

OPPDATERING FRA FORFATTEREN

Valutakursen 10,80 er utdatert — korrigerte NOK-tall

USD/NOK står i 9,58 per 26. juli 2026. Rapportens USD-baserte beregninger er uendret; alle NOK-omregninger nedjusteres ~11 %.

Om denne siden: Tilføyd 26. juli 2026, etter publisering. Rapportens opprinnelige tall (24. juli) bygde på en antatt «konservativ» kurs på 10,80; den holdt ikke. Tabellen under viser de samme størrelsene omregnet til dagens kurs — selve rapporten står uendret. USD-tallene og all selskapsrettslig analyse er upåvirket.

KORRIGERTE NØKKELTALL (USD/NOK 9,58)

STØRRELSE	USD	RAPPORTEN (10,80)	KORRIGERT (9,58)
SOTP total transaksjonsverdi	6 274 000	NOK 67,8 mill.	NOK 60,1 mill.
SOTP per effektiv aksje (20,14 mill.)	—	NOK 3,39	NOK 2,98
Kontantkomponent (per effektiv aksje)	4 000 000	NOK ~2,1–2,2	NOK ~1,90
Nye Bruton-anker (kap. 4, midtscenario)	213 mill.	NOK ~2,3 mrd	NOK ~2,04 mrd

KONSEKVENSER FOR LESNINGEN

Verdsettelsesgapet krymper. Avstanden fra markedskursen (2,80 per 23. juli) til SOTP-verdien er ikke ~0,6 kr (21 %), men ~0,2 kr (6 %). Markedet priser skallet nær rapportens egen forhandlingsmodell — ikke vesentlig under den.

Forhandlingsrommet flyttes ned. Kontantgulvet går fra ~2,2 til ~1,9; et midtpunktanker rundt 3,6 glir mot ~3,2–3,4. Retningen i rapportens argument består, men premien som forhandles om er mindre i NOK.

Utvanningstabellen (kap. 4) er strukturelt uendret — den er scenariobasert i NOK. Kun det USD-forankrede midtscenarioet flyttes (2,3 → ~2,0 mrd), som isolert gir marginalt høyere utvanningsprosent for samme 2020B-verdi.

EQUITY RESEARCH & STRATEGIC REPORT

En mulig selskapsrettslig snarvei: RTO-hypotesen for Bruton Ltd. og 2020 Bulkers

En uavhengig finansiell analyse av Tor Olav Trøims shipping-økosystem

DATO

24. juli 2026

FORFATTER

Buggie1971

TICKERE

BRUT · 2020

HYPOTESE-RAPPORT

Dette er en falsifiserbar hypotese om en mulig Reverse Takeover (RTO) – ikke en påstand om en besluttet transaksjon. Rapporten inneholder spekulativt innhold i tillegg til dokumenterte fakta, og skal leses som en analyse av hva som må observeres i selskapenes generalforsamlinger for at en RTO skal være tilfelle.

INNHold

- | | | | |
|----|--|----|--|
| 00 | Executive summary | 01 | Introduksjon og strategisk bakgrunn |
| 02 | Den dokumenterte tidslinjen og ordlydsanalysen | 03 | Selskapsrettslig mekanikk og den bilaterale RTO-ruten |
| 04 | Markedsobservasjoner, verdsettelse og utvanningseffekten | 05 | Langsiktig finansiering i Growth Co og Magni Partners' rolle |
| – | Om utarbeidelsen, kilder og disclaimer | | |

SAMMENDRAG

Executive summary

Denne rapporten presenterer en hypotese rundt den forestående restruktureringen av tankrederiet Bruton Limited (Euronext Growth Oslo, ticker BRUT) og det børsnoterte skallet 2020 Bulkera Ltd. (Oslo Børs, ticker 2020). Mens en del av markedet har avskrevet muligheten for en Reverse Takeover (RTO) fordi generalforsamlingsinnkallingene ikke inneholder eksplisitte punkter om fusjon eller RTO, viser denne analysen at det selskapsrettslige maskineriet for å kunne utføre en slik transaksjon på styrenivå faktisk finnes i selskapenes byelaws. Selve RTO-en er likevel ikke besluttet eller bekreftet – den forblir en hypotese som må avkreftes eller bekreftes av vedtakene som dukker opp i generalforsamlingene.

HOVEDPUNKTER I ANALYSEN

- + **Den dokumenterte tidslinjen:** Endringen av 2020 Bulkera's revisor til EY i mai 2025 (før flåtesalget), samt den uforklarte flyttingen av ordinær generalforsamling fra 12. mai til 25. august 2026, peker mot en langsiktig synkronisering mot Brutons generalforsamling 12. august.
- + **Ordlydens krystallisering:** I 2020 Bulkera's Q1 2026-rapport er beskrivelsen av skallets kjerneverdier «platform, listing and management» – der særlig «listing» (selve hovedlistenoteringen) fremstår som et bevisst fremhevet aktivum ved siden av plattformen og driftsapparatet.
- + **Selskapsrettslige snarveier:** Ved å utnytte de utvidede styrefullmaktene og overføringen av kapital til Contributed Surplus på Brutons generalforsamling kan styret gjennomføre et bilateralt Asset Dropdown (tingsinnskudd) av de fire første VLCC-ene inn i 2020 Bulkera-skallet. Det ville i så fall bare kreve ett aksjonærvedtak – en økning av 2020 Bulkera's kapital – som er den nødvendige stemmen for å fullføre en RTO, og som omgår tidkrevende fusjonsavstemninger. (Et slikt kapitalvedtak er per nå ikke bekreftet som et agendapunkt.)
- + **Verdsettelsesgap og Sum-of-the-Parts:** En dokumentert netto short-posisjon på 4,54 % per 22. juli 2026 (GSA Capital og to Citadel-enheter, jf. Finanstilsynets shortregister; Squarepoint var blant de mest aktive i oppbyggingsfasen) – muliggjort av aksjeutlån via bl.a. Goldman Sachs (flaggemelding: størstedelen av aksjene utlånt) – har falt sammen med at 2020 Bulkera-kursen er presset ned mot 2,80 kroner. Den firedelte forhandlingsmodellen (Cash, Platform, Listing, Management) tilsier at en eventuell forhandlet transaksjonsverdi kan ligge over dagens markedskurs, mens den beregnede utvanningen for Brutons aksjonærer forblir begrenset (1,6–5,0 % i scenariomatrisen i kapittel 4; ca. 3,4 % i midtscenariot).
- + **2028/2029-horisonten (hypotetisk finansieringsmodell):** For de åtte gjenværende nybyggene i Growth Co skisseres en sannsynlig, men ubekreftet, finansieringsvei – rullerende dropdowns, Magni Partners' brolån, kinesisk sale-and-leaseback og eventuelt videresalg av kontrakter – utledet av Trøim-systemets historiske mønster, ikke av bekreftede avtaler.

KONKLUSJON

Markedet priser i dag 2020 Bulkurs nær ren kontantverdi, i en periode preget av spekulasjonspreget handel (som under kurstoppen 12. mai). Analysen peker på et gap mellom denne prisingen og den forhandlingsmodellen (Cash, Platform, Listing, Management) ledelsen selv har skissert. Om dette gapet realiseres, avhenger av om RTO-hypotesen faktisk materialiserer seg i selskapenes generalforsamlinger – noe rapporten verken slår fast eller anbefaler å handle på, men analyserer. Alternative forklaringer – ren opsjonsbevaring i skallet eller en transaksjon med en urelatert motpart – er fullt mulige; en Trøim-intern transaksjon vurderes her kun som den mest nærliggende tolkningen av mønsteret.

VIKTIG OM HYPOTESENS NATUR

Dette er en falsifiserbar hypotese, ikke en påstand om en besluttet transaksjon. Den bekreftes eller avkreftes av hvilke vedtak som faktisk dukker opp i generalforsamlingene – særlig i 2020 Bulkurs' innkalling til 25. august (ikke publisert ennå). Den enkeltmarkøren som må observeres for at en RTO skal være mulig, er et vedtak om økt kapital i 2020 Bulkurs (den nødvendige «aksjevalutaen» for et tingsinnskudd). Kapittel 3 spesifiserer hele sjekklisten av markører å se etter.

KAPITTEL 01

Introduksjon og strategisk bakgrunn

MERKNAD OM RAPPORTENS STATUS

Dette dokumentet fremsetter en hypotese, ikke en konstatering av faktum. Påstanden om en forestående Reverse Takeover (RTO) er ikke bekreftet av selskapene, og rapporten blander dokumenterte fakta (børsmeldinger, bye-laws, finanskalendere, revisorforhold) med spekulativ tolkning av hvordan disse elementene kan settes sammen. Formålet er å definere en falsifiserbar hypotese: hvilke konkrete vedtak og signaler vi må se – særlig i selskapenes generalforsamlinger – for at en RTO skal være tilfelle. Der rapporten går fra fakta til tolkning, er dette søkt markert i teksten. Ingenting her er investeringsråd (se disclaimer).

Om Bruton Limited: Bruton er et Bermuda-registrert maritimt investeringsselskap notert på Euronext Growth Oslo (ticker BRUT), stiftet 12. juli 2023 og sponset av Tor Olav Trøims Magni Partners, med Trøims Drew Holdings blant de største eierne. Selskapet drives «asset-light» med lave administrasjonskostnader gjennom støtteavtaler med Magni Partners, og kjernen er et VLCC-nybyggingsprogram – i dag tolv skip – holdt gjennom en heleid datterselskapsstruktur: Bruton Ltd. eier 100 % av Andes Tankers I Ltd., som igjen eier de skipseiende selskapene (Andes Tankers I Inc., Andes Tankers II Inc. m.fl.), slik selskapets presentasjoner fra august/september 2025 viser. Det er nettopp disse skipseiende datterselskapene (SPV-ene) et Asset Dropdown i RTO-hypotesen ville flyttet. Bruton ble tatt opp til handel på Euronext Growth mot slutten av 2024. Ledelsen deles med resten av Trøim-økosystemet (2020 Bulkurs, Himalaya Shipping, Borr Drilling), jf. oversikten over det felles lederteamet i kapittel 2. En presisering om CEO-rollen: Lars-Christian Svensen – allerede CEO i 2020 Bulkurs og Himalaya Shipping – ble i 2025 leid inn som kontraktert CEO («contracted CEO») for datterselskapet Andes Tankers I (jf. Brutons selskapspresentasjon september 2025), og overtok i juli 2026 i tillegg som interim CEO for morselskapet Bruton etter at Gunnar Eliassen gikk av som Bruton-CEO. Han er dermed CEO på begge nivåer – både Bruton (interim) og Andes Tankers I.

Markedsanalytikere og finansielle kommentatorer har vurdert Brutons kommende demerger som et strategisk grep for å synliggjøre og frigjøre aksjonærverdier. Ved å splitte flåten skapes det et rendyrket operasjonelt selskap med kontantstrøm fra første leverte skip (Mount Vision) og aggressive utbytter.

Denne strategien har som mål å lukke verdsettelsesgapet (the discount) som ofte oppstår mellom rederier med skip i aktiv spot-eksponering og selskaper som bærer på tunge nybyggingsforpliktelser med levering langt frem i tid.

Tradisjonelt tvinges selskaper som søker unntak fra treårsregelen på hovedlisten til å gå en tidkrevende omvei om Euronext Expand. Denne rapporten analyserer hypotesen om at ledelsen i stedet har rigget en mulig selskapsrettslig snarvei via et eksisterende børsskall – en rute som i så fall kan bringe utbytteselskapet til en regulert markeds plass (Euronext Expand eller Oslo Børs' hovedliste) vesentlig raskere enn den organiske omveien. Selskapets eget kommuniserte mål er å initiere noteringsprosessen innen utgangen av september 2026.

KAPITTEL 02

Den dokumenterte tidslinjen og ordlydsanalysen (the paper trail)

En metodisk gjennomgang av de offisielle finansielle rapportene, finanskalenderne, revisorbyttene og børsmeldingene fra Trøim-systemet mellom mai 2025 og juli 2026 avslører en tydelig, langsiktig strategisk plan. Det som i utgangspunktet ble tolket av private investorer som en ren avvikling av 2020 Bulkurs Ltd. (2020 Bulkurs), har i realiteten lagt sporene for en Reverse Takeover (RTO) av Bruton Limiteds utbyttelseselskap.

Fase 1 (august 2024–april 2026): Revisorveggen og riggingen av eierstrukturen

Hypotesen om en RTO som en strategisk alternativ rute ble i realiteten født lenge før de operasjonelle endringene i 2020 Bulkurs ble synlige for allmennheten.

Det første institusjonelle sporet (generalforsamling 6. mai 2025, meldt 7. mai): 2020 Bulkurs valgte å skifte revisor til EY, et markant brudd med Trøim-systemets tradisjonelle bruk av PwC (som ble beholdt som revisor for Bruton). Det mest kritiske ved dette tidspunktet er at revisorbyttet skjedde før de massive salgene av Newcastlemax-skipene i 2020 Bulkurs (åtte tørrbulkskip på ca. 208 000 dwt) virkelig startet. Dette antyder at ledelsen ikke improviserte etter at flåten var solgt; børsskallet ble bevisst rigget og separert selskapsrettslig for et fremtidig formål helt fra starten. Revisorveggen mot PwC (Bruton) sikret den nødvendige uavhengigheten som kreves for fremtidige verdivurderinger ved transaksjoner mellom nærstående parter (Related Party Transactions).

Nedsalg i managementselskapet (august 2024 og februar 2026): 2020 Bulkurs har gradvis solgt ned eierskapet i sitt eget driftsselskap, 2020 Bulkurs Management AS. I august 2024 ble 40 % solgt til Himalaya Shipping (proveny ca. USD 0,3 millioner). I februar 2026 avtalte selskapet å selge ytterligere 14 % til Himalaya Shipping og 36 % til Bruton Limited – til sammen 50 % – for totalt NOK 4 millioner (jf. årsrapporten for 2025). Etter disse transaksjonene er eierfordelingen: Himalaya Shipping 54 %, Bruton Limited 36 % og 2020 Bulkurs 10 %. Fordi Himalaya og Bruton er del av samme Trøim-system, er dette transaksjoner mellom nærstående parter (Himalaya er uttrykkelig omtalt som nærstående i årsrapportens note om related party transactions), noe som understreker hvorfor uavhengige verdivurderinger og revisorveggen er sentrale.

Navneskifte på driftsselskapet: I forlengelsen av eierendringene skiftet managementselskapet navn fra «2020 Bulkurs Management AS» til «Peak Maritime Management AS» (registrert i Foretaksregisteret 28. april 2026, org.nr. 921 059 450). Navneskiftet er et konkret signal om at driftsplattformen løsriver seg fra 2020 Bulkurs-navnet og videreføres som en selvstendig, Trøim-eid managemententitet – i tråd med at 2020 Bulkurs nå bare eier 10 % – og understøtter at «plattform» er en reell, atskilt komponent i verdivurderingen.

Delt drift på personnivå: At de tre selskapene drives fra samme plattform, kommer tydeligst frem i ledelses- og nøkkelpersonellet, som i praksis er identisk på tvers. Hele C-suiten – CEO, CFO, COO og CTO – samt sentrale stabsfunksjoner går igjen i alle tre selskapene. Oversikten under bygger på selskaperens

egne teamsider og offentlige LinkedIn-profiler:

NAVN	ROLLE	BRUTON	2020 BULKERS	HIMALAYA
Lars-Christian Svensen	CEO	Ja (2026, interim)	Ja (2025)	Ja (2025)
Vidar Hasund	CFO	Ja (2025)	Ja (2019)	Ja (2025)
Christian Dahll	COO	Ja	Ja (2022)	Ja
Petter Lalic	CTO / teknisk dir.	Ja (2024)	Ja (2023)	Ja (2023)
Kseniia Sheiko	Group Controller	Ja (2026)	Ja (2022)	Tidligere
Mikkel Sissener Frid	Operations Manager	Ja (2026)	Ja (2023)	Ja (2023)

«Ja (år)» angir at personen innehar rollen i selskapet, med tiltredelsesår der dette fremgår; «Tidligere» betyr en tidligere tilsvarende rolle. Enkelte navn (f.eks. COO Christian Dahll) fremgår av egen profil selv om de ikke er listet på Brutons teamsider, og Operations Manager er en underordnet driftsstilling. Illustrerende nok fører både CEO Lars-Christian Svensen og CTO Petter Lalic rollen som én stilling som spenner over alle selskapene (Svensen: «CEO at Himalaya Shipping – Bruton – 2020 Bulkurs – Andes Tankers», der Andes Tankers er Brutons tidligere navn).

At hele toppledelsen og sentrale stabsfunksjoner deles på tvers, er nettopp den nærstående-strukturen (Related Party) som gjør uavhengige verdivurderinger og revisorveggen (EY/PwC) nødvendige i en eventuell transaksjon mellom selskapene.

Overlappende eierskap: Båndene går også på eiersiden. Ifølge selskapenes VPS-registre (Euronext VPS via Modular Finance, juli 2026) kontrollerer Magnus Halvorsen – styreleder i 2020 Bulkurs – om lag 8,86 % av 2020 Bulkurs (MH Capital AS pluss personlig beholdning) og samtidig 4,21 % av Bruton, der han er blant de tre største aksjonærene. Affinity er inne i begge selskapene (Affinity And Beyond LLP med 0,68 % i 2020 Bulkurs og Affinity Shipholdings II LLP med 4,17 % i Bruton), og Tor Olav Trøim med selskaper er største eier i Bruton med 14,37 %. At sentrale eiere dermed sitter på begge sider av bordet – i tillegg til det fullt delte lederteamet – forsterker nærstående-karakteren ved en eventuell transaksjon mellom selskapene.

Fase 2 (februar 2026): Brutons opprinnelige noteringsambisjon

I februar 2026 kom den første offisielle tidsfristen fra Bruton Limited angående deres ønske om en regulert markeds plass.

Børsmeldingen (2. februar 2026): I meldingen «Potential Vessel Options, Listing and Launch of a Private Placement» kunngjorde Bruton at selskapet hadde «initiated a process to prepare for a listing on one of Euronext's regulated markets in Norway» «during the first half of 2026». Det var altså en initiert

prosess med sikte på et regulert marked i Norge (Euronext Expand eller Oslo Børs) i løpet av H1 2026. Meldingen omtaler det uttrykkelig som «a process» – ikke en formell noteringssøknad, og heller ikke en bindende tidsfrist.

Flaskehalsen: For et ungt selskap uten tre års operasjonell historikk krever en direkte notering på Oslo Børs' hovedliste unntak (Market Capitalization Exemption) eller et lengre opphold på Euronext Expand (kilde: Euronext og CMS). H1-fristen løp ut uten at en ordinær notering ble gjennomført – det er dokumentert. Fristen ble imidlertid ikke forlatt i stillhet: kort tid etter, i fisjonsmeldingen 7. juli 2026 (jf. Fase 4), kom en konkret oppdatering som erstattet H1-målet med en fisjonsbasert plan – vekstselskapet skulle listes på Euronext Growth innen utgangen av august, og utbytteselskapet «initiate a process to list its securities on Euronext Expand or Euronext Oslo Børs» innen utgangen av september 2026. At den opprinnelige H1-ruten ikke ble fullført via en ordinær notering, er dermed sikkert; hvorfor er derimot ikke offisielt bekreftet; det kan skyldes markedsforhold, prioritering av fisjonsprosessen eller nettopp slike historikk- og regulatoriske terskler. Denne rapporten legger til grunn – som en hypotese, ikke en konstatert årsak – at den organiske hovedlisteruten var tyngre tilgjengelig, og at en RTO gjennom et allerede notert skall (2020 Bulkurs) da fremstår som en nærliggende snarvei. Selve koblingen mellom den bommede H1-fristen og RTO-ruten er en tolkning, ikke et faktum.

Noteringsambisjonen i bevegelse (doble noteringer): Bruton har uttalt en ambisjon om doble internasjonale noteringer – Oslo i tillegg til en amerikansk notering (NYSE eller Nasdaq) – og månedlige utbytter, i tråd med Himalaya-presedensen (Oslo Børs + NYSE). Allerede i forbindelse med Andes-fusjonen (september 2025) uttalte selskapet at det ville søke notering på «en anerkjent internasjonal børs» i tillegg til Euronext Growth Oslo – ifølge Dagens Næringsliv «ganske sikkert USA» (Dagens Næringsliv, 11. september 2025). Tidslinjen har imidlertid vært i bevegelse. I selskapspresentasjonen (januar 2026) het det løst at man ville «explore a potential listing at a reputable international stock exchange closer to delivery of its vessels». Den amerikanske noteringen var en periode ventet allerede i 2026, men ifølge DNB Carnegie (referert i TradeWinds, 11. mai 2026) må US-floaten nå vente til mesteparten av ordreboken er «på vannet» – altså trolig et år eller mer, knyttet til leveringene i 2028–2029. Den nære noteringsprioriteten er dermed Oslo: vekstselskapet på Euronext Growth i august og utbytteselskapet på Oslo Børs/Expand i september 2026. Nettopp den umiddelbare veien til hovedlisten er der RTO-hypotesen er relevant; en eventuell US-notering er en senere, ikke tidfestet ambisjon.

Fisjonens virkning på US-tidslinjen (hypotese): DNB Carnegies utsettelsesargument – at US-floaten må vente til mesteparten av ordreboken er «på vannet» (leveringer 2028–2029) – knytter seg til nybygg-/vekstsiden. En fisjon frikobler de to tidslinjene: utbytteselskapet skilles ut med VLCC-er som allerede er i drift, kontantstrøm og utbyttehistorikk – nettopp den profilen en amerikansk notering forutsetter. Det spiller Himalaya-presedensen, der NYSE-noteringen kom da selskapet hadde operative skip som genererte kontantstrøm, ikke da hele flåten var levert. Fisjonsbeslutningen kan dermed flytte en realistisk US-notering av utbytteselskapet tilbake i tid, uavhengig av nybyggene – for eksempel til høsten 2027. Motsatt er det lite som taler for at selve vekstselskapet får en dobbel notering; med en ordrebok som først leveres i 2028–2029 og uten etablert kontantstrøm mangler det den profilen en amerikansk notering krever, og vil trolig forbli notert i Oslo (Euronext Growth) inntil videre. Den doble noteringsambisjonen tilhører følgelig utbytteselskapet. Dette forutsetter fortsatt tilstrekkelig driftshistorikk/antall skip, en 20-

F-/SEC-prosess og et åpent markedsvindu, og selskapets egen ordlyd har vært «closer to delivery of its vessels». Ingen offisiell kilde tidfester en US-notering til 2027; dette er en slutning fra fisjonslogikken, ikke et bekreftet mål.

Fase 3 (vår 2026): Endringen i finanskalenderen og Q1-ordlyden

Vendingen i casen og den praktiske synkroniseringen av RTO-planen materialiserte seg gjennom to offisielle hendelser våren 2026:

Kalenderendringen (24. april 2026): Den 3. desember 2025 publiserte 2020 Bulkurs en offisiell finanskalender som fastsatte ordinær generalforsamling til 12. mai 2026. Den 24. april 2026 – i kjølvannet av Brutons erkjennelse av noteringsutfordringene – publiserte 2020 Bulkurs en oppdatert finanskalender. Uten noen formell forklaring ble generalforsamlingen flyttet mer enn tre måneder frem i tid, til 25. august 2026, samtidig som flere andre nøkkeldatoer ble endret.

Endringen i Q1-ordlyden (mai 2026): Selve ordlyden 2020 Bulkurs bruker om skallets gjenværende verdier ble skjerpet mellom årsrapporten for 2025 og Q1 2026-rapporten. I Board of Directors' Report i årsrapporten for 2025 (avgitt 9. mars 2026) het det:

«... to enable the Company to capitalize on its platform and pursue potential strategic or other opportunities.»

I Q1 2026-rapporten – lagt frem kort tid etter, med en strategisk kontantbeholdning på rundt USD 4 millioner – var formuleringen utvidet til:

«Following the distribution of cash by way of a special dividend and share repurchases, the Company has retained approximately US\$4 million of cash on the balance sheet to enable the Company to capitalize on its platform, listing and management and pursue potential strategic or other relevant value-creating opportunities.»

To tillegg er verdt å merke seg i overgangen fra årsrapporten til Q1: (i) «platform» ble utvidet til «platform, listing and management» – altså ble både selve noteringen (listing) og driftsapparatet (management) løftet eksplisitt frem som kjerneverdier ved siden av plattformen; og (ii) «strategic or other opportunities» ble skjerpet til «strategic or other relevant value-creating opportunities». Signalet er tydelig: blant 2020 Bulkurs' mest verdifulle gjenværende aktiva er selve den fullt operative hovedlistenoteringen på Oslo Børs.

ALTERNATIVE TOLKNINGER

Ordlydsendringen er konsistent med RTO-hypotesen, men beviser den ikke, og bør leses som ett indisium blant flere. Minst tre andre lesninger er mulige. (i) Ren opsjonsbevaring: styret signaliserer kun at det vil bevare og utnytte skallets restverdier – notering, managementandel og plattform – for en hvilken som helst verdiskapende mulighet, uten at noen bestemt transaksjon er besluttet. Å utvide slik ordlyd er en vanlig måte å maksimere handlingsrom og unngå å binde seg. (ii) En transaksjon med en annen motpart enn Bruton: «listing» som aktivum kan i prinsippet realiseres gjennom en RTO – eller et rent salg av skallet – til hvilken som helst kjøper, ikke nødvendigvis Trøim-systemet. (iii) Mer presis disclosure: tillegget «listing and management» kan være en mer nøyaktig oppramsing av de faktiske restaktiva (2020 Bulkens beholder tross alt 10 % av managementselskapet og selve noteringen), og «relevant value-creating» kan være standard juridisk finpuss uten dypere signalverdi. Endringen peker altså i retning av at noteringen tillegges verdi, men den er suggestiv, ikke avgjørende.

Fase 4 (juli 2026): Fisjonsmeldingen og den strategiske synkroniseringen

Det operasjonelle beviset på en synkronisert prosess ligger i kalenderstyringen for de to selskaperens generalforsamlinger og de offisielle målene kommunisert i juli.

Taushet og sterile forhandlinger: Selskapet valgte å bryte med tradisjonen ved å ikke avholde åpen webcast eller Q&A etter Q1-rapporten – en klassisk forholdsregel under sanksjonerte og kurssensitive forhandlinger underlagt Market Abuse Regulation (MAR) for å unngå lekkasjer.

Brutons fisjonsmelding (7. juli 2026): Bruton meldte at rederiet deles i to. Det eksisterende selskapet Bruton Limited beholder de fire første VLCC-ene – alle bygget ved New Times Shipyard (NTS); Mount Vision er levert og operasjonell, mens de tre øvrige leveres i løpet av 2027 – og fortsetter som utbytteselskapet. (I denne rapporten omtales dette som «Nye Bruton» utelukkende for å skille post-demerger-versjonen fra dagens Bruton; selskapet beholder navnet Bruton.) De åtte resterende nybyggene – fire ved NTS og fire ved Yantai CIMC Raffles – skilles ut i et nytt, foreløpig ulistet selskap (vekstselskapet).

Den offisielle tidslinjen: Bruton (BRUT) er i dag notert på Euronext Growth Oslo. I fisjonsmeldingen guider selskapet at vekstselskapet – et nytt, foreløpig ulistet selskap som ennå ikke har fått offentliggjort navn – skal listes på Euronext Growth innen slutten av august, med tildeling av aksjer til Brutons eiere rett etter noteringen. Utbytteselskapet (Nye Bruton) skal deretter, slik meldingen formulerer det, søke notering på «Euronext Expand or Euronext Oslo Børs», forventet fullført innen utgangen av september. Datoen for Brutons egen generalforsamling har derimot ligget fast i finanskalenderen til midten av august helt siden 8. desember 2025 – opprinnelig satt til 13. august 2026, og justert til 12. august 3. juli 2026. Den 7. juli ble datoen kortvarig republisert som 13. august (kl. 13:29), men allerede kl. 17:09 samme ettermiddag korrigert tilbake til 12. august – en reversering som varte drøye tre timer og settes tilbake samme dag, framstår som en utilsiktet gjenpublisering snarere enn en reell datoendring. Nettoendringen gjennom hele perioden er dermed maksimalt én dag. Innkallingen som ble formelt publisert i juli bekreftet en dato som i praksis hadde stått i kalenderen i rundt åtte måneder. Asymmetrien er poenget: det er 2020 Bulkens som flyttet sin generalforsamling mer enn tre måneder (fra 12. mai til 25. august) og dermed konvergente mot Brutons langvarig fastsatte augustdato – ikke omvendt. Av de to noteringsalternativene er Oslo Børs' hovedliste det

klart mest ambisiøse – bredere investorunivers, indeksinkludering og likviditet – og det er utbytteselskapets vei nettopp dit, organisk eller (som denne rapporten drøfter) via 2020 Bulk-ers-skallet, som er kjernen i RTO-hypotesen.

TIDSLINJESEKVENSEN I HYPOTESEN

6.-7. MAI 2025	Før flåtesalget starter: EY velges som revisor i 2020 Bulk-ers. Selskapsrettslig uavhengighet rigges tidlig.
24. APRIL 2026	Tidslinjen synkroniseres: 2020 Bulk-ers flytter ordinær generalforsamling fra 12. mai til 25. august.
12. AUGUST 2026	Bruton GF: Innkallingen legger opp til brede styrefullmakter, reviderte bye-laws og flytting av kapital til Contributed Surplus (forutsetter aksjonærenes vedtak).
(13 DAGERS VINDU)	Strategisk vindu for EY/PwC-forhandlinger.
25. AUGUST 2026	2020 Bulk-ers GF (dato satt i finanskalenderen; innkalling/agenda ikke publisert ennå): Et aksjonærvedtak om økt kapital vil være den nødvendige stemmen for å klargjøre skallet dersom en RTO gjennomføres.
SEPTEMBER 2026	Selskapets kommuniserte mål: Nye Bruton (utbytteselskapet) initierer notering på Euronext Expand eller Oslo Børs – i RTO-hypotesen via 2020 Bulk-ers-skallet.

KAPITTEL 03

Selskapsrettslig mekanikk og den bilaterale RTO-ruten (the structural loophole)

Den største grobunnen for skepsis på retail-forumene bunner i en fundamental misforståelse av selskapsrett og transaksjonsstruktur. Kritikerne har konkludert med at RTO-hypotesen er død fordi Brutons generalforsamlingsinnkalling til 12. august ikke inneholder spesifikk tekst om en formell fusjon (statutory merger).

Det markedet overser, er at en tradisjonell fusjon (amalgamation/merger) etter fusjonsbestemmelsene i Bermuda Companies Act 1981 er den mest tungroddede og ineffektive måten å slå sammen to selskaper på, og krever høye stemmeterskler på begge sider. Gitt at både Bruton og 2020 Bulkters i dag har svært spredte aksjonærbøker (henholdsvis flere tusen aksjonærer i Bruton og over 10 000 i 2020 Bulkters, med tunge retail-innslag via plattformer som Nordnet), er tradisjonelle fusjons- eller oppkjøpsmodeller (som frivillige byttetilbud med 90 % tvangsinnløsningskrav) i praksis utelukket.

Ved å analysere Brutons oppdaterte bye-laws og fullmaktene som stemmes over 12. august, blir det imidlertid tydelig at styret har skaffet seg verktøyene til den mest elegante og bilaterale transaksjonsmodellen som finnes: et rent salg av underliggende skipsandeler mot oppgjør i aksjer (Asset Dropdown via tingsinnskudd).

Den operative ruten: Asset Dropdown og rettet kapitalforhøyelse

Dette er den eneste selskapsrettslige ruten som gjør det mulig for styret å gjennomføre transaksjonen raskt, lydløst og uten krav om særskilt aksjonærvstemning i Bruton.

Mekanikken i Bruton (12. august): De fire første VLCC-ene i Brutons utbytteselskap eies gjennom separate datterselskaper (Single Purpose Vehicles / SPV-er). Brutons reviderte «amended and restated» bye-laws (innkallingens punkt 2) gir styret et bredt, samlet fullmaktssett som gjør en slik omorganisering mulig på styrenivå. Styret «shall manage the business of the Company and may exercise all the powers of the Company» (bye-law 114) og kan disponere over eller pantsette «all or any part of the undertaking, property and assets (present and future)» (bye-law 115). Styret rår fritt over uutstedte aksjer og kan tildele dem «for such consideration ... as the Board may determine» (bye-law 3), og kan utøve stemmeretten i datterselskaper «in such manner ... as it thinks fit» (bye-law 111). Et enstemmig skriftlig styrevedtak er dessuten like gyldig som et styremøte (bye-law 129), noe som muliggjør lydløs og rask gjennomføring.

Særlig sentralt er bye-law 148: styret kan gjøre opp en utdeling helt eller delvis «by the distribution of specific assets, and in particular of paid-up shares or debentures of any other company». Dette er utdeling in specie – selve mekanikken bak både den annonserte fisjonen av Growth Co og en eventuell overføring av de skipseiende SPV-ene. Poenget rapporten trekker frem er nettopp at dette er de samme fullmaktene: rettighetene som trengs for å gjennomføre den offentlig annonserte fisjonen er de samme som ville trengs for å bytte skipseiende SPV-er mot aksjer i et RTO-oppsett. RTO-konklusjonen forblir en hypotese, men det selskapsrettslige maskineriet for å utføre en aktiva-mot-aksjer-transaksjon på

styrenivå er faktisk til stede i de vedtatte bye-lawene. Reduksjonen av share premium-kontoen krever derimot et aksjonærvedtak (bye-law 61) – derfor står den som punkt 5 på generalforsamlingen – og frigjør utdelbare reserver (contributed surplus) som understøtter både fisjonen og eventuelle etterfølgende utdelinger.

Mekanikken i 2020 Bulkers (25. august): I RTO-scenariet overtar 2020 Bulkers de fire skipseiende selskapene fra Bruton og utsteder som oppgjør nye aksjer direkte til Brutons eiere i form av et In-Kind Share Contribution (tingsinnskudd). 2020 Bulkers' egne bye-laws (amended and restated, gjeldende fra 9. mai 2023) legger selve utstedelsesmyndigheten hos styret: de utstedte aksjene «shall be at the disposal of the Board, which may offer, allot ... or otherwise dispose of the Company's unissued shares ... for such consideration ... as the Board may determine» (bye-law 4). Utstedelsen av vederlagsaksjer kan dermed skje på styrenivå, forutsatt at det finnes tilstrekkelig med utstedte aksjer.

Det avgjørende poenget er dette: et vedtak om å øke selskapets kapital – «The Company may from time to time increase its capital ... as the Company by Resolution shall prescribe» (bye-law 53) – er ikke publisert som et bekreftet agendapunkt for 2020 Bulkers. Det er derimot nettopp det aksjonærvedtaket som ville være nødvendig dersom en RTO skal gjennomføres, for å skaffe styret nok «aksjevaluta» til å motta skipene. Her kommer de tilbakekjøpte aksjene inn – om enn på marginen: 2020 Bulkers holder allerede over 2 millioner egne aksjer (treasury) som styret etter bye-lawene kan avhende «for cash or other consideration», altså levere som delvederlag uten ny utstedelse. I den store sammenhengen (der Bruton-eierne ville ende med den store majoriteten av det sammenslåtte selskapet) er dette en liten andel av det samlede vederlaget, men det forklarer hvorfor aksjene neppe slettes: det ville være lite hensiktsmessig å slette drøyt 2 millioner aksjer for kort tid etter å utstede nye. Selve hoveddelen av vederlaget ville uansett kreve en betydelig kapitaløkning – det aksjonærvedtaket rapporten peker på. Rapporten hevder ikke at en slik kapitaløkning allerede er berammet.

Presedens i systemet – Bruton/Andes-konsolideringen (høsten 2025): At Trøim-systemet faktisk bruker bilaterale aksje-mot-aksje-transaksjoner mellom nærstående enheter, er ikke bare teori. I september 2025 meldte Bruton – som da eide to VLCC-er – at ytterligere to nybygg bestilt av søsterselskapet Andes Tankers II skulle foldes inn i selskapet, slik at Bruton ville sitte med fire VLCC-er, kombinert med en egenkapitalemisjon på USD 100 millioner (~NOK 990 mill.). På det tidspunktet eide Trøim 48 % av Bruton og 21 % av Andes Tankers II (Dagens Næringsliv, 11. september 2025). Konsolideringen ble gjennomført som et byttetilbud i oktober 2025 – 0,806 Bruton-aksjer per Andes Tankers II-aksje, med over 83 % forhåndsaksept fra den samme eierkretsen (Trøim, MH Capital/Halvorsen, Affinity, Celina Midelfart, Koch Shipping m.fl.) og om lag 26,8 millioner Bruton-aksjer knyttet til fullføringen (Breakbulk.News, 13. oktober 2025; per juli 2026 har Bruton totalt ca. 61,9 millioner utstedte aksjer, jf. kildelisten). At kjernemekanikken – en aksje-mot-aksje-konsolidering mellom nærstående Trøim-selskaper – nettopp er gjennomført, styrker at en tilsvarende RTO/dropdown mot 2020 Bulkers-skallet er praktisk gjennomførbar for de samme aktørene.

Kapitalrammen (bekreftet i Q1-regnskapet): 2020 Bulkers' autoriserte aksjekapital er USD 75 millioner – 75 000 000 aksjer à USD 1,00 pålydende – hvorav 22 930 906 aksjer var utstedt per 31. mars 2026 (opp fra 22 880 906 per 31.12.2025). Det innebærer at det allerede finnes rundt 52 millioner autoriserte, men uutstedte aksjer som styret kan tildele uten aksjonærvedtak (bye-law 4). Et fullt RTO-vederlag ville imidlertid kreve

langt flere nye aksjer enn denne rammen rommer (Bruton-eierne ville ende med den store majoriteten av det sammenslåtte selskapet), og ville dermed likevel utløse behovet for en kapitaløkning etter bye-law 53. To presiseringer: (i) den tidligere faste kapitalbestemmelsen i bye-lawene (100 000 aksjer à USD 1,00) ble strøket i 2023-revisjonen, men den autoriserte rammen på USD 75 millioner fremgår altså av regnskapet; (ii) 2020 Bulkters kan selv komme til å justere sine bye-laws eller fremme ytterligere vedtak på generalforsamlingen 25. august – analysen her bygger på den gjeldende utgaven per mai 2023.

Juridisk kontekst (nyere Bermuda-lovgivning): Brutons innkalling opplyser at de reviderte bye-lawene reflekterer «recent changes in Bermuda law». Grunnloven for selskaper er fortsatt Companies Act 1981, men den er endret av Companies Amendment Act 2024, og – mest relevant for bye-law-oppdateringen – beneficial ownership-reglene er tatt ut av Companies Act og samlet i en egen lov, Beneficial Ownership Act 2025. Dette forklarer «Register of Beneficial Owners»-seksjonen i begge selskapenes bye-laws. Separat innførte Bermuda en Corporate Income Tax Act 2023 (15 % selskapsskatt fra 2025 for store konsern), med et uttrykkelig unntak for internasjonal skipsfartsinntekt.

De tre selskapsrettslige verktøyene fra Bruton-generalforsamlingen

- + **Flytting av kapital til Contributed Surplus (bidragsreserve):** Innkallingens punkt 5 vedtar en reduksjon av selskapets share premium-konto fra USD 226 039 548 til USD 0, ved overføring av hele beløpet til contributed surplus-kontoen, med virkning 12. august 2026 (beløpet ble oppjustert fra USD 181 238 009 i den korrigerte innkallingen). En slik reduksjon krever et aksjonærvedtak (bye-law 61), og det er nettopp derfor punktet må stå på generalforsamlingen. Ved å konvertere den bundne overkursen til frie, utdelbare reserver kan styret deretter dele ut verdier og gjennomføre den parallelle avskallingen av Growth Co uten de strenge, lovpålagte kreditorvarslingsperiodene som normalt ville blokkert tidslinjen.
- + **Bred kontroll over eiendeler og struktur (forankret i bye-lawene):** Styret forvalter hele virksomheten og kan disponere over «the undertaking, property and assets» (bye-law 114–115), utdele eiendeler in specie – inkludert aksjer i andre selskaper (bye-law 148), tildele uutstedte aksjer mot valgfritt vederlag (bye-law 3), styre datterselskapenes stemmerett (bye-law 111) og handle ved enstemmig skriftlig styrevedtak (bye-law 129) – alt uten nye ekstraordinære generalforsamlinger. Dette er standard, vide styrefullmakter; hvorvidt de faktisk brukes til et RTO er rapportens hypotese, men verktøyene finnes.

- + Dokumentert styrefleksibilitet over skattemessig tilhørighet (bye-law 103 – «Jurisdiction Policy»): I de reviderte bye-lawene er ordlyden endret fra «The Board shall establish ...» til «The Board may establish, maintain and amend ... a policy» som regulerer (i) residenskrav som kan avgjøre hvem som kvalifiserer til styret, og (ii) hvor møter i styret og generalforsamlingen avholdes – uttrykkelig «to ensure compliance with applicable law and/or guidance, rulings or findings of any tax authority which the Board considers relevant to the Company». Endringen fra «shall» til «may» er dokumentert i den redline-merkede teksten («Deleted: shall»). Dette legger styringen av selskapets skattemessige residens (place of effective management – styresammensetning og møtevenue) i styrets frie skjønn, uten et eget aksjonærvedtak. Det er altså ikke en spekulasjon, men en dokumentert fullmakt. Presisering av rekkevidden: bestemmelsen flytter ikke i seg selv selskapets formelle registrering, som forblir på Bermuda – en full re-registrering (continuation/discontinuance) er et separat, aksjonærstyrt spørsmål. Men nettopp skattemessig residens (hvor selskapet faktisk ledes og møtene holdes) er det styret nå kan justere på egen hånd. Det som fortsatt hører til hypotesen, er om og hvordan fleksibiliteten faktisk tas i bruk i forbindelse med noteringsstrukturen. Anvendelse på utdeling in specie (dividend-in-kind): Sett i sammenheng med reklassifiseringen av share premium til fri contributed surplus (bye-law 61) og adgangen til utdeling in specie av aksjer i andre selskaper (bye-law 148), utgjør dette et samlet verktøysett som kan påvirke aksjeeiernes beskatning ved en naturalutdeling – for eksempel fisjonsutdelingen av vekstselskapets aksjer til Brutons eiere. Hvorvidt en slik utdeling behandles som skattepliktig utbytte eller som (helt eller delvis skattefri) tilbakebetaling av innbetalt kapital – samt eventuell kildeskatt – avhenger blant annet av det utdelende selskapets skattemessige residens og av hvordan de utdelte reservene klassifiseres. Ved å kontrollere begge disse variablene – reserveklassifiseringen (bye-law 61) og residensen (bye-law 103) – kan styret i prinsippet strukturere en dividend-in-kind slik at aksjeeiernes samlede skattebelastning reduseres. Den konkrete behandlingen avhenger av den enkelte aksjeeiers jurisdiksjon og bør avklares med skatterådgiver; dette er en analytisk observasjon, ikke skatteråd. Skattemessig kontekst: Bermudas Corporate Income Tax Act 2023 (15 % fra 2025) unntar internasjonal skipsfartsinntekt, noe som er en del av bakgrunnen for at en Bermuda-tilknytning fortsatt kan være gunstig for et VLCC-konsern.

Hva må vi se i generalforsamlingene for at RTO-hypotesen skal bekreftes?

Kjernen i denne rapporten er ikke en påstand om at en RTO allerede er besluttet, men en falsifiserbar hypotese: den kan bekreftes eller avkreftes ut fra hvilke konkrete vedtak som faktisk dukker opp i de to selskapenes generalforsamlinger. Nedenfor listes markørene å se etter.

På Brutons generalforsamling (12. august) – innkalling allerede publisert. De enkeltvedtakene som til sammen utgjør «verktøykassen» er til stede:

- + Vedtak av reviderte «amended and restated» bye-laws (punkt 2) – gir styret det brede handlingsrommet beskrevet over. Til stede.
- + Overføring av share premium (USD 226 039 548) til contributed surplus (punkt 5) – frigjør utdelbare reserver for fisjonen og eventuelle etterfølgende utdelinger. Til stede.
- + Gjenutnevning av PwC som revisor (punkt 3) – opprettholder revisorveggen mot EY. Til stede.

- + Ingen eksplisitt fusjons-, RTO- eller asset-dropdown-tekst. Dette er forventet under hypotesen, siden mekanikken kjøres via styrefullmakter og ikke krever et eget fusjonsvedtak.

På 2020 Bulkers' generalforsamling (25. august) – innkalling ikke publisert ennå. Dette er de avgjørende markørene som må observeres for at hypotesen skal styrkes:

- + **Et vedtak om å ØKE selskapets kapital (bye-law 53). Dette er den sterkeste enkeltmarkøren:** uten ny «aksjevaluta» kan et tingsinnskudd av vesentlig størrelse ikke gjennomføres.
- + En fullmakt til å utstede aksjer som vederlag for et tingsinnskudd / mot ikke-kontant vederlag (In-Kind Share Contribution), eventuelt med henvisning til en nærstående-transaksjon (Related Party Transaction).
- + Eventuell omskriving/tilpasning av 2020 Bulkers' egne bye-laws (slik Bruton gjorde), og/eller et punkt knyttet til uavhengig verdivurdering (EY/PwC).

FALSIFISERINGSTESTEN

Dersom 2020 Bulkers' innkalling inneholder et kapitaløkingsvedtak – og/eller en utstedelsesfullmakt mot tingsinnskudd – styrkes RTO-hypotesen betydelig. Uteblir slike punkter fullstendig, svekkes den, fordi skallet da mangler den «aksjevalutaen» en asset-mot-aksjer-transaksjon av denne størrelsen forutsetter. Dette er den observerbare prøven hypotesen skal måles mot.

Markører etter generalforsamlingene (styrevedtak og børsmeldinger): Fordi mekanikken er lagt til styrenivå, vil den faktiske bruken av verktøykassen først vise seg i tiden etter de to generalforsamlingene – i etterfølgende styrevedtak (herunder skriftlige styrevedtak etter bye-law 129) og de børsmeldingene disse utløser. Konkret er dette signalene å følge med på: (i) melding om et gjennomført Asset Dropdown / tingsinnskudd av de fire første VLCC-ene inn i 2020 Bulkers, med utstedelse av vederlagsaksjer til Brutons eiere; (ii) vedtak eller melding om at styret etablerer eller endrer en «Jurisdiction Policy» (bye-law 103), justerer styresammensetning/residens eller møtevenue av skattemessige hensyn; og (iii) hvordan en eventuell naturalutdeling (dividend-in-kind) klassifiseres i meldingene – som skattepliktig utbytte eller som tilbakebetaling av innbetalt kapital / utdeling fra contributed surplus. Nettopp fordi skattetilpasningen av en dividend-in-kind (bye-law 61/103/148) besluttet av styret og ikke krever eget generalforsamlingsvedtak, vil den – dersom den benyttes – manifestere seg i disse etterfølgende vedtakene og meldingene, ikke i selve innkallingene. Dette utgjør en ytterligere, tidsforskjøvet falsifiseringsmulighet.

Regulering og informasjonsplikt: Hva markedet må (og ikke må) få vite

En av de vanligste misforståelsene blant retail-investorer er antagelsen om at en Reverse Takeover (RTO) må flagges i forkant gjennom børsmeldinger eller egne punkter på en generalforsamlingsagenda. Regelverket for informasjonsplikt på Oslo Børs (Euronext Growth og regulert marked) tegner et annet bilde.

1. Forhandlingsfasen – lovlig utsettelse av informasjonsplikt (MAR artikkel 17): Så lenge styret i Bruton og styret i 2020 Bulkurs sitter i samtaler om et eventuelt Asset Dropdown (tingsinnskudd), er dette definert som innsideinformasjon. Likevel har selskapene en lovfestet rett til utsatt offentliggjøring under Market Abuse Regulation (MAR) så lenge forhandlinger holdes konfidensielle og markedet ikke villedes. Dette forklarer hvorfor 2020 Bulkurs valgte å droppe webcast og Q&A etter Q1-rapporten samt flytte sin generalforsamling til 25. august uten nærmere forklaring.

2. Generalforsamlingene (12. og 25. august) – hva krever børsmelding? Generalforsamlinger utløser enkle, mekaniske informasjonskrav. Innkallinger og protokoller må børsmeldes umiddelbart etter at møtet er hevet. Siden Bruton-styret kun ber om generelle, utvidede fullmakter til kapitalendringer (Contributed Surplus) og eiendelsflyt, er det ingenting i regelverket som krever at de må oppgi hvilken transaksjon fullmakten skal brukes til på selve innkallingen.

Fisjonsmeldingen som mulig dekkforklaring: Skeptikerne på forumet har latt seg blende av at Brutons generalforsamlingsinnkalling kun speiler administrative endringer knyttet til fisjonen som ble meldt 7. juli. Det de overser, er at fisjonsmeldingen kan fungere som en logisk dekkforklaring for styret. Når styret ber aksjonærene om å stemme ja til å flytte aksjekapitalen over i Contributed Surplus, har de en ferdigtygd forklaring som alle godtar: utskillelsen og børsnøteringen av de åtte nybyggene i Growth Co innen utgangen av august. Fullmaktene som kreves for å skille ut Growth Co, er imidlertid nøyaktig de samme fullmaktene som trengs for å gjennomføre et Asset Dropdown av de fire første VLCC-ene inn i 2020 Bulkurs-skallet.

3. Execution – den umiddelbare meldeplikten: Det er først i det sekundet styrene i de to selskapene faktisk signerer den endelige avtalen om et Asset Dropdown, at informasjonsplikten inntreffer med full tyngde. Markedet vil da se en felles, kurssensitiv børsmelding på NewsWeb som presenterer avtalen som et fait accompli (en ferdigstilt avtale), inkludert det endelige bytteforholdet, den uavhengige verdivurderingen fra EY/PwC, og 2020 Bulkurs' formelle utstedelse av de nye aksjene mot tingsinnskuddet.

Beskyttelsen: revisorveggen (EY vs. PwC)

Siden dette er en transaksjonsstruktur mellom selskaper med identisk operativ ledelse – hele toppledelsen er felles: Lars-Christian Svensen (CEO), Vidar Hasund (CFO), Christian Dahl (COO) og Petter Lalic (teknisk direktør / CTO) sitter i tilsvarende roller på tvers av Bruton, 2020 Bulkurs og Himalaya – utløser det strenge krav til uavhengighet for å beskytte de separate styremedlemmene mot personlig ansvar. Det er her den strategiske revisorveggen som ble etablert i mai 2025 kommer inn. PwC (PricewaterhouseCoopers AS) er standardrevisor på tvers av Trøim-systemet – bekreftet i blant annet 2020 Bulkurs (historisk), Himalaya Shipping og Borr Drilling – og er også Brutons revisor (gjenutnevnt i punkt 3 i Brutons generalforsamlingsinnkalling til 12. august 2026), mens 2020 Bulkurs ble flyttet over til EY. PwC (Brutons revisor) leverer en uavhengig verdivurdering av VLCC-kontraktene basert på transparente, daglige megleranslag fra Clarksons/Fearnleys. EY (2020 Bulkurs' revisor) kontrollerer og godkjenner tingsinnskuddet og kapitalforhøyelsen på vegne av skallets aksjonærer.

KAPITTEL 04

Markedsobservasjoner, verdsettelse og utvanningseffekten

Når de selskapsrettslige rammene er kartlagt, er det i selve markedsstrukturen, ordreboken og utvanningstabellen vi kan lete etter observerbare spor. Forholdet mellom prisingen av det tomme børsskallet i 2020 Bulkters og milliardverdiene i Bruton Limited beskrives i verdsettelsessammenheng som et merger arbitrage-gap – forskjellen mellom dagens markedspris på skallet og verdien det ville representere i en eventuell transaksjon. Kapittelet analyserer dette gapet; det er ingen oppfordring til handel.

1. Markedsanomalier etter spesialutbyttet

For å forstå hvorfor 2020 Bulkters-kursen i dag handles i båndet 2,80–2,90 kroner, må man analysere de unormale markedsbevegelsene som oppsto i kjølvannet av det ekstraordinære spesialutbyttet våren 2026.

Gjennom april handlet 2020 Bulkters fortsatt til full kurs med utbyttet inkludert – 129,90 kroner den 21. april og 131,80 den 28. april (siste dag før ex). Den 29. april 2026 gikk aksjen ex spesialutbytte på NOK 129,5 per aksje. Kursen falt da teknisk fra 131,80 til en åpning på 2,56 kroner – en nedgang på om lag 98 % – og lukket 4,32 samme dag under stort volum (ca. 1,96 millioner aksjer, intradag 2,56–5,47). Dette nivået, rundt 2,2–3,0 kroner, reflekterte i hovedsak selskapets rene kontantbeholdning strippet for tonnasje (USD 4 mill. tilsvarer ca. 2,1–2,2 kr per aksje). (Merk: den høye omsetningen 22. april på 1,70 millioner aksjer var knyttet til utbytte-/tilbakekjøpsprosessen; selve ex-fallet kom først 29. april.)

Normalt skal et tømt børsskall oppføre seg stabilt og lineært nær kontantverdien, men 2020 Bulkters utviste i stedet dype, volatile svingninger utover våren:

- + **Den spekulative eksplosjonen (mai 2026):** Etter ex-utbytte hentet aksjen seg opp fra kontantnivået og eksploderte i midten av mai. Den 11. mai steg den +62,85 % (fra 4,72 til 7,68 kroner), og den 12. mai nådde den en intradag-topp på hele 10,07 kroner under et handelsvolum på over 3 millioner aksjer (lukket 6,90).
- + **Volatil handel gjennom mai:** Aksjen svingte voldsomt, om lag mellom 4,20 og 5,30 kroner, under hyppige millionvolum. En mulig medvirkende faktor er skattemotivert salg (tax-loss selling), der aktører selger restaksjer med tap for å motregne utbytteskatten – et ikke-fundamentalt salgspress. Dette er en tolkning; datagrunnlaget viser svingningene, ikke motivet bak dem.

Trading-fellen den 12. mai – informasjonsasymmetri i praksis: Det mest ekstreme empiriske beviset på at retail-markedet har handlet i blinde, finner vi i volum- og kurstoppene rundt 11. og 12. mai 2026. Den 11. mai steg aksjen +62,85 %, etterfulgt av en intradag-eksplosjon til 10,07 kroner den 12. mai under massive millionvolum. En stor andel av markedets momentum-tradere hadde oversett kalenderoppdateringen fra 24. april. De handlet i den tro at den ordinære generalforsamlingen skulle avholdes den 12. mai i tråd

med den opprinnelige finanskalenderen. Det oppsto en voldsom spekulasjonstrading der kortsiktige aktører posisjonerte seg for en umiddelbar transaksjonsnyhet eller RTO-avklaring som de trodde ville falle samme kveld.

Kursen kollapset med –32,00 % den 13. mai på et massivt utrenskningsvolum av 4,56 millioner aksjer – samme dag som Q1-rapporten ble publisert, hvilket i seg selv er en nærliggende utløser. (Rapporten peker også på det tidligere feilaktige AGM-anslaget som en mulig faktor; dette er tolkning.) Etter dette har kursen sunket jevnt utover sommeren.

2. Ordrebokanalyse: det institusjonelle kurspresset i juni/juli

- + **Juni-sigen:** Aksjen ble presset kontrollert nedover fra 4,25 kroner 1. juni til 3,28 kroner 30. juni.
- + **Juli-shortingen:** Etter at Brutons fisjonsmelding traff markedet 7. juli (lukket 3,27 kr), gikk aksjen trinnvis nedover i juli – 3,13 kr (10. juli), 2,97 kr (17. juli) – til 2,80 kroner ved stengning 23. juli. Short-salget er fullt dokumentert i Finanstilsynets shortregister: per 22. juli 2026 utgjorde den samlede offentliggjorte netto short-posisjonen 4,54 % (1 044 244 aksjer), fordelt på GSA Capital Partners LLP (2,91 %), Citadel Advisors LLC (1,09 %) og Citadel Securities (Europe) Limited (0,54 %). Posisjonene bygde seg opp fra begynnelsen av mai 2026 og gjennom juni-juli, med GSA Capital og Squarepoint Ops LLC som de mest aktive i oppbyggingsfasen.

Goldman Sachs' rolle – långiver, ikke short-selger: Det er verdt å presisere at Goldman Sachs ikke står oppført som netto short-holder i registeret. Goldmans flaggemeldinger («disclosure regarding holdings», mai-juli) gjelder store beholdninger der størstedelen av aksjene er utlånt – altså stilt til rådighet for de faktiske shortende aktørene (GSA Capital, Citadel, Squarepoint). Goldman er med andre ord tilrettelegger/långiver i utlånskjeden, ikke selv den som shorter.

OBSERVASJON (UTEN MOTIV)

Rapporten tillegger ikke short-salget noe bestemt motiv. Aktørene (GSA Capital, Citadel, Squarepoint) er systematiske kvant-/markedsnøytrale fond, og short-interesse i 2020 Bulkere er langvarig – kvantfond som WorldQuant, Voleon og Mirabella har hatt posisjoner i aksjen i perioder tilbake til 2021–2022. Det analytisk interessante er ikke hvorfor det shortes, men resultatet: kursen presses ned mot ren kontantverdi. Uavhengig av årsak gjør dette skallet billigere målt mot underliggende verdier, og dermed en rimeligere «noteringsvaluta» dersom en transaksjon (som den hypotetiske RTO-en) skulle bli aktuell. En praktisk konsekvens: jo lavere markedskursen presses, desto lettere blir det for Bruton å tilby 2020 Bulkere-aksjonærene et bytteforhold som ligger over dagens kurs – en synlig premie – og som likevel forblir rimelig for Bruton. Rommet illustreres av avstanden mellom dagens kurs (~2,80 kr) og den forhandlede SOTP-verdien (~3,39 kr per effektive aksje): et tilbud et sted mellom disse ville fremstå som en premie for selgerne og samtidig ligge under skallets fulle beregnede verdi. Det er effekten – ikke en antatt hensikt – som er relevant for verdsettelsesgapet.

3. Forhandlingsmodellen: Sum-of-the-Parts (SOTP) og den reelle transaksjonsverdien

Det er en fundamental feil å anta at den gjeldende markedskursen på 2,80 kroner representerer den verdien Bruton-systemet vil betale for skallet. Det endelige bytteforholdet vil bli fastsatt gjennom strukturerte forhandlinger mellom de to uavhengige styrene, støttet av uavhengige verdivurderinger fra EY og PwC. Transaksjonsverdien vil bli beregnet som en Sum-of-the-Parts (SOTP)-modell basert på de fire strategiske komponentene som ledelsen i 2020 Bulklers eksplisitt har definert som selskapets kjerneverdier, beregnet i selskapets funksjonelle valuta (USD) for å eliminere valutasvingninger.

KOMPONENT	VERDI (USD)	GRUNNLAG
Cash (likviditet)	4 000 000	Kontanter øremerket strategiske muligheter
Management (10 %)	≈ 74 000	10 % av 2020 Bulklers Management AS. 50 % solgt feb. 2026 for NOK 4 mill. ⇒ 100 % ≈ NOK 8 mill.; 10 % ≈ NOK 0,8 mill. (≈ USD 74k)
Listing (børsnotering)	1 700 000	Verdi av rent hovedbørsskall (antatt)
Platform (infrastruktur)	500 000	IR-apparat, corporate governance (konservativt)
Total transaksjonsverdi	≈ 6 274 000	= ca. 67,8 mill. NOK ved kurs 10,80

Ved en konservativ valutakurs på 10,80 utgjør dette ca. 67,8 millioner kroner. Fordelt på de ca. 20 millioner effektive aksjene impliserer dette en forhandlet transaksjonsverdi på ca. 3,39 NOK per aksje.

(Managementandelen på 10 % er verdsatt til ca. NOK 0,8 millioner / USD 74 000, utledet av salget av 50 % for NOK 4 millioner i februar 2026.)

MERKNAD OM AKSJEANTALL (AUTORISERT, UTSTEDT OG EFFEKTIVT)

2020 Bulkurs har en autorisert aksjekapital på USD 75 millioner (75 000 000 aksjer à USD 1,00), hvorav 22 930 906 aksjer var utstedt per 31. mars 2026 (Q1-regnskapet). Finanstilsynets shortregister regner shortprosentene av dette utstedte antallet ($4,54\% = 1\,044\,244$ aksjer stemmer mot 22 930 906). Q1-regnskapet viste ingen egne aksjer per 31. mars; tilbakekjøpene ble gjennomført i april (avsluttet 22. april) og kom altså etter kvartalsslutt. Per VPS-registeret (Euronext VPS via Modular Finance, 23. juli 2026) holder 2020 Bulkurs selv 2 791 163 egne aksjer (treasury) = $12,17\%$ av de 22 930 906 utstedte. Utestående aksjer eksklusive egne aksjer er dermed 20 139 743 (~20,1 millioner) – det relevante tallet for verdi per aksje og utvanning, som SOTP- og utvanningsberegningene her bygger på (avrundet til ~20 millioner).

Finanstilsynets shortregister regner derimot sine prosenter av det utstedte antallet ($4,54\% = 1\,044\,244$ aksjer av 22 930 906). Det er verdt å merke at de tilbakekjøpte egne aksjene (2 791 163) foreløpig ikke er slettet, og kanskje heller ikke blir det: under 2020 Bulkurs' bye-laws kan styret selge eller på annen måte avhende egne aksjer «for cash or other consideration», slik at de kan brukes direkte som (del)vederlag ved en overføring til Bruton – uten ny utstedelse eller registrering. Å slette ~2,8 millioner aksjer for kort tid etter å måtte utstede nye (via økt kapital) gir lite mening; treasury-beholdningen fungerer dermed som en liten, ferdig «aksjevaluta». Den dekker likevel bare en marginal del av et fullt RTO-vederlag – hoveddelen ville uansett kreve en betydelig kapitaløkning.

Verdsettelsesgrunnlag for Listing og Plattform (gjenanskaffelseskost og tidsbesparelse): De to «myke» komponentene bør vurderes mot hva det ville koste Bruton å bygge dem opp organisk – både i penger og i tid. For Listing er alternativet en ordinær noteringsprosess: rådgivere, tilrettelegger, prospekt, samt børss- og juridiske honorarer. Vel så viktig er tidsbesparelsen: uten tre års operasjonell historikk må et ungt selskap enten søke unntak (Market Capitalization Exemption) eller ta omveien om Euronext Expand før hovedliste, noe som kan forsinke tilgangen til hovedbørsens likviditet, indeksinkludering og investorunivers med flere kvartaler. Verdien av et ferdig, «rent» hovedbørsskall er derfor summen av den sparte kostnaden og den sparte tiden (time-to-market) – tid som i et stigende VLCC-marked har en selvstendig, konkret verdi fordi utbytteselskapet kan begynne å levere kontantstrøm og utbytter fra hovedlisten raskere. For Plattform er alternativet å bygge opp IR-apparat, corporate governance, rapporteringsrutiner og et driftsselskap fra bunnen – en oppstartskostnad og -tid som her overtas ferdig. Anslagene i tabellen (USD 1,7 mill. for listing, innenfor et rimelig intervall på USD 1,5–3,0 mill., og USD 0,5 mill. for plattform) er ment å reflektere denne gjenanskaffelses- og alternativkostnaden inklusive tidsverdien, men er forfatterens forutsetninger og bør kalibreres mot faktiske noteringskostnader og tidslinjer på Oslo Børs.

VIKTIG AVGRENSNING – HVA RTO-EN IKKE SPARER

Tidsbesparelsen må ikke overdrives. Også via RTO-ruten må 2020 Bulklers/Bruton utarbeide et EU-godkjent prospekt etter Prospektforordningen og fremlegge om lag tre års (pro forma/historiske) regnskaper for VLCC-virksomheten som tas inn i skallet. Prospekt- og regnskapsarbeidet – og den tilhørende revisjonen og due diligence – spares altså ikke. Det RTO-en først og fremst gir, er et eksisterende, børsnotert vehikkel med etablert noteringsstatus på hovedlisten, slik at man slipper en separat, fullstendig noteringsprosess for en helt ny juridisk enhet, og selskapets egen eksistens-/historikkterskel (treårsregelen for selve utsteder) allerede er oppfylt. Nettobesparelsen ligger derfor i vehikkelet, noteringsstatusen og deler av tidslinjen – ikke i prospekt- eller regnskapsplikten. Dette trekker de øvre listing-anslagene noe ned og bør reflekteres i en endelig kalibrering.

Konkrete børsavgifter (Euronext, 2026): Årlig noteringsavgift på Oslo Børs' hovedliste er NOK 119 per million i markedsverdi (minimum NOK 281 500, maksimum NOK 2 297 500); på Euronext Expand NOK 109 per million (minimum NOK 255 500). En ordinær hovednotering tar «minst tre til fire måneder», mot 9–15 handledager på Euronext Growth (kilde: Euronext og CMS). Selve tilretteleggerhonoraret – typisk 4–7 % av emisjonsbeløpet i en IPO (PwC) – faller i praksis bort i en RTO uten kapitalinnhenting; de unngåtte postene er dermed hovedsakelig faste rådgiver-, juridiske og revisjonskostnader, børsavgifter og prospekt-/noteringsarbeid, pluss tidsverdien. Faktiske selskapsspesifikke kostnader oppgis sjelden offentlig utenom prospektenes «estimated total expenses»-avsnitt, og de øvrige listing-anslagene her bør kalibreres mot slike tall.

Reelt eksempel på den organiske omveien – Himalaya Shipping: Trøim-systemets eget søsterselskap illustrerer nøyaktig tidskostnaden ved den organiske ruten. Himalaya ble først tatt opp til handel på Euronext Growth Oslo (november 2022, med DNB Markets som tilrettelegger), overført til Euronext Expand (april 2023) og deretter til Oslo Børs' hovedliste med første handelsdag 3. juni 2025. Fra første notering til hovedlisten tok reisen altså omtrent to og et halvt år. Et interessant poeng: det siste steget (Expand → Oslo Børs) kunne gjøres som en ren overføring under Prospektforordningen artikkel 1(5)(j) – kun et «transfer listing document» / prospektsammendrag, ikke et fullt prospekt – fordi begge er regulerte markeder og virksomheten var uendret. Den tunge prospekt- og regnskapsbyrden lå altså ved den første noteringen. For 2020 Bulklers/Bruton er situasjonen en annen: å bringe VLCC-virksomheten inn i skallet via en RTO er en vesentlig endring (significant gross change) som normalt utløser fullt prospekt og historiske regnskaper. Poenget med RTO-en er derfor tid og noteringsvehikkel – ikke å slippe unna prospektet.

Faktiske kostnadstall fra Himalayas 20-F (2023): I egenkapitaloppstillingen føres «Equity issuance costs» (transaksjonskostnader ved aksjeutstedelse, trukket fra additional paid-in capital) på ca. USD 2,1 millioner i 2021 (knyttet til de private plasseringene på til sammen USD 95 millioner) og ca. USD 5,8 millioner i 2023 (i hovedsak den amerikanske NYSE-noteringen – en emisjon på USD 67,6 millioner, altså om lag 8,5 %). De rene Oslo-noteringskostnadene (Euronext Growth og Expand) ble derimot utgiftsført løpende over driften: selskapet oppgir at de tidlige G&A-kostnadene «mainly relate to listing expenses in Euronext Growth and

Euronext Expand, legal fees, share based compensation ... and fees payable under our Management Agreement with 2020 Bulkera», med samlet G&A på ca. USD 1,0 millioner (2021) og USD 2,0 millioner (2022); «prepaid listing costs» var USD 0,86 millioner ved utgangen av 2022.

Hva dette betyr for «Listing»-anslaget: De store issuance-kostnadene henger sammen med kapitalinnhenting (underwriting/tilrettelegging på 4–8,5 % av emisjonen) – kostnader en RTO uten emisjon unngår. Det som gjenstår som reell noteringskostnad i et RTO-tilfelle, er den faste noterings-, juridiske- og prospektkomponenten, som hos Himalaya lå i lav ensifret million-USD (innbakt i G&A og de USD 0,86 mill. i prepaid listing costs). Det støtter at rapportens listing-anslag (punkttestimat USD 1,7 mill., intervall USD 1,5–3,0 mill.) er i riktig størrelsesorden, snarere enn de høyere issuance-tallene. Som en bonus bekrefter 20-F-en også den delte plattformen: Himalaya betalte forvaltningshonorar til 2020 Bulkera under en Management Agreement (klassifisert som nærstående-transaksjon).

VIKTIG FORBEHOLD - SELSKAPETS KONTANTFORBRUK (BURN RATE) ETTER UTBYTTET

Det må understrekes at den eksakte kontantbeholdningen ved transaksjonstidspunktet i august høyst sannsynlig vil ligge noe under de opprinnelige USD 4 millioner. Ettersom 2020 Bulkera i dag opererer som et rent børsskall uten operative inntekter, må alle løpende administrative kostnader (børsavgifter, styrehonorarer, juridisk bistand og revisjonshonorarer til EY) dekkes av denne kontantbeholdningen. Selv om dette kontantforbruket vil redusere den likvide komponenten marginalt (eksempelvis med USD 100 000 til USD 200 000), forblir verdien av de immaterielle eiendelene uforandret og utgjør fortsatt den primære merverdien Bruton-systemet forhandler om.

4. Utvanningstabellen: hvorfor overgangen til hovedlisten er «gratis» for Bruton

Den største frykten på retail-forumene er at Brutons eksisterende eiere skal bli massivt utvannet ved å dele eierskapet med 2020 Bulkera-aksjonærene. Matematikken viser imidlertid at denne frykten er ubegrunnet. Gitt en antatt verdi på det nye utbytteselskapet (Nye Bruton Ltd.) på mellom 1,9 og 2,8 milliarder kroner, blir den prosentvise utvanningen for Brutons aksjonærer som følger ved ulike forhandlede verdier for 2020 Bulkera (formel: 2020 Bulkera-verdi / (Nye Bruton + 2020 Bulkera), basert på 20 mill. aksjer):

2020 BULKERS-VERDI (KURS)	TOTAL SKALLVERDI	NYE BRUTON 1,9 MRD	NYE BRUTON 2,3 MRD	NYE BRUTON 2,8 MRD
NOK 2,25 (ren cash)	45 mill. NOK	2,3 %	1,9 %	1,6 %
NOK 3,00 (moderat kurs)	60 mill. NOK	3,1 %	2,5 %	2,1 %
NOK 4,00 (over SOTP-estimatet)	80 mill. NOK	4,0 %	3,4 %	2,8 %
NOK 5,00 (høy premie)	100 mill. NOK	5,0 %	4,2 %	3,4 %

Selv ved en verdi betydelig over dagens markedskurs viser utvanningstabellen at den totale utvanningen for Brutons aksjonærer forblir moderat: ca. 3,4 % ved NOK 4,00 (gitt en Nye Bruton-verdi på USD 213M / NOK 2,3 mrd), og maksimalt 5,0 % i det mest generøse scenarioet (NOK 5,00 mot en Nye Bruton-verdi på NOK 1,9 mrd). For Bruton-systemet ville overgangen til hovedlisten dermed være en billig og effektiv snarvei, mens forskjellen mellom skallets markedspris og verdien i den firedelte modellen utgjør et betydelig uforløst verdsettelsesgap.

KAPITTEL 05

Langsiktig finansiering i Growth Co og Magni Partners' rolle (the 2028/2029 horizon)

FORBEHOLD

Finansieringsplanen som skisseres i dette kapitlet for de åtte gjenværende VLCC-ene er hypotetisk og ikke bekreftet av selskapene. Den er utledet av hvordan Trøim-systemet (Magni Partners, Himalaya Shipping, 2020 Bulkurs) historisk har finansiert nybyggingsprogrammer – brolån, kinesisk sale-and-leaseback og rullerende dropdowns – og brukes her som en sannsynlig modell, ikke som en dokumentert plan. Konkrete finansieringsavtaler må bekreftes mot selskapenes egne meldinger.

Verdiene i utbytteselskapet er kortsiktig sikret, men vekstselskapet (Growth Co) bærer med seg en helt annen langsiktig risikoprofil. De åtte gjenværende VLCC-nybyggene er fordelt på to verft – fire ved New Times Shipyard og fire ved Yantai CIMC Raffles (ca. 319 000 dwt, med levering januar–juli 2028) – og har avtalte leveranser i en horisont strukket ut over 2028 og 2029. Selskapet vil derfor i en lengre periode operere uten løpende operasjonell kontantstrøm.

Denne tidsmessige flaskehalsen krever en sofistikert og kapitaleffektiv struktur for å unngå destruktive og utvannende emisjoner på lav kurs. Løsningen ligger i Tor Olav Trøims historiske finansieringsmodell og den strategiske verktøykassen til hans private arm, Magni Partners.

1. Magni Partners som finansiell garantist (the Himalaya blueprint)

Bekymringen rundt vekstselskapets evne til å finansiere verftsavdragene (pre-delivery capex) frem mot 2028 de-risikes i stor grad når man analyserer den historiske blåkopien fra Himalaya Shipping og 2020 Bulkurs.

- + **Interne brolån (bridge loans):** Da Himalaya Shipping sto overfor store kapitalbehov før flåten var leveringsklar, trådte Magni Partners direkte inn som en finansiell ryggrad ved å stille opp med fleksible brolån.
- + **Kursbeskyttelse:** Ved å bruke Magni Partners som en intern likviditetskilde slipper Growth Co å haste-trykke opp millioner av nye aksjer på bunnkurs i et ugunstig marked for å betale et enkelt verftsavdrag. Lånene brofinansierer milepælene frem til markedet har priset opp verdiene i kontraktene.

2. Strukturert vekst via kinesisk leasing (sale-and-leaseback)

Rapporten estimerer at den endelige leveringsfinansieringen ikke vil belaste aksjonærenes egenkapital, men i stedet løses gjennom det tette nettverket Magni Partners har bygget opp mot asiatiske statsbanker (f.eks. Bocomm Leasing, CDB Leasing).

- + **Høy belåningsgrad:** Ved å inngå sale-and-leaseback-avtaler oppnås en finansieringsgrad på 90–100 % av skipenes verftsverdi i det sekundet stål treffer vannet.

- + **Egenkapitalfrigjøring:** Dette minimerer Growth Cos kapitalbehov drastisk og sikrer at overgangen fra nybygg til operasjonelt skip skjer uten kapitalutvanning for de sittende eierne.

3. Strategisk flåteoptimalisering: videresalg som finansieringsmotor

En detaljert granskning av flåteoversikten avslører en markant konsentrasjon i 2028, der hele fem skip (Mount Vanguard, Mount Pursuit, Mount Pinnacle, Mount Discovery og Mount Endeavour) er planlagt for levering. Denne baktunge tidslinjen åpner for en sannsynlig strategisk manøver fra ledelsens side: videresalg (resale) av én byggekontrakt i 2028-køen. Ved å selge unna ett av disse fem skipene på det åpne markedet før levering, slår Trøim-systemet to fluer i én smekk:

- + **Operasjonell symmetri:** Flåten i Growth Co strømlinjeformes til totalt sju skip, noe som muliggjør en jevn, rullende dropdown-sekvens til utbytteselskapet med nøyaktig ett skip i kvartalet gjennom 2028 og 2029.
- + **Kapitalfrigjøring som alternativ til emisjon:** Gevinsten fra et slikt kontraktssalg i et brennhett VLCC-marked vil generere umiddelbar og betydelig likviditet. Denne kontantstrømmen kan rulles direkte inn som egenkapital for å dekke de gjenstående verftsavdragene på de resterende sju skipene, noe som i praksis gjør Growth Co selvfinansierende og fungerer som det primære, kommersielle alternativet til en tradisjonell og utvannende emisjon for minoritetsaksjonærene.

4. Det rullende «dropdown»-systemet til Bruton

Det langsiktige målet for Growth Co er etter alle solemerker ikke å bli et permanent operasjonelt rederi, men å fungere som en kapitalgenererende inkubator for utbytteselskapet.

- + **Mekanikken:** Etter hvert som de resterende VLCC-ene ferdigstilles gjennom 2028 og 2029, vil skipene suksessivt selges over til utbytteselskapet (Bruton) på hovedlisten.
- + **Verdisirkelen:** Bruton finansierer kjøpene eksternt via de nevnte leasingavtalene, og overfører kontanter eller høyt prisede hovedlisteaksjer tilbake til Growth Co som oppgjør. Growth Co bruker denne likviditeten til å betale de gjenværende avdragene på de neste skipene i køen.

Strukturelt reduserer dette behovet for utvannende emisjoner. Vekstaksjene som utstedes i fisjonen får dermed karakter av en opsjonslignende eksponering mot den langsiktige flåtefornyelsen, finansielt understøttet av Magni Partners' struktur. Dette er en analytisk beskrivelse av mekanikken, ikke en vurdering av aksjenes attraktivitet.

Endelig flåtestruktur etter demerger (2026–2029)

FARTØY	ESTIMERT LEVERING	STATUS PER AUGUST 2026	SELSKAPSTILHØRIGHET
Mount Vision	Juli 2026	Operasjonell (rate \$95k)	Nye Bruton Ltd. (utbytte / 2020 Bulk­ers)
Mount Horizon	Januar 2027	Under bygging	Nye Bruton Ltd. (utbytte / 2020 Bulk­ers)
Mount Frontier	August 2027	Under bygging	Nye Bruton Ltd. (utbytte / 2020 Bulk­ers)
Mount Summit	Oktober 2027	Under bygging	Nye Bruton Ltd. (utbytte / 2020 Bulk­ers)
Mount Vanguard	2028	Nybyggkontrakt	Growth Co (Euronext Growth)
Mount Pursuit	2028	Nybyggkontrakt	Growth Co (Euronext Growth)
Mount Pinnacle	2028	Nybyggkontrakt	Growth Co (Euronext Growth)
Mount Discovery	2028	Nybyggkontrakt	Growth Co (Euronext Growth)
Mount Endeavour	Q4 2028	Nybyggkontrakt	Growth Co (Euronext Growth)
Mount Odyssey	Q1 2029	Nybyggkontrakt	Growth Co (Euronext Growth)
Mount Venture	Q2 2029	Nybyggkontrakt	Growth Co (Euronext Growth)
Mount Voyager	Q3 2029	Nybyggkontrakt	Growth Co (Euronext Growth)

VEDLEGG

Om utarbeidelsen av rapporten (metode og verktøy)

Hypotesen og de underliggende resonnementene i denne rapporten er forfatterens egne. Utgangspunktet – ideen om en mulig Reverse Takeover via 2020 Bulkters-skallet, koblingene i tidslinjen og tolkningen av bye-law-mekanikken – er utviklet av forfatteren (Buggie1971) på grunnlag av egen gjennomgang av offentlig tilgjengelig materiale.

I selve utarbeidelsen er det benyttet KI-assistenter – Google Gemini og Anthropic Claude – som verktøy for idéutvikling og motargumenter, strukturering og språkvask, og for å hente frem, sitere og kryssjekke opplysninger mot primærkilder (børsmeldinger, årsrapporter og Form 20-F, vedtekter/bye-laws, Finanstilsynets shortregister, Foretaksregisteret, kursdata m.m.). Faktapåstander er så langt som mulig forankret i slike primærkilder, som er samlet i kildeseksjonen.

Ansaret for innholdet – faktautvalg, tolkninger og konklusjoner – ligger hos forfatteren. KI-verktøyene er brukt som hjelpemidler, ikke som selvstendige kilder, og der rapporten går fra dokumentert faktum til hypotese eller spekulasjon, er dette søkt markert i teksten.

VEDLEGG

Kilder og referanser

Kildene under underbygger de verifiserbare opplysningene i rapporten (selskapsstruktur, demerger, revisorbytte, noteringsplan, flåte, finansiering og short-posisjoner). Tolkninger, tidslinjekoblinger, RTO-mekanikk og verddivurderinger (SOTP) er rapportens egen hypotese og er ikke bekreftet av kildene. Short-posisjonene er dokumentert (shortregisteret), men rapporten tillegger dem ikke noe motiv.

PRIMÆRKILDER – SELSKAPS- OG BØRSMELDINGER

- + 2020 Bulkiers Ltd. – 2025 Annual General Meeting and change of auditor (utnevning av EY, GF 6. mai 2025) – https://2020bulkiers.com/mfn_news/2020-bulkiers-ltd-2020-2025-annual-general-meeting-and-change-of-auditor/
- + **2020 Bulkiers Ltd. – Annual Report 2025 (Board of Directors' Report, datert 9. mars 2026):** going concern-erklæring (regnskapslovens §4-5); nedsalg i 2020 Bulkiers Management AS – 40 % solgt i 2024 (~USD 0,3 mill.), 36 % (Bruton) + 14 % (Himalaya) avtalt feb. 2026 for NOK 4 mill., 10 % beholdt; flåte: fem Newcastlemax à 208 000 dwt; aksjekapital USD 22 880 906 (22 880 906 aksjer à USD 1,00 per 31.12.2025).
- + 2020 Bulkiers Ltd. – Annual Report 2024 (revidert av PricewaterhouseCoopers AS – bekrefter tidligere revisor før EY) – <https://storage.mfn.se/95e6cdd4-ca1c-46b6-a74b-a609ed510cf8/2020-bulkiers-ltd-annual-report-2024.pdf>
- + 2020 Bulkiers Ltd. – Annual Report 2023 (revidert av PricewaterhouseCoopers AS) – <https://2020bulkiers.com/content/uploads/2024/03/2020-Bulkiers-Ltd.-Annual-report-2023.pdf>
- + 2020 Bulkiers Ltd. – Distribution of cash by way of a special dividend and share repurchases – https://2020bulkiers.com/mfn_news/2020-bulkiers-ltd-2020-distribution-of-cash-by-way-of-a-special-dividend-and-share-repurchases/
- + Bruton Limited (BRUT) – Delivery of Mount Vision, sale-leaseback financing secured, demerger and new CEO (MFN) – <https://mf.se/a/bruton-limited/bruton-limited-brut-delivery-of-mount-vision-sale-leaseback-financing-secured-demerger-and-new-ceo>
- + Bruton Limited (BRUT) – Potential Vessel Options, Listing and Launch of a Private Placement (Euronext, 2. feb. 2026) – ordrett: «initiated a process to prepare for a listing on one of Euronext's regulated markets in Norway» «during the first half of 2026» – <https://live.euronext.com/en/products/equities/company-news/2026-02-02-bruton-limited-brut-potential-vessel-options-listing-and>
- + 2020 Bulkiers Ltd. – Consolidated Financial Statements Q1 2026 (autorisert kapital USD 75 mill. / 75 mill. aksjer à USD 1,00; 22 930 906 utstedt; ~USD 4 mill. kontanter; ordrett «platform, listing and management»-sitat) – <https://storage.mfn.se/777220fb-64da-41f3-8eb4-0ccf17c2dc1c/2020-bulkiers-consolidated-financial-statements-q1-2026.pdf>
- + **Bruton Ltd. – Team/Board (ledelse:** Svensen CEO, Hasund CFO, Lalic CTO) – <https://bruton-ltd.com/team/>

- + **2020 Bulkurs Ltd. – Team/Board (samme ledelse: Svensen, Hasund, Lalic)**
– <https://2020bulkurs.com/team/>
- + **Bruton Limited – Corrected Notice of AGM 12. august 2026 (punkt 3: PwC gjenutnevnt som revisor; punkt 5: share premium USD 226 039 548 → contributed surplus; record date 20. juli 2026) –**
<https://storage.mfn.se/31c27f13-eb2c-4281-9995-5222b7b6b4ec/corrected-notice-of-agm-bruton-limited.pdf>
- + Bruton Limited (BRUT) – Newbuilding contracts for four additional VLCC vessels (Yantai CIMC Raffles, 319 000 dwt, levering jan–jul 2028) – <https://bruton-ltd.com/news/bruton-limited-brut-newbuilding-contracts-for-four-additional-vlcc-vessels/>

VEDTEKTER (BYE-LAWS)

- + Bruton Limited – Amended and Restated Bye-Laws (2026, f.k.a. Andes Tankers Ltd.), vedlegg til generalforsamlingen. Relevante bestemmelser: bye-law 3 (tildeling av uutstedte aksjer), 61 (reduksjon av share premium), 103 (Jurisdiction Policy – endret fra «shall» til «may»; styrets skjønn over residenskrav og møtevenue av hensyn til skattemyndigheter), 111 (stemmerett i datterselskaper), 114–115 (styrets alminnelige fullmakter over virksomhet og eiendeler), 129 (skriftlig styrevedtak) og 148 (utdeling in specie).
- + 2020 Bulkurs Ltd. – Amended and Restated Bye-Laws (gjeldende fra 9. mai 2023). Relevante bestemmelser: bye-law 4 (styrets tildeling av uutstedte aksjer mot valgfritt vederlag) og bye-law 53 (økning av kapital krever aksjonærvedtak). Den tidligere faste kapitalbestemmelsen (100 000 aksjer à USD 1,00) ble strøket i 2023-revisjonen.

OFFENTLIGE REGISTRE OG MARKEDSDATA

- + **Finanstilsynet – Shortregisteret, 2020 Bulkurs (ISIN BMG9156K1018):** samlet netto short-posisjon 4,54 % per 22.07.2026 (GSA Capital 2,91 %, Citadel Advisors 1,09 %, Citadel Securities 0,54 %), med historikk tilbake til 2021–2022 – <https://ssr.finanstilsynet.no/Home/Details/BMG9156K1018>
- + Oslo Børs NewsWeb – børs- og flaggemeldinger for 2020 Bulkurs (2020) og Bruton (BRUT), inkl. Goldman Sachs' melding om utlån av aksjer – <https://newsweb.oslobors.no/>
- + **Oslo Børs NewsWeb – Bruton Limiteds finanskalender-meldinger (BRUT):** 08.12.2025 (msg-ID 661510, GF 13.08.2026), 02.01.2026 (663036, 13.08.2026), 03.07.2026 (677642, 12.08.2026), 07.07.2026 kl. 13:29 (677751, kortvarig republisert som 13.08.2026, trolig utilsiktet) og 07.07.2026 kl. 17:09 (677787, korrigert tilbake til 12.08.2026 samme ettermiddag) – GF-datoen har ligget fast til midten av august siden desember 2025, med maksimalt én dags nettoendring – <https://newsweb.oslobors.no/>
- + **Brønnøysundregistrene / Foretaksregisteret – navneendring 28.04.2026:** «2020 Bulkurs Management AS» → «Peak Maritime Management AS» (org.nr. 921 059 450) – <https://w2.brreg.no/kunngjoring/>
- + MarketWatch – 2020 Bulkurs (XOSL:2020), daglige kursdata 1. april–23. juli 2026 (grunnlag for kurshistorikken i kapittel 4) – <https://www.marketwatch.com/investing/stock/2020/download-data?startDate=4/1/2026&endDate=07/23/2026&countryCode=no>

- + **2020 Bulkters Ltd. – Share information / topp 20 aksjonærer (Euronext VPS via Modular Finance):** egne aksjer 2 791 163 = 12,17 %; Magnus Halvorsen (MH Capital + personlig) 8,86 %; per 23. juli 2026 – <https://2020bulkters.com/investor-relations/share-information/>
- + **Bruton Limited – Share information / topp 20 aksjonærer (Euronext VPS via Modular Finance):** Trøim med selskaper 14,37 %, Magnus Halvorsen 4,21 %, Affinity Shipholdings II 4,17 %; totalt 61 923 808 aksjer; per juli 2026 – <https://bruton-ltd.com/investor-relations/share-information/>
- + **Bruton Limited – selskapspresentasjoner (aug./sep. 2025), inkl. juridisk struktur:** Bruton Ltd. → Andes Tankers I Ltd. → Andes Tankers I/II Inc. (skipseiende SPV-er) – <https://bruton-ltd.com/investor-relations/financial-information-reports/>
- + SEC EDGAR – Himalaya Shipping Ltd., revisorbekreftelse (PricewaterhouseCoopers AS, Oslo); underbygger PwC som Trøim-systemets standardrevisor – https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1959455/000114036123014601/ny20006357x16_ex23-1.htm

NYHETS- OG BAKGRUNNSKILDER

- + Bruton to split 12-ship VLCC play (Splash247) – 4/8-splitt, noteringsplan, ny CEO Lars-Christian Svensen – <https://splash247.com/bruton-to-split-12-ship-vlcc-play/>
- + Trøim's VLCC investment vehicle goes public (Splash247) – eierstruktur, Magni Partners / Drew Holdings – <https://splash247.com/troims-vlcc-investment-vehicle-goes-public/>
- + Bruton firms up VLCC order at New Times Shipbuilding (Splash247) – <https://splash247.com/bruton-firms-up-vlcc-order-at-new-times-shipbuilding/>
- + Bruton bolsters VLCC pipeline with four-ship order at CIMC Raffles (Splash247) – <https://splash247.com/bruton-bolsters-vlcc-pipeline-with-four-ship-order-at-cimc-raffles/>
- + **Bruton Demerges VLCC Programme:** Cashflow Company vs Forward-Delivery Assets (IndexBox) – <https://www.indexbox.io/blog/bruton-splits-12-vlcc-fleet-into-two-public-entities-as-first-supertanker-enters-service/>
- + Bruton US listing plan in focus with VLCC orderbook in the money (TradeWinds, 11. mai 2026) – DNB Carnegie: US-notering (NYSE/Nasdaq) avventer at mesteparten av ordreboken leveres; Trøim største eier 14,4 % – <https://www.tradewindsnews.com/tankers/bruton-us-listing-plan-in-focus-with-vlcc-orderbook-in-the-money/2-1-1986423>
- + Trøim bygger nytt tankrederi på Oslo Børs – vil hente én milliard (Dagens Næringsliv, 11. september 2025) – Andes-fusjonen; USD 100 mill. emisjon; Trøim eide 48 % av Bruton og 21 % av Andes Tankers II; ambisjon om notering på anerkjent internasjonal børs («ganske sikkert USA») i tillegg til Euronext Growth Oslo – <https://www.dn.no/shipping/tor-olav-troim/bruton-limited/gunnar-winter-eliassen/troim-bygger-nytt-tankrederi-pa-oslo-bors-vil-hente-en-milliard/2-1-1869520>
- + Bruton–Andes Tankers II-konsolidering via byttetilbud (Breakbulk.News, 13. oktober 2025, sekundærkilde) – 0,806 Bruton per Andes-aksje; >83 % forhåndsaksept; ~26,8 mill. aksjer etter fullføring – <https://breakbulk.news/bruton-andes-merger-moves-full-steam-ahead-as-83-of-shareholders-back-the-deal/>

- + 2020 Bulkurs announces special dividend, payable on or about May 8, 2026 (MarketScreener, sekundærkilde) – <https://www.marketscreener.com/news/2020-bulkers-ltd-announces-special-dividend-payable-on-or-about-may-8-2026-ce7f59dbdf89f72d>
- + Tor Olav Trøim (Wikipedia) – bakgrunn og selskapsnettverk – https://en.wikipedia.org/wiki/Tor_Olav_Tr%C3%B8im

JURIDISK KONTEKST (BERMUDA-LOVGIVNING)

- + Bermuda Companies Act 1981 (konsolidert, Bermuda Monetary Authority) – selskapslovens navn er uendret – <https://www.bma.bm/viewPDF/documents/2023-11-14-10-39-37-Companies-Act-1981.pdf>
- + Beneficial Ownership Act 2025 (2025:16) – flyttet BO-reglene ut i egen lov (Carey Olsen-sammendrag) – <https://www.careyolsen.com/insights/briefings/bermudas-new-beneficial-ownership-act-2025-what-you-need-know>
- + Companies Amendment Act 2024 og øvrige endringer til Companies Act 1981 (Marbury-oversikt) – <https://www.marburys.com/publications/bermuda-companies-act-amendments-and-regulatory-updates>
- + Corporate Income Tax Act 2023 og shipping income exclusion (Conyers) – <https://www.conyers.com/publications/view/bermuda-corporate-income-tax-shipping-income-exclusion/>

NOTERINGS- OG PROSPEKTKOSTNADER (KALIBRERING AV LISTING/PLATFORM)

- + Euronext – 2026 Schedule of Fees, Oslo Børs / Euronext Expand (årlige noteringsavgifter) – <https://www.euronext.com/en/media/14644/download>
- + **CMS – International ECM Listings:** Norway (noteringsprosess, treårsregel/unntak, tidslinje) – <https://cms.law/en/int/expert-guides/cms-expert-guide-to-international-ecm-listings/norway>
- + PwC – Considering an IPO? Understand the costs (tilretteleggerhonorar 4–7 % av emisjonsbeløp; kostnadsstruktur) – <https://www.pwc.com/us/en/services/consulting/deals/library/cost-of-an-ipo.html>
- + Euronext – Himalaya Shipping lists on Euronext Growth Oslo (nov. 2022) – <https://www.euronext.com/en/about/media/euronext-press-releases/himalaya-shipping-lists-uronext-growth-oslo-0>
- + Euronext – Himalaya Shipping transfers to Euronext Expand Oslo (2023) – <https://www.euronext.com/en/about/media/euronext-press-releases/himalaya-shipping-transfers-uronext-expand-oslo>
- + Euronext – Himalaya Shipping transfers to Euronext Oslo Børs (hovedliste) – <https://www.euronext.com/en/about/media/euronext-press-releases/himalaya-shipping-transfers-uronext-oslo-bors>
- + Himalaya Shipping – Prospectus Summary, overføring Expand → Oslo Børs (første handelsdag 3. juni 2025; transfer listing document, Prospektforordningen art. 1(5)(j)) – <https://himalaya-shipping.com/content/uploads/2025/06/2025-06-02-Prospectus-Summary-1.pdf>
- + Himalaya Shipping – Annual Report on Form 20-F 2023 (equity issuance costs USD 2,1 mill. 2021 / USD 5,8 mill. 2023; Euronext Growth/Expand-noteringskostnader i G&A; prepaid listing costs USD 0,86 mill.; Management Agreement med 2020 Bulkurs) – <https://himalaya-shipping.com/content/uploads/2024/03/Himalaya-Shipping-Ltd-20-F-31-Dec-2023.pdf>

FORBEHOLD OG GJENSTÅENDE USIKKERHET

Rapportens tolkninger, tidslinjekoblinger, RTO-mekanikk og verdivurderinger (SOTP) er hypotese, ikke bekreftede fakta. Enkelte detaljer bør leseren kontrollere direkte mot primærkilden: de eksakte datoene og ordlyden i 2020 Bulkera' finanskalender-endringer (via NewsWeb); koblingen mellom enkelte skipsnavn og leveringsdatoer i flåtetabellen; samt de anslåtte Listing- og Platform-verdiene og finansieringsmodellen i kapittel 5, som er forfatterens forutsetninger og ikke selskapsbekreftede tall.

Disclaimer

Denne rapporten er utarbeidet utelukkende for informasjons- og diskusjonsformål basert på offentlig tilgjengelig kildemateriale, finanskalendere og historiske presedenser per juli 2026. Rapporten inneholder en hypotese med betydelig spekulativt innhold og må ikke under noen omstendigheter tolkes som finansielle eller juridiske investeringsråd.