



OSLO BØRS

OSLO STOCK EXCHANGE

Advokatfirmaet Thommessen AS
v/ advokat Hans Cappelen Arnesen

Sendt per e-post til har@thommessen.no

Dato: 5. juli 2017

Salmar ASA – dispensasjon fra tilbudsplikt og overgangsregel

1 Innledning

Det vises til brev av 22. juni 2017 fra Advokatfirmaet Thommessen AS på vegne av Kverva AS («**Kverva**») med anmodning om uttalelser vedrørende tilbudsplikt i Salmar ASA («**SalMar**»), og søknad om dispensasjon fra tilbudsplikt, i tilknytning til en intern restrukturering av Kverva. Søknad om dispensasjon gjelder tilbudsplikt i SalMar for Nye Kverva AS' («**Nye Kverva**») erverv av samtlige aksjer i Kverva.

Når det gjelder eventuelle etterfølgende erverv er det i søknaden lagt til grunn at Kvervas posisjon i forhold til reglene om tilbudsplikt vil bli videreført for Nye Kverva etter reorganiseringen. Spørsmål vedrørende overgangsregelen i verdipapirhandelloven («vphl.») § 18-2 (2) omhandles.

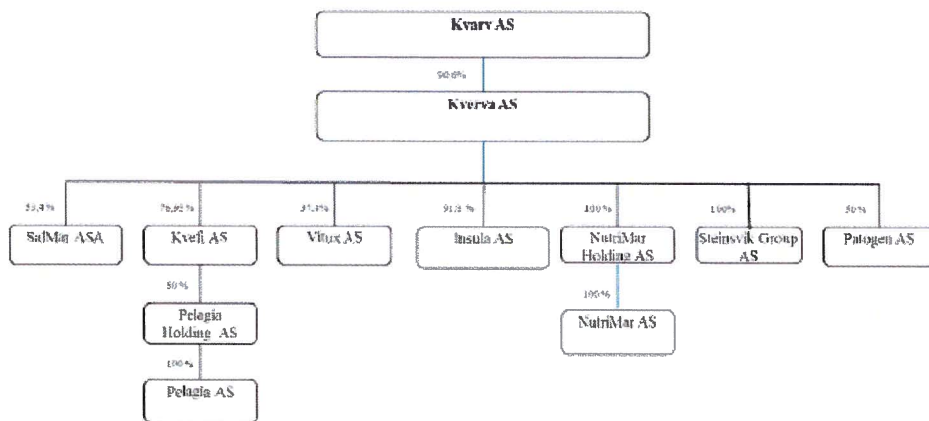
2 Faktiske forhold

På bakgrunn av det opplyste legger Oslo Børs til grunn følgende:

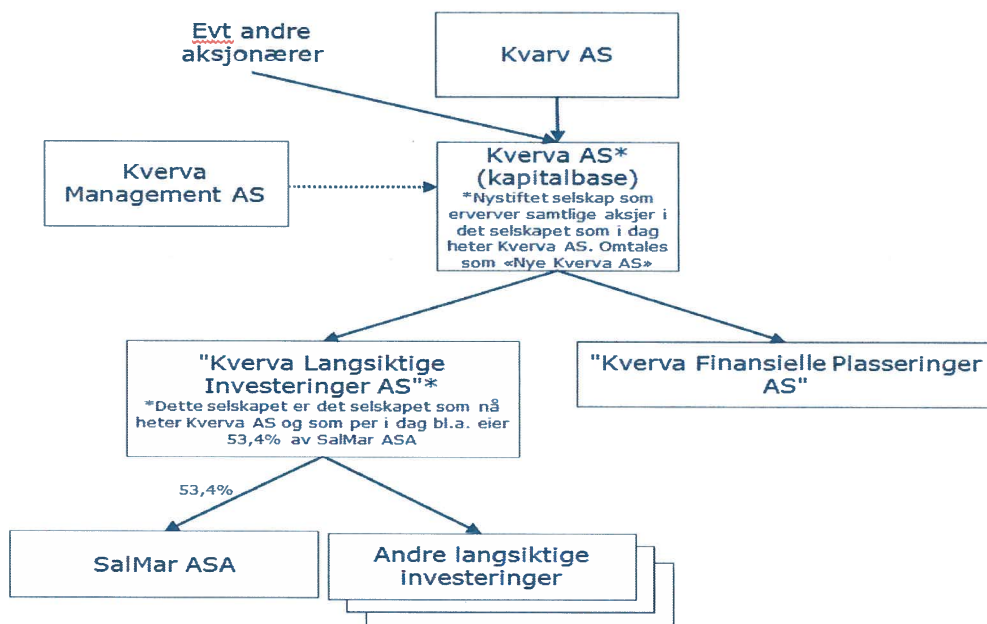
Kverva er et investeringsselskap med fokus på marin sektor. Kverva er eiet med 90,6 % av Kvarv AS («**Kvarv**»), som igjen er eiet av Gustav M. Witzøe (18 % av A-aksjene og 97 % av B-aksjene), Gustav Witzøe (80 % av A-aksjene og 1 % av B-aksjene) og Thomas Jessen (2 % av begge klasser).

Kvervas nåværende portefølje omfatter 60.500.000 aksjer i børsnoterte SalMar, tilsvarende 53,4 %, og en rekke investeringer i unoterte selskaper som Pelagia AS (36,7 %)¹, Vitux AS (37,4 %), Insula AS (91,8 %), NutriMar AS (100%), Steinsvik Group AS (100 %) og Patogen AS (50 %):

¹ Kverva AS eier 73,4 % av Kvefi AS som eier 50 % i Pelagia AS



Kverva vurderer å restrukturere sine eiendeler slik at kapitalbasen holdes i ett selskap, langsiktige investeringer i et annet og finansielle plasseringer i et tredje. Den planlagte strukturen er i hovedsak tenkt å bli som illustrert nedenfor:



Kvervas aksjepost i SalMar er en langsiktig investering. Kverva har siden SalMar ble børsnotert i mai 2007 uavbrutt vært eier av mer enn 50 % av aksjene i selskapet.

Etableringen av den nye strukturen er tenkt å finne sted ved at Kvarv etablerer et nytt datterselskap ("Nye Kverva AS") som erverver samtlige aksjer i Kverva AS (som da blir "Kverva Langsiktige Investeringer AS") mot oppgjør i aksjer i Nye Kverva. Videre vil Nye Kverva etablere et nytt datterselskap ("Kverva Finansielle Plasseringer AS") som det er planlagt at skal overta de aktiva i dagens Kverva som ikke skal eies av Kverva Langsiktige Investeringer AS. Slikt erverv kan skje gjennom utdeling, fisjon eller annen fremgangsmåte som man finner hensiktsmessig.

3 Tilbudspålikt ved indirekte erverv

Utgangspunktet for inntreden av tilbudspålikt følger av vphl. § 6-1 (1) ved at «Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked».

Nye Kverva vil ved den påtenkte fremgangsmåten erverve 100 % av aksjene i Kverva, som igjen eier 53,4 % av aksjene i SalMar. Nye Kverva erverver altså ikke Salmar ASA aksjene direkte, men via et annet selskap. I henhold til vphl. § 6-1 (2) kan tilbudspålikt utløses ved indirekte erverv av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk børsnotert selskap. Forutsetningen er at det indirekte ervervet omfatter "aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et [notert] selskap".

Kverva har anmodet børsen om å vurdere om denne bestemmelsen, vphl. § 6-1 (2), vil komme til anvendelse, slik at tilbudspålikt vil bli utløst i relasjon til SalMar, ved Nye Kvervas erverv av samtlige aksjer i Kverva.

Spørsmålet om Kvervas "vesentligste virksomhet" består i å eie aksjer i SalMar vil bero på en konkret vurdering i det enkelte tilfellet. I forarbeidene til tilsvarende bestemmelse i verdipapirhandelloven av 1997, Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 71 uttales det (departementet oppsummerer utvalgets fremstilling):

«Utvalget antar imidlertid at ikke ethvert kjøp av mer enn 50 % av aksjene i et selskap som eier aksjer i det børsnoterte selskapet, bør kunne utløse tilbudspålikt. Utvalget mener at en forutsetning må være at det mellomliggende selskapet ikke hadde annen vesentlig virksomhet enn aksjene i det børsnoterte selskapet. Erverv av mer enn 50 % av aksjene i et selskap med betydelig virksomhet, der aksjer i det børsnoterte selskapet kun er en liten del, bør etter utvalgets syn ikke ses som et kontrollskifte i det børsnoterte selskapet. Utvalget viser til at spørsmålet om selskapets vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i det børsnoterte selskapet, vil avhenge av en konkret vurdering i det enkelte tilfellet. I det engelske regelverket er det ifølge utvalget, lagt til grunn at tilbudspålikt normalt vil inntre der 75 % av selskapets aktiva består av de børsnoterte aksjene. Utvalget antar at en lignende grense bør kunne være veiledende for skjønnet også etter den bestemmelse som foreslås i verdipapirhandelloven.»

I forarbeidene vises det altså til en grense på 75 % av selskapets aktiva fra engelsk rett for når det er lagt til grunn at tilbudspålikt normalt vil inntre, og det norske lovutvalget antar at en lignende grense bør kunne være veiledende for skjønnet.

I Vedtak og uttalelser 2011 s. 133 - Børsklagenemndens sak 1/2011: Wilh. Wilhelmsen – kommenterer Oslo Børs vurderingsnormen noe nærmere:

«Spørsmålet om selskapets vesentlige virksomhet er å eie aksjer i det børsnoterte selskapet vil avhenge av en konkret vurdering i det enkelte tilfellet på tidspunktet for ervervet. I vurdering vil det være relevant å se hen til hvor stor andel av det mellomliggende selskaps virksomhet eierskapet i de børsnoterte aksjene utgjør (målt i for eksempel aktiva, markedsverdi og/eller profitt), i hvilken grad eierskapet må anses å påvirke prisen på aksjene i det mellomliggende selskap, art og omfang av det mellomliggende selskapets virksomhet for øvrig, formålet ved ervervet mv. Vurderingen vil normalt kreve en mer inngående analyse av de nevnte forhold på tidspunktet for det aktuelle ervervet.»

Utgangspunktet for vurderingen er at denne terskelen med hensyn til det relative verdiforholdet ikke vil være avgjørende alene, verken etter norsk eller engelsk rett. Forarbeidene det henvises til er av

eldre dato, kortfattede, og gir kun en antydning av hva som bør kunne være veiledende. Det forarbeidene imidlertid tydelig uttaler er at der aksjer i det børsnoterte selskapet kun er en liten del, bør det etter utvalgets syn ikke ses som et kontrollskifte i det børsnoterte selskapet.

Etter det Oslo Børs erfarer så er det i dag slik i engelsk rett at grensen er satt ned fra 75 % og at den veiledende grensen etter «The Takeover Code» nå er 50 % i normale tilfeller.

Oslo Børs er under enhver omstendighet av den oppfatning at grensen på 75 %, basert på tidligere forarbeider, er noe høy som et utgangspunkt for grense for å vurdere hva som er et selskaps (Kverva AS') «vesentligste virksomhet».

Aksjeposten på 53,4 % i SalMar er sentral for Kvervas virksomhet sett i forhold til øvrig virksomhet som Kverva innehar. Av hele porteføljen til Kverva verdsettes SalMar aksjene til 74,3 % av aktiva. For øvrig består de største postene i Kvervas portefølje av tilsvarende 36,7 % eierandel i det unoterte selskapet Pelagia AS (7,6 % av porteføljen), 100 % i Steinsvik Group AS (3,9 % av porteføljen) og 91,8 % av Insula AS (2,9 % av porteføljen). Tallene følger av 1. kvartal rapport for 2017 for Kverva gruppen.

Det er liten tvil om at Kvervas eierskap i SalMar i stor grad påvirker verdien av førstnevnte selskap.

Utover ovennevnte er det i søknaden om dispensasjon fremhevet at Kverva er et investeringsselskap og ikke et holdingselskap, og at verdsettelsen av selskapet følgelig vil påvirkes av en rekke forhold utover børsverdien av aksjeposten i SalMar. Kverva Management AS, med syv ansatte, har som oppgave å rådgje Kverva i dets virksomhet og i første rekke i tilknytning til de langsiktige investeringene.

Kverva har siden børsnoteringen i 2007 vært eier av over 50 % av aksjene i SalMar. Vurderingen av «vesentligste virksomhet» i Kverva må uansett gjøres på ervervstidspunktet, altså når Nye Kverva erverver 100 % av aksjene i Kverva.

I foreliggende sak inngår det indirekte ervervet som et ledd i en reorganisering for å oppnå en mer effektiv struktur for Kvervas investeringer. Transaksjonen er ikke motivert av å omgå tilbudspliktregler i forbindelse med et kontrollskifte, og det ultimate eierskapet påvirkes ikke. Dette endrer dog ikke konklusjonen på børsens vurdering av dette spørsmålet, men vil ha betydning for børsens vurdering av mulig dispensasjon fra tilbudsplikt i spørsmål 4 nedenfor.

Oslo Børs er på bakgrunn av ovennevnte av den oppfatning at Kvervas "vesentligste virksomhet" består i å eie aksjer i SalMar.

Oslo Børs mener at vphl. § 6-1 (2) kommer til anvendelse og at det derfor i utgangspunktet utløses tilbudsplikt i SalMar ASA ved Nye Kverva AS' erverv av samtlige aksjer i Kverva AS.

4 Vurdering av dispensasjon

På bakgrunn av at Oslo Børs mener at reorganiseringen av Kverva i utgangspunktet vil utløse tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (2), jf. pkt. 3 over, søkes det om dispensasjon fra slik tilbudsplikt for Nye Kverva i henhold til vphl. § 6-2 (3) ettersom ervervet foretas fra Kverva, som Nye Kverva vil være identifisert med etter vphl. § 6-5.

Etter vphl. § 6-1 (6) utløses tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5 når erververen passerer tilbudspliktgrensen. Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet,

kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med, jf. vphl. § 6-2 (3). I forarbeidene, NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), er det om dispensasjonsvurderingen uttalt at det skal legges vekt på om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Ettersom Nye Kverva vil være et nystiftet selskap som i dag ikke eier noen aksjer i SalMar, vil Nye Kverva i utgangspunktet utløse tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (1) ved ervervet av aksjene fra Kverva ved at Nye Kverva indirekte vil erverve 53,4 % av aksjene i SalMar, altså over 1/3 av aksjene i SalMar, jf. vphl. § 6-1 (6).

Nye Kverva vil være å anse som nærstående til Kverva, jf. vphl. § 6-5, jf. § 2-5 nr. 3. Nye Kvervas erverv av aksjer i SalMar gjennom Kverva vil således utgjøre et erverv fra noen som vedkommende er identifisert med i relasjon til verdipapirhandelloven § 6-2 (3).

Det fremgår av nevnte forarbeider at tilbudspliktreglene ikke bør forhindre hensiktsmessig restrukturering av selskaper og at for overdragelser innenfor konsern bør tilbudsplikt normalt ikke inntre ved overføring av aksjer til et heleidd datterselskap opprettet for dette formål.

Det er opplyst til børsen at den nye strukturen er planlagt slik at Kvarv etablerer det nye datterselskapet Nye Kverva, som erverver samtlige aksjer i Kverva som da blir Kverva Langsiktige Investeringer AS. I sistnevnte selskap vil børsposten på 53,4 % i SalMar ligge. Det er opplyst at den eneste endringen vil være at det vil bli etablert et nytt mellomliggende selskap og at den ultimate kontrollen i gruppen vil fortsatt ligge hos Witzøe. Det dreier seg om en intern reorganisering for å legge til rette for en mer hensiktsmessig selskapsstruktur.

Oslo Børs er på bakgrunn av ovennevnte av den oppfatning at Nye Kvervas erverv av samtlige aksjer i Kverva ikke innebærer et kontrollskifte eller kan være et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte.

Oslo Børs mener at det foreligger slike særlige grunner at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten i SalMar for Nye Kverva etter vphl. § 6-2 (3) for det planlagte ervervet av samtlige aksjer i Kverva.

Dispensasjoner fra tilbudsplikt bør inneholde en tidsramme for gjennomføring. Innen 31. desember 2017 anses passende.

5 Etterfølgende tilbudsplikt

Videreføring av stilling i forhold til reglene om tilbudsplikt

Etter reglene om etterfølgende tilbudsplikt, vphl. § 6-6 (2), vil en aksjeeier som har passert terskelen for tilbudsplikt på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, utløse etterfølgende tilbudsplikt ved ytterligere erverv som øker stemmeandelen.

I overensstemmelse med tidligere uttalelser fra Oslo Børs, om kontinuitet ved overdragelse i medhold av dispensasjon fra tilbudsplikt, er vi av den oppfatning at Nye Kverva etter det indirekte ervervet av aksjene i SalMar, med hensyn til reglene om tilbudsplikt, vil stå i samme stilling som Kverva før overdragelsen. Nye Kverva overtar med dette den posisjon som Kverva har i dag.

Overgangsregel i verdipapirhandelloven § 18-2 (2)

Kverva har siden SalMar ble børsnotert i mai 2007 uavbrutt vært eier av mer enn 50 % av aksjene i selskapet, og kan følgelig erverve ytterligere aksjer i SalMar uten å utløse tilbudsplikt. Det anmodes

Oslo Børs om å bekrefte at Nye Kverva, etter overdragelsen, i henhold til overgangsregelen i verdipapirhandelloven § 18-2 (2) ikke vil være omfattet av tilbudspliktgrensen på 50 % så lenge deres aksjeinnehav i SalMar ikke faller under 40 %.

I henhold til vphl. § 6-6 (1) utløses gjentatt tilbudsplikt dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer 40 prosent eller mer av stemmene i selskapet og tilsvarende ved 50 %. Overgangsregelen i vphl. § 18-2 (2) innebærer at «§ 6-6 første ledd gjelder ikke for aksjeeier som ved denne lovs ikrafttredelse falt inn under unntaket i lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel § 4-6 annet ledd nr. 2 og som etter børsnotering uavbrutt har eid aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene».

Oslo Børs er av den oppfatning at isolert sett, basert på kontinuitet fra Kverva, så vil Nye Kverva falle inn under ordlyden i vphl. § 18-2 (2). Ved gjeldende verdipapirhandellovs ikrafttredelse i 2008 falt Kverva inn under unntaket i verdipapirhandelloven av 1997 § 4-6 (2) nr. 2, ved å eie mer enn 40 % av aksjene i SalMar ved børsnoteringen i mai 2007 samt uavbrutt frem til nå å ha eiet aksjer som representerer mer enn 40 % av stemmene.

Intensjonen med overgangsregelen i vphl. § 18-2 (2) er etter Oslo Børs' oppfatning imidlertid noe mer nyansert for det forhold at aksjeeiere skal få unntak fra gjentatt tilbudsplikt ved erverv av mer enn 50 %. Dette var en ny terskel som ble innført ved vphl. av 2007. I forarbeidene, Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 447 uttales følgende om denne terskelen i relasjon til overgangsregelen:

«Etter departementets syn er det imidlertid naturlig å unnta aksjeeiere som falt inn under dette unntaket fra reglene om gjentatt tilbudsplikt (og da i praksis grensen på 50 pst). For slike aksjeeiere vil en ny tilbudsplikt ved erverv av mer enn 50 pst kunne fremstå som urimelig, siden de ikke vil kunne ha forutsett en slik endring i sin rettssituasjon ved børsnotering. I slike situasjoner vil det for øvrig ofte ha vært en dominerende eier hele tiden mens selskapet har vært på børs, og det vil neppe skje et kontrollskifte ved senere økninger av denne eierandelen. De bærende hensyn bak reglene om gjentatt tilbudsplikt slår derfor ikke til i samme grad.»

I foreliggende sak eier imidlertid Kverva 53,4 % av aksjene i SalMar per i dag. Passering av terskel for tilbudsplikt til over 50 % forsetter derfor at Kverva (eller Nye Kverva) først reduserer sitt eierskap til under 50 %. En slik forutgående reduksjon av eierskapet til under 50 % vil etablere en ny kontrollsituasjon i selskapet og en etterfølgende økning av eierskapet til over 50 % vil utgjøre en ny kontrollbegivenhet. Reelle hensyn og formålet med overgangsregelen tilsier at aksjeeiere ikke kan gå under, for deretter å krysse 50 %-terskelen uten at det medfører gjentatt tilbudsplikt.

På bakgrunn av ovennevnte, er Oslo Børs av den oppfatning at Nye Kverva etter overdragelsen, i henhold til overgangsregelen i verdipapirhandelloven § 18-2 (2), vil være omfattet av tilbudspliktgrensen på 50 % så lenge deres aksjeinnehav i SalMar faller under denne grensen.

Børsens vurdering av forholdet til etterfølgende tilbudsplikt er ikke omfattet av dispensasjonsmyndigheten, men utgjør kun en uttalelse om lovtolkningsspørsmål.

6 Vedtak

Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt for Nye Kverva AS for indirekte erverv av 60.500.000 aksjer i SalMar ASA, gjennom erverv av samtlige aksjer i Kverva AS. Overdragelsen må gjennomføres innen 31. desember 2017.

Senest samtidig med at avtale eller beslutning om overdragelsen foreligger, skal Nye Kverva AS sørge for at det ved alminnelig børsmelding offentliggjøres at Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for overdragelsen. Oslo Børs skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen og vedtaksbrevet for dispensasjonen vil deretter offentliggjøres i sin helhet.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse.

Det bes om tilbakemelding til Oslo Børs dersom overdragelsen til Nye Kverva AS ikke gjennomføres. Det bemerkes at dispensasjonen fra tilbudsplikt er gitt på bakgrunn av de opplysninger som er gitt i søknaden. Ved endringer i disse forhold må Oslo Børs kontaktes for eventuelt ny vurdering.

Med vennlig hilsen
OSLO BØRS ASA



Gunnar Eckhoff
Advokat