhørende sikringsaksjer. I så fall vil TRS-avtalene måtte avspeile meglers faktiske kostnader ved innkjøp av aksjer. Dersom megler derimot først kjøper aksjer og så tilbyr kunden en TRS-avtale, slik det stort sett skal ha skjedd i vår sak, vil kunden forvente at referansekursen avspeiler aksjekursen når avtalen inngås. Robertsens forklaring gir følgelig også en indikasjon om at SeaDrill i dette tilfelle må ha forstått koplingen mellom TRS-avtalene og et tilsvarende antall Eastern-aksjer som Carnegie hadde eller hurtig kunne komme i besittelse av. Lagmannsretten minner om at det er vanlig for et meglerforetak å låne ut sikringsaksjer eller gå inn på lignende transaksjoner med rett for foretaket til å få et tilsvarende antall aksjer tilbake i løpet av kort tid, gjerne 3-4 dager, slik som i saken her.

Lagmannsretten legger etter dette til grunn at SeaDrills primære siktemål og hensikt med inngåelsen av TRS-avtalen den 6. april ikke var av finansiell art, knyttet til forventet kursoppgang, men å vanskeliggjøre Ocean Rigs forsøk på å kjøpe aksjemajoriteten i Eastern. Selv om SeaDrill samlet inngikk TRS-avtaler for et forholdsvis lite antall aksjer den 6. og 7. april - til sammen om lag 3,7 % av aksjene på utvannet basis - kan det ikke

være tvilsomt at de beskrevne transaksjoner hadde en slik effekt. I tillegg til at aksjer ble gjort utilgjengelige, kom også det forhold inn at Carnegie på enkelte tidspunkt kjøpte aksjer i markedet over den kurs som lå i tilbudet fra Ocean Rig. Dette kan være en del av forklaringen på at Ocean Rig i en viss fase hadde tilsagn på noe over 47 % av aksjene, men at noen falt fra slik at man om morgenen den 7. april var kommet ned i om lag 44 %. Hvorvidt Ocean Rigs oppkjøpsforsøk faktisk ville ha lyktes om SeaDrill ikke hadde iverksatt sine mottiltak, er ikke avgjørende for den rettslige bedømmelsen av SeaDrills handlinger.

Rent faktisk forelå følgelig en situasjon som innebar at disse Eastern-aksjene var gjort utilgjengelige for andre enn SeaDrill og Smedvig. Lagmannsretten er enig med tingretten i at det er dekkende å beskrive dette slik at disse aksjene var "parkert" eller "lagt døde" i forhold til andre som måtte være interessert i å kjøpe seg opp i Eastern. Slik TRS-avtalene var utformet og slik Carnegie hadde innrettet seg, ville det i praksis være utenkelig for et meglerforetak som Carnegie å handle i strid med SeaDrills reelle interesser. Dette kom tydelig til uttrykk i september da SeaDrill avsluttet TRS-avtalene og ervervet sikringsaksjene fra Carnegie. SeaDrill oppnådde således effektiv blokkering av disse aksjene i forhold til andre, noe som kan beskrives som indirekte og negativ kontroll. Men langt på vei hadde SeaDrill direkte kontroll med aksjene.

Det er ikke fremkommet opplysninger om senere oppkjøpsforsøk etter at Ocean Rig ga opp sine fremstøt den 7. april. Utviklingen i aksjekursen utover våren vitner heller ikke om fremstøt fra andre. Nye forsøk kunne imidlertid komme. SeaDrill hadde selv erfart at det var mulig å kjøpe seg inn i Smedvig selv om en annen aksjonær hadde hatt en like betydelig aksjepost i Smedvig som den Smedvig satt med i Eastern våren 2006. For SeaDrill måtte det derfor være viktig å forebygge og forhindre ytterligere forsøk. Videre er det grunn til å anta at SeaDrills disposisjoner i april-dagene hadde øket selskapets interesser for videre engasjement i Eastern, og at man var interessert i å styrke sin posisjon. Bare på denne bakgrunn kan en forstå og forklare at SeaDrill gikk inn i flere tilsvarende TRS-avtaler i løpet av våren og sommeren, i en periode da kursen på Eastern-aksjer viste en fallende tendens. Foreliggende opplysninger tyder ikke på at den fallende kursen nødvendigvis var en følge av et svekket riggmarked eller en mer negativ vurdering av Eastern. Snarere er det naturlig å sette dette i sammenheng med at kursen var kommet høyt som følge av konkurransen mellom Ocean Rig og SeaDrill i april, og at SeaDrill etter hvert begynte å skaffe seg slik kontroll med Eastern at andre interessenter fikk mindre muligheter for å gjøre seg gjeldende. Uansett finner lagmannsretten at SeaDrills siktemål med de senere TRS-avtaler må bedømmes på samme måte som den første, d. v. s. å legge de underliggende aksjer "døde" i forhold til mulig utfordrere og styrke egen direkte kontroll med selskapet. Hvorvidt SeaDrill før sommeren 2006 hadde bestemt seg for å forsøke å overta en større del av aksjene av Eastern, eller når en slik beslutning i tilfelle ble tatt, er det ikke nødvendig for lagmannsretten å ta stilling til.

Sakens hovedspørsmål gjelder anvendelsen av konsolideringsreglene i verdipapirhandelloven av 1997 på den situasjon som forelå fra mars/april til september 2006. Den sentrale bestemmelsen er § 1-4 nr 5 som definerer nærstående som "noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument". SeaDrills hovedanførsel er at det med dette siktes til bruk av stemmerettigheter til et finansielt instrument. I likhet med tingretten er lagmannsretten ikke enig i at regelen har et så begrenset anvendelsesområde.

Paragraf 1-4 er en videreføring av § 5A i verdipapirhandelloven av 1985, som ble innført ved en lovendring i 1989. Den tilsvarende bestemmelse fantes i § 5A bokstav c), som var rettet mot aksjeerverv foretatt av noen som "vedkommende handler etter avtale med eller for øvrig opptre i forståelse med". Dette er en meget vid ordlyd som ikke på noen måte synes begrenset til stemmerettssamarbeid. Av interesse er et forslag fra Høyre under stortingsbehandlingen referert i Innst O nr 91 (1988-89) s. 13. Partiets representanter viste til en høringsuttalelse fra Advokatforeningen og foreslo å presisere i lovteksten at samarbeidet i tilfelle måtte gjelde avtale om "felles stemmegivning eller avtalen innbefatter en ugjenkallelig fullmakt til stemme for vedkommende aksjer". Forslaget fikk ikke tilslutning fra flertallet. Det er ellers ikke tvilsomt at det ikke kreves noen juridisk forpliktende avtale, og at formuleringen omfatter skriftlige, muntlige og stilltiende avtaler. Det avgjørende etter § 5A bokstav c) var om de aktuelle aktører "opptre i forståelse" med hverandre.

Utformingen av § 1-4 nr 5 er behandlet i NOU 1996:2 og Ot prp nr 29 (1996-97). I NOU-en s. 114 sies det innledningsvis at utvalget i hovedsak går inn for en videreføring av gjeldende konsolideringsbestemmelse. Etter en drøftelse av hvilke former for aksjonærrettigheter som skal omfattes, konkluderes det med at et det ikke er mulig å spesifisere i loven hvilke former for samarbeid som vil kunne utløse tilbudsplikt. Bl a uttales at "Forståelsen etter avtalen bør dessuten omfatte en koordinert opptreden med et felles mål med sikte på en tilstrekkelig kontroll over selskapet". For øvrig anbefales at man benytter tilsvarende formulering som i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 fordi formuleringene i denne loven "synes mer presise enn gjeldende konsolideringsbestemmelse i vphl". Departementet sluttet seg til utvalgets forslag om videreføring av gjeldende konsolideringsbestemmelser, også synspunktet om at det anses fordelaktig å benytte tilsvarende formuleringer som i finansieringsvirksomhetsloven. Forslaget ble vedtatt uten motforslag i Stortinget. Spørsmålet om bestemmelsen skulle begrenses til stemmerettssamarbeid, synes ikke reist i forbindelse med stortingsbehandlingen.

I 2004 vedtok Europa-parlamentet rådsdirektiv nr 2004/25EF om overtakelsestilbud, det såkalte "takeover-direktivet", som skulle implementeres i det enkelte lands lovgivning, herunder Norge, innen 20. mai 2006. I Norge skjedde dette først ved någjeldende verdipapirhandellov av 29. juni 2007 nr 75 med ikrafttredelse 1. november 2007. EU-

direktivet gir bare anvisning på minimumskrav. I utgangspunktet vil det således være opp til det enkelte land å vedta strengere regler om konsolidering. I loven av 2007 er definisjonen av nærstående tatt inn i § 2-5 nr 5. Bestemmelsen er likelydende med den som sto i loven av 1997 § 1-4 nr 5, men med tilføyelse om at den også gjelder "samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres". Den nye loven og EU-direktivet er omtalt i NOU 2005:17 og Ot prp nr 34 (2006-07). Begge steder uttales at loven av 1997 forutsettes å være i samsvar med direktivet. For å klargjøre forholdet ble det imidlertid, slik det uttales i proposisjonen s. 201, tatt inn den tilføyelse i § 2-5 nr 5 som er gjengitt foran.

EU-direktivet foreligger bl a i dansk oversettelse. Art 2 nr 1 inneholder definisjoner, og bokstav d) angir hva som forstås med begrepet "personer, der handler i forståelse med andre". Dette er angitt som "fysiske eller juridiske personer, som samarbejder med tilbudsgiveren eller målselskabet i henhold til en aftale, der kan være uttrykkelig eller stiltiende, muntlig eller skriftlig, og som tager sigte på at opnå kontrol med målselskabet eller at lægge hindringer i vejen for tilbudet".

Partene, spesielt den ankende part, har viet direktivet, samt dansk og svensk lovgivning, stor oppmerksomhet under ankeforhandlingen. Så vidt skjønnes hevder den ankende part at det ikke er grunnlag for konsolidering etter direktivet, at direktivet i hvert fall ikke omfatter forhindringssamarbeid og at 1997-loven må forstås og anvendes på grunnlag av direktivet. Lagmannsretten har vanskelig for følge den ankende part på disse punkter. Tvert imot står det for retten som nokså klart at direktivet snarere styrker enn svekker børsmyndighetenes regelforståelse. Drøftelsen av disse forhold er for øvrig av mindre betydning ettersom det i nasjonal lovgivning - i hvert fall som den klare hovedregel - kan innføres mer vidtgående konsolideringsregler enn det som måtte følge av EU-direktivet, jfr avnitt 25 i de innledende betraktninger til direktivet. Rettslig sett kan det således ikke være noe i veien for at 1997-loven gikk lenger enn EU-direktivet. Av samme grunn vil en detaljert gransking av svensk og dansk rett etter implementeringen av EU-direktivet gi liten veiledning for forståelsen av en tidligere norsk lovregel.

Når det ellers gjelder den nærmere forståelsen av direktivet, kan lagmannsretten ikke se at det ligger noen praktisk begrensning i direktivets ordlyd om samarbeid med "tilbudsgiveren eller målselskabet". Uansett er 1997-loven ikke til å misforstå på dette punkt.

Lagmannsretten legger etter dette til grunn at konsolideringsbestemmelsen i 1997-loven omfattet mer enn direkte stemmerettssamarbeid, og at også forståelse om felles opptreden med sikte på å oppnå kontroll over målselskapet (Eastern) etter omstendighetene vil kunne rammes. Et slikt standpunkt er vel forenlig med så vel 1985-loven som 2007-loven. Sterke reelle hensyn taler dessuten for en slik lovforståelse. Hovedbegrunnelsen for konsolideringsbestemmelsen er å verne minoritetsaksjonærene i oppkjøpssituasjoner og sikre at samtlige aksjonærer får del i den premie som oppkjøperen erfaringsmessig er villig

til å betale for å skaffe seg kontroll med målselskapet. Hvorvidt kontroll oppnås ved direkte bruk av stemmerett, eller med mer raffinerte og fordekte metoder, bør ikke tillegges avgjørende vekt i forhold til behovet for å beskytte minoritetsaksjonærene. Lagmannsretten er videre enig med tingretten i at samarbeid med sikte på forsvar av kontroll vil kunne gi grunnlag for konsolidering, i hvert fall der samarbeid etter hvert utvikler seg i retning av ønske om direkte og absolutt kontroll. Det som har vært betegnet som forhindringssamarbeid, og som er direkte omtalt i EU-direktivet, vil derfor også kunne rammes. Dette er i samsvar med børsmyndighetenes standpunkt i en sak fra 2002-03 om mulig konsolidering av Orkla ASA med Nordstjernen Holding AS. I denne saken bemerket børsklagenemnden at det forelå "et mer langsiktig samarbeid med sikte på å forhindre at - - får kontroll", og at også utøvelse av "denne type negativ kontroll må anses å falle inn under lovens krav om samarbeid om bruk av rettigheter som eier". Lagmannsretten kan for øvrig ikke se at 1997-loven eller EU-direktivet kan forstås med den begrensning at det bare er grunnlag for konsolidering i en forhindringssituasjon dersom det oppkjøpsfremstøt som søkes forhindret, er fremsatt på en spesiell måte eller fyller bestemte formkrav. Det avgjørende må være om andre interessenter gjør et reelt fremstøt for å etablere kontroll over målselskapet, og om dette faktisk søkes motvirket ved bruk av de aktuelle virkemidler. Hvorvidt det foreligger en slik situasjon, må vurderes og avgjøres ut fra de konkrete omstendigheter i saken.

Bruk av derivater som f. eks. TRS-avtaler for om mulig å oppnå kontroll over et aksjeselskap, kan ikke ses direkte omtalt i de aktuelle lovforarbeider, heller ikke til 2007-loven. Forholdet er imidlertid behandlet i børsens sirkulære 1/2003 om meldeplikt, innsideregler, flaggeplikt og tilbudsplikt for finansielle derivater. I sirkulæret uttales bl a at et verdipapirforetak plikter å melde alle finansielle derivater hvor underliggende er et børsnotert finansielt instrument. Videre pålegges en primærinnsider plikt til å melde finansielle derivatkontrakter etter § 3-1 i 1997-loven. Ettersom slike kontrakter ikke gir rettighet til den underliggende aksje, legges det til grunn at dette normalt ikke kan likestilles med erverv av aksjer etter § 4-1 fjerde ledd. Følgelig uttales at "Tilbudsplikt vil dermed normalt ikke kunne inntre som følge av inngåelse av slike kontrakter". Merknaden gir et relativt klart signal om at de nærmere omstendigheter kan gi grunnlag for unntak. Tilsvarende fremkommer av børsens brev av 25. september 2006 som svar på spørsmål fra et advokatfirma om TRS-avtaler i Sinvest-saken utløste tilbudsplikt.

Den relativt sparsomme børspraksis som foreligger går i samme retning. I Havila-saken fra 2003 ble det f. eks. lagt til grunn at samarbeid om opsjoner i en situasjon der det forelå konkurranse om kontroll med et aksjeselskap, utløste konsolidering. Resultatet i Sinvest-saken, som nettopp gjaldt TRS-avtaler og som ble avgjort samtidig med vår sak, bygger på samme syn. Den ankende part hevder på den annen side at Rieber-saken fra 2003 og 2005, og som også gjaldt TRS-avtaler, viser at konsolidering krever samarbeid om utøvelse av stemmerett. Lagmannsretten er ikke uten videre enig i en slik forståelse av det som skjedd. I denne saken sendte AS Atlantis Vest, i motsetning til SeaDrill, melding til

børsen om inngåelse av TRS-avtaler som gjaldt aksjer i selskapet Rieber & Søn ASA. Børsen svarte ved å be om nærmere opplysninger. Dette viser at børsen må ha lagt til grunn at slike avtaler kunne utløse konsolidering. Etter utfyllende redegjørelse fra Atlantis ble det ikke tatt noe videre initiativ fra børsens side. Det samme gjentok seg i 2005 da nye TRS-avtaler ble inngått. At børsen ikke fattet konsolideringsvedtak, er fra børsens side forklart med at det ikke forelå noen konkurranse- eller oppkjøpssituasjon. Dette er åpenbart et moment av vital betydning for konsolideringsspørsmålet, og lagmannsretten har ikke holdepunkter for å anta at børsens vurdering av situasjonen den gang var uriktig. Lagmannsretten tilføyer at mulig unnlattelse av å bruke konsolideringsadgangen i ett enkeltstående tilfelle ikke vil gi SeaDrill noe rettslig krav om tilsvarende behandling.

Basert på den faktiske situasjon som forelå fra april til september 2006, særlig SeaDrills og Carnegies motiver for å inngå de aktuelle TRS-avtaler, og deres felles forståelse om hvordan de mente å innrette seg og faktisk gjennomførte dette, finner lagmannsretten i likhet med tingretten at det var grunnlag for konsolidering mellom selskapene etter verdipapirhandelloven § 4-1, jfr § 1-4 nr 5. Dette innebar at det tilbud SeaDrill hadde fremsatt ikke kunne godkjennes.

Et neste spørsmålet gjelder konsoliderings betydning for tilbudsprisen. Forholdet reguleres av verdipapirhandelloven § 4-10 sammenholdt med § 4-5 første ledd. Sistnevnte bestemmelse fastslår at *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".

Lagmannsretten er enig med tingretten i at det er mest naturlig å forstå ordlyden i § 4-5 første ledd slik at konsolidering i utgangspunktet får anvendelse i forhold til samtlige regler om tilbudsplikt i loven kap 4. Lovteksten gir i hvert fall ikke særlige holdepunkter for å anta at bestemmelsen bare skulle ha virkning for spørsmålet om det er grunnlag for konsolidering eller ikke. Retten ser på den annen side ikke bort fra at det kan være bestemmelser i kap 4 om tilbudsplikt som ikke kan anvendes i en konsolideringssituasjon. Spørsmålet her er imidlertid begrenset til anvendelsen av § 4-10, jfr. § 1-4 nr 5. Lagmannsretten kan ikke se at lovforarbeider, forvaltningspraksis, EU-direktivet eller uttalelser i juridisk litteratur taler mot børsmyndighetenes lovforståelse. Samtidig støttes myndighetenes standpunkt av åpenbare og sterke reelle hensyn. Reglene om tilbudsplikt og konsolidering er som nevnt utformet med sikte på å sikre at minoritetsaksjonærer får del i den kontrollpremie som den som søker kontroll over et selskap er villig til å betale. En regel om at tilbudsplikten utelukkende skal knyttes til den pris som tilbyderer faktisk har betalt i en forutgående periode på 6 måneder, vil det i praksis kunne være enkelt å omgå. Nettopp det at to eller flere handler i forståelse med hverandre utløser kravet om konsolidering, tilsier at begge erverv hensyntas ved fastsettelse av tilbudsprisen.

Et særlig forhold gjelder den omstendighet at børsmyndighetene har lagt til grunn at konsolideringsgrunnlag forelå allerede i begynnelsen av april, mens tilbudsplikten ble

utløst i september, og slik sett er knyttet til SeaDrills aksjeerverv den 7. september. Tilbudsplikten er derfor lagt på SeaDrill, mens prisen er forankret i Carnegies aksjeerverv den 6. april.

Lagmannsrettens ser dette forhold som en konsekvens av at Carnegie og SeaDrill unnlot å melde de aktuelle TRS-avtaler og ervervet av tilhørende sikringsaksjer slik at børsen, inntil disse opplysninger kom frem i slutten av september etter henvendelse fra børsen, var ukjent for børsen og markedet. På det tidspunkt hadde Carnegie overdratt sikringsaksjene til SeaDrill, som fremsatte pliktig tilbud, ikke ut fra antatt konsolidering med Carnegie, men med Smedvig. Som følge av de involvertes tilbakeholdelse av opplysninger fikk man dermed et spesielt hendelsesforløp som ikke bør tillegges utslagsgivende betydning i deres favør. For så vidt angår spørsmålet om plikt til å melde de aktuelle transaksjoner, er det tilstrekkelig å vise til det forelegg som Økokrim utferdiget mot Carnegie den 28. september 2007 for unnlatt overholdelse av flaggereglene i verdipapirhandelloven § 3-2 og børssirkulære 1/2003.

Lagmannsretten kan for øvrig ikke se at det er noe i veien for å velge den løsning som børsmyndighetene har valgt. Hvorvidt det reelt forelå grunnlag for konsolidering allerede i april, i juni eller på noe annet tidspunkt før september, er det ikke grunn til å gå nærmere inn på. Avgjørende må være at det i hvert fall forelå grunnlag for konsolidering i begynnelsen av september, ut fra den kunnskap børsmyndighetene etter hvert fikk om hva som hadde skjedd. Etersom SeaDrill selv erkjente tilbudsplikten, en plikt som udiskutabelt forelå på det tidspunkt, var det naturlig å knytte plikten til SeaDrill selv om børsmyndighetene baserte seg på konsolidering mellom SeaDrill og Carnegie utfra situasjonen i første halvår 2006. At plikten alternativt kunne vært lagt på Carnegie dersom myndighetene hadde blitt kjent med forholdene på et tidligere tidspunkt, endrer ikke dette. Etter det som er kommet frem er det ellers på sin plass å oppfatte SeaDrill som den sentrale aktør som har brukt Carnegie som en medhjelper. Også dette tilsier at tilbudsplikten hviler på SeaDrill, jfr. uttalelser i NOU 1996:2 pkt 9.3.8.5 om hvem tilbudsplikten bør påligge i en konsolidert gruppe. Retten konstaterer videre at myndighetenes forutsetning om tilbudspris bygger på erverv som Carnegie foretok innenfor fristen på 6 måneder i verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd. Forutsatt at det er grunnlag for konsolidering mellom SeaDrill og Carnegie, er lovens vilkår for fastsettelse av tilbudspris dermed oppfylt.

Den ankende part hevder atter subsidiært at det foreligger rett til nedsalg etter verdipapirhandelloven § 4-9, jfr § 4-8. SeaDrill aksepterer riktignok at § 4-8 tredje ledd er slik å forstå at melding om tilbud ikke kan endres til melding om nedsalgsrett. Men det gjøres gjeldende at børsmyndighetenes avgjørelse innebar at det ble etablert et nytt grunnlag for tilbudsplikten, som må utløse en egen rett til nedsalg. I denne sammenheng er det vist til at det tilbudet som SeaDrill fremsatte i begynnelsen av september ikke kunne utløse forventning om utløsning til høyere pris enn kr 92, som angitt i dette tilbudet.

Også på dette punkt har lagmannsretten vanskelig for å følge den ankende parts anførsler. Som påpekt av tingretten utløses tilbudsplikten uavhengig av om børsen treffer konsolideringsvedtak eller ikke. Med grunnlag i lovens bestemmelser inntreffer tilbudsplikten i og med - og som en automatisk følge av - at noen som defineres som nærstående, til sammen erverver mer enn 40 % av aksjene i et selskap. Dette skjedde i hvert fall i september, og SeaDrill tok konsekvensene av dette ettersom selskapet fremsatte et pliktig tilbud. Tilbud skal godkjennes - eller underkjennes - av børsen etter § 4-14 første ledd. Et vesentlig moment i denne godkjennelsesprosessen vil være den tilbudte pris, herunder etter omstendighetene spørsmålet om det er grunnlag for konsolidering. Er tilbudsprisen for lav, vil børsen måtte underkjenne eller oppheve tilbudet. Børsen skal derimot ikke treffe vedtak om hvorvidt det foreligger tilbudsplikt med mindre erververen unnlater å gi melding eller bestrider at det foreligger tilbudsplikt, jfr. § 4-8 annet ledd. Det var ikke tilfelle her ettersom SeaDrill aksepterte at det forelå tilbudsplikt. At SeaDrill var av den oppfatning at det ikke forelå grunnlag for konsolidering i forhold til Carnegie, kan ikke være avgjørende. Dette var bare en premiss for vedtaket om ikke å godkjenne tilbudet, men ikke noe eget vedtak. Så vel børsstyret som børsklagenemnden begrenset seg til å underkjenne tilbudet fra SeaDrill. Følgelig kan ikke hevdes at det forelå noen ny avgjørelse som utløste egen rett til nedsalg.

Igjen understøttes dette standpunktet av reelle hensyn. I verdipapirhandelloven § 4-10 tredje ledd er det innført et uttrykkelig forbud mot å gjøre et tilbud betinget. I praksis er det nærliggende å vurdere situasjonen dit hen at det var nettopp et slikt tilbud SeaDrill forsøkte å fremsette. Selskapet unnlot å gi offentlig informasjon om TRS-avtalene, og baserte seg på sin egen vurdering om at det ikke var grunnlag for konsolidering med Carnegie. På dette grunnlag fremsatte selskapet et tilbud på et langt lavere prisnivå enn konsolidering med Carnegie skulle tilsi, og uten å gjøre bruk av den nedsalgsrett selskapet i utgangspunktet hadde. Selskapet tok dermed en bevisst risiko om at opplegget ville få børsens godkjenning. Dersom man i en slik situasjon åpner for nedsalgsrett etter at den linje tilbyderer har valgt feil, vil det innebære å gi SeaDrill en mulighet for å ombestemme seg og gå fra det tilbud selskapet hadde satset på. En angrerett i et slikt tilfelle vil ikke være mindre betenkelig enn å godta et betinget tilbud. Et betinget tilbud vil i det minste komme i en åpen form, mens det som her har skjedd er, som allerede påpekt, at SeaDrill forsøkte å trekke fordeler av tilbakeholdte opplysninger. En slik fremgangsmåte bør ikke belønnes.

Anførselen om at minoritetsaksjonærene ikke kunne ha forventning om utløsning på høyere kurs enn kr 92, har etter forholdene liten vekt. Andre aksjonærer må antas å ha vært kjent med at det i april 2006 ble kjøpt aksjer til langt høyere kurser, og likeledes at bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd henviser til priser betalt i en periode på 6 måneder før begynnelsen av september, d. v. s. til og med begynnelsen av mars. I den utstrekning andre aksjonærer var innstilt på å akseptere kr 92 per aksje, var

dette en direkte følge av de tilbakeholdte opplysninger. Forholdsvis hurtig, før utløpet av korteste akseptfrist etter § 4-11 og før SeaDrill hadde gitt informasjon om TRS-avtalene og sikringsaksjene, kom det for øvrig innspill fra andre aksjonærer som viste at disse ikke var innstilt på å akseptere kr 92. Lagmannsretten finner etter dette at SeaDrill ikke hadde rett til å fri seg fra tilbudsplikten ved å selge seg ned under lovens tilbudsgrense.

I verdipapirhandelloven finnes ingen uttrykkelig regel som gir børsmyndighetene kompetanse til å treffe vedtak som avviker fra lovens alminnelige system. Med henvisning til bl a § 4-8 hevder SeaDrill imidlertid at børsen har en diskresjonær adgang til å innrømme nedsalgsrett. Tingretten fant spørsmålet om børsen har anledning til å treffe avgjørelse på rimelighetsgrunnlag "temmelig tvilsomt", men kom til at børsen har en slik rett. Børsklagenemndens konkrete skjønnsutøvelse hadde tingretten derimot ikke grunnlag for å underkjenne.

Loven § 4-8 inneholder bestemmelser om melding til børsen dersom det foreligger tilbudsplikt. Annet ledd gjelder for tilfelle der slik melding ikke gis eller tilbudsplikt på annen måte bestrides. I så fall skal "børsen treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser". Lagmannsretten konstaterer at det i saken her verken var tale om manglende melding eller strid om hvorvidt det overhodet forelå tilbudsplikt. Spørsmålet var om det fremsatte tilbudet skulle godtas av børsen etter § 4-14.

Reglene om tilbudsplikt er detaljerte og tekniske i sin utforming. Det har tydeligvis vært viktig å skape mest mulighet klarhet og forutberegnelighet. Likebehandling av aksjeeiere står som et helt sentralt moment, jfr § 4-10 siste ledd. Det som vil være fordelaktig for tilbyder og noen aksjonærer, vil kunne være tilsvarende negativt for andre aksjonærer. Rimelighetshensyn i forhold til enkeltaktører vil derfor ha begrenset bærekraft som mulig grunnlag for en generell dispensasjonsadgang. En skjønnsbasert hjemmel for unntak vil videre føre til vanskelige avveininger i forholdet mellom tilbyder og minoritetsaksjonærer. Skal en aktør tilgodeses på bekostning av andre, bør det ha sikker forankring i det regelverk som er alminnelig kjent. Bestemmelsene i verdipapirhandelloven, herunder § 4-8, gir ingen slik klar hjemmel.

Lovforarbeidene er av interesse i denne sammenheng. Som påpekt av tingretten drøftes spørsmålet om nedsalgsrett i NOU 1996:2 s. 169. Utvalget gir her uttrykk for at melding om nedsalg bør kunne endres til melding om tilbud, men at tilbyder ikke skal kunne trekke seg etter at det er gitt melding om at tilbud vil bli fremsatt. Det heter videre:

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.

Disse merknadene kan oppfattes som et uttrykk for at børsen skulle ha en helt generell adgang til å godta nedsalg etter at tilbud er fremsatt. Uttalelsen må imidlertid sammenholdes med det konkrete lovforslag som utvalget fremmet. På samme måte som i den vedtatte loven, tok utvalget inn de aktuelle bestemmelser i §§ 4-8 og 4-9, gjengitt i NOU-en på s. 220. En vil her se at utvalget la opp til at det i meldingen skulle gis opplysning om det ville bli fremsatt tilbud eller foretatt nedsalg. Derimot sies det ikke noe om rett for tilbyder til å endre en melding i den ene eller annen retning. Ettersom en slik etterfølgende rett til å endre standpunkt ikke ble foreslått lovregulert, var det naturlig for utvalget å kommenterte dette i merknadene. Drøftelsen er imidlertid summarisk og tyder ikke på at utvalget gikk i dybden på dette punkt. Lagmannsretten antar f eks at det sjelden vil være til fordel for minoritetsaksjonærene om en tilbyder gis rett til nedsalg etter først å ha valgt alternativet med fremsettelse av tilbud.

Den videre lovbehandling endte opp med tilføyelse av et nytt tredje ledd i § 4-8, om rett til å endre beslutning om nedsalg til fremsettelse av tilbud, som angitt foran. Dette er behandlet i Ot prp nr 29 (1996-97) s. 77 der departementet sluttet seg til utvalgets forslag om at melding om salg kan endres til melding om fremsettelse av tilbud. Uten nærmere kommentarer sa departementet sa seg også enig med utvalget i at melding om tilbud ikke skulle kunne omgjøres til melding om nedsalg. Spørsmålet om det kunne gjøres unntak i særlig tilfelle, slik utvalget hadde antydnet, er ikke nevnt. Det samme gjelder for så vidt angår Innst O nr 83 (1996-97) s. 34, der stortingskomiteen refererer forslagene i proposisjonen og begrenser seg til å gi sin tilslutning til disse.

Betydningen av at departementet ikke uttrykkelig nevnte utvalgets synspunkt om mulig diskresjonær adgang for børsen til å åpne for nedsalg etter forutgående melding om tilbud, kan volde en viss tvil. Det kan hevdes at departementet burde ha tatt avstand fra utvalgets tanke dersom man var uenig i at børsen skulle ha en slik kompetanse. På den annen side har man ingen holdepunkter for å anta at departementet mente å slutte seg til et synspunkt om å gi børsen adgang til å treffe avgjørelse basert på rimelighet. I denne situasjonen finner lagmannsretten at man må falle tilbake på lovteksten, som ikke åpner for noen slik mulighet.

Lagmannsretten har etter dette ikke noe grunnlag for å sette børsklagenemndens vedtak til side som ugyldig. Følgelig er det ikke nødvendig for retten å gå inn på den subsidiære anførsel om alternativ tilbudspris med kr 132,076. Dette innebærer at tingrettens dom, domsslutningen pkt. 1 blir å stadfeste.

Saken er fullstendig tapt for SeaDrill, og lagmannsretten er enig med tingretten i at saksutfallet ikke har vært spesielt tvilsomt. Tvisten gjelder imidlertid meget betydelige beløp og reiser forholdsvis krevende juridiske spørsmål, som i for seg kan forklare at SeaDrill ønsket å prøve den for domstolene. Lagmannsretten kan likevel ikke se at saken har budt på slik tvil at det er grunnlag for å nytte unntaket i tvistemålsloven § 172 annet

ledd, første alternativ. Ingen av de øvrige alternativene i annet ledd har aktualitet. I medhold av § 172 første ledd, jfr § 180 annet ledd, vil den ankende part følgelig bli pålagt å dekke ankemotpartens og hjelpeintervenientens nødvendige omkostninger ved behandlingen i første instans.

Anken har vært forgjeves. Under henvisning til merknadene foran vil SeaDrill også bli pålagt å dekke motpartenes omkostninger ved ankebehandlingen, jfr. hovedregelen i tvistemålsloven § 180 første ledd.

Prosessfullmektig for ankemotparten Oslo Børs, har inngitt omkostningsoppgave som viser utgifter med kr 1.500.000 for tingretten og kr 1.400.000 for lagmannsretten, begge deler i sin helhet salær, med tillegg av merverdiavgift, til sammen kr 3.625.000 for begge instanser. Prosessfullmektig for hjelpeintervenienten, staten, har inngitt omkostningsoppgave som viser utgifter med kr 300.000 for tingretten og kr 396.000 for lagmannsretten, begge deler i sin helhet salær, til sammen kr 696.000 for begge instanser. Det er ikke fremkommet innvendinger mot disse oppgavene, som lagmannsretten ikke har spesielle merknader til, og som legges til grunn for erstatningsfastsettelsen.

Dommen er enstemmig.

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

1. Tingrettens dom, domsslutningens pkt. 1, stadfestes.
2. I saksomkostninger for tingrett og lagmannsrett betaler SeaDrill Limited til Oslo Børs ASA 3.625.000 - tremillionersekshundreogtjuefemtusen - kroner med tillegg av forsinkelsesrente etter forsinkelsesrenteloven § 3 første ledd fra forfall til betaling skjer.
3. I saksomkostninger for tingrett og lagmannsrett betaler SeaDrill Limited til staten v/Finansdepartementet 696.000 - sekshundreogtittisekstusen - kroner med tillegg av forsinkelsesrente etter forsinkelsesrenteloven § 3 første ledd fra forfall til betaling skjer.
4. Oppfyllelsesfristen etter pkt. 2 og 3 er 2 - to - uker fra forkynnelsen av dommen.