Opplysninger unntatt offentlighet jf. Offl. §13(1) jf. fvl §13(1) nr 2 - forretningssensitiv informasjon og jf. Offl. §23(4).

Wiersholm

Strengt konfidensielt – fra ekstern advokat/rådgiver

Til:	Sogn og Fjordane fylkeskommune v/fylkesrådmannen
Fra:	Wiersholm v/ Inge Ekker Bartnes og DHT v/ Torjus Stalleland
Ansv. advokat:	Inge Ekker Bartnes
Ansv. rådgiver:	Torjus Stalleland
Dato:	12. november 2015

VEDRØRENDE HANDLINGSALTERNATIVER FOR EIERSKAPET I FJORD1 AS

1. INNLEDNING

1.1 Bakgrunn

Advokatfirmaet Wiersholm og DHT Corporate Services har siden høsten 2014 foretatt en utredning av tre handlingsalternativer knyttet til Sogn og Fjordane fylkeskommunes eierposisjon i Fjord1 AS.

Formålet med utredningsprosessen har vært å utrede SFJ sitt handlingsrom, mulige risikoer og handlingsalternativer knyttet til eierskapet i Fjord1 på kort og lengre sikt. Prosessen har vært foretatt i henhold til mandat fra SFJ av 28. mars 2014 som ble godkjent i fylkesutvalget den 2. april 2014 (oppdatert 12. september 2014) og prosessnotat av 12. september 2014, som begge har fått tilslutning fra fylkesutvalget i SFJ.

Utredningen av de ulike handlingsalternativene for SFJ sitt eierskap i Fjord1 er nå avsluttet. I dette notatet vil vi presentere mandatet for oppdraget i punkt 1.2. Videre vil vi presentere vår anbefalte løsning av SFJs eierposisjon i punkt 2. Dernest vil vi gi en kort fremstilling av utredningsprosessen i punkt 3 og våre vurderinger og konklusjoner knyttet til de tre handlingsalternativene for SFJ sitt eierskap i Fjord1 i punktene 4, 5 og 6.

Vi understreker at notatet er strengt konfidensielt og skal unntas fra offentlighet. Videre er fylkesutvalget og fylkestinget i SFJ underlagt strenge konfidensialitetsforpliktelser med hensyn til de opplysninger som fremgår i notatet.

1.2 Mandat og utgangspunkt for prosessen

Sogn og Fjordane fylkeskommune ("SFJ") eier 59 % av aksjene i Fjord1 AS ("Fjord1" eller "Selskapet") gjennom eierselskapet F1 Holding AS ("F1 Holding"). De resterende 41 % av aksjene i Selskapet eies av Havilafjord AS ("Havila") som er et heleid datterselskap av Havila AS.

Wiersholm og DHT har også tidligere utredet handlingsalternativer og problemstillinger knyttet til SFJ sin eierposisjon i Fjord1. Dette ble gjort i 2011 i forbindelse med at tidligere medeier i Selskapet, Møre og Romsdal fylkeskommune, solgte sine aksjer i Fjord1 til Havila.

I henhold til mandat av 28. mars 2014 (som oppdatert den 12. september 2014) ba SFJ Wiersholm og DHT om å foreta en fornyet analyse, oppdatering og vurdering av:

(i) Fjord1s økonomiske status, porteføljе- og markedsmessige posisjon, og utsikter fremover; og

(ii) Aktuelle handlingsalternativer knyttet til SFJs eierposisjon i Fjord1

I fylkesutvalgsmøtet den 18. august 2014 presenterte Wiersholm og DHT sine foreløpige og overordnede analyser og vurderinger av punkt (i) og en presentasjon av fylkeskommunens handlingsalternativer for eierskapet i Fjord1 ref. punkt (ii). Fylkesutvalget ga i møtet sin tilslutning til at prosessen for utredning av SFJ sitt eierskap i Fjord1 skulle bringes videre.

I fylkesutvalgsmøtet den 24. september 2014 ble det vedtatt å gjennomføre tre parallelle utredningsprosesser knyttet til de tre overordnede handlingsalternativer som ble presentert i fylkesutvalgsmøtet den 18. august 2014:

(1) Fortsatt eierskap som i dag
(2) Fortsette eierskapet og få inn en ny medeier gjennom kapitalinnskudd
(3) Helt eller delvis salg av aksjer i Fjord1

Vedtaket baserte seg på prosessnotat av 12. september 2014 fra Wiersholm og DHT. Notatet redegjorde for Fjord1s økonomiske status, portefølje, markedsmessige posisjon og utsikter fremover og presenterte på denne bakgrunn SFJ sine handlingsalternativer og forslag til parallelle prosesser med oppstart fra 25. september 2014. Formålet med å gjennomføre parallelle prosesser, var å gi SFJ et best mulig beslutningsgrunnlag til å avgjøre hvordan eierposisjonene i Fjord1 skulle løses.

2. SAMMENDRAG OG ANBEFALING

2.1 Fortsatt eierskap, delvis nedsalg og exit-løsning om 3 år

Fjord1 har hatt en positiv utvikling. Det faktum at Selskapet trolig vil vinne to anbud og har fått merkjøp på to samband på gode kommersielle vilkår det siste året vil mest sannsynlig gi en betydelig økt og sikret kontantstrøm og lønnsomhet i Selskapet frem til 2018. Dette innebærer at også utbyttegrunnlaget for SFJ i årene 2015-2018 er betydelig forbedret.

Framtidsutsiktene etter 2018 er imidlertid mer usikre blant annet som følge av at Fjord1s rammebetingelser er i endring. Dette gir både muligheter og trusler for Fjord1 fremover. Krav om nye fartøy ved anbud og det faktum at Fjord1 må erstatte mange gamle fartøy, tilsier at Fjord1 vil kunne få et kapitalbehov i årene etter 2018 dersom det tas ut mye utbytte i de kommende årene.

På bakgrunn av at Selskapet har utsikter til en god lønnsomhet de neste tre årene, mener vi at et fortsatt eierskap i Fjord1 i en 3-årsperiode kan være et godt alternativ for SFJ.

Samtidig viser DHT sine verdivurderinger og budene for helt eller delvis kjøp og salg av aksjer i Fjord1 at den positive utviklingen har gitt en betydelig økt verdi på aksjene i Selskapet. Sett i sammenheng med at den økonomiske utviklingen i Selskapet etter 2018 er usikker, er vår vurdering at det kan være en god løsning for SFJ å sikre seg nåverdien for hele aksjeposten allerede nå ved et trinnvis nedsalg til en god pris.

Vi har på bakgrunn av de ovennevnte forutsetninger knyttet til Fjord1s framtidsutsikter og etter vår konkrete utredning av ulike handlingsalternativer for SFJ sitt fremtidige eierskap, kommet frem til to alternative og gode løsninger for SFJ sin eierposisjon i Fjord1.

Den første løsningen innebærer et fortsatt eierskap i Fjord1 der SFJ bl.a. foretar konkrete grep knyttet til utøvelsen av eierskapet som er nærmere beskrevet i punkt 4. Vår anbefaling innebærer <u>blant annet</u> at SFJ bør være en mer aktiv eier i og for Selskapet som i større grad

stiller klare krav til Fjord1 sin drift, utvikling og strategi. Slik vil SFJ på best mulig måte kunne legge til rette for fremtidig verdiskapning i Selskapet.

Den andre løsningen er en kombinasjonsløsning av SFJs handlingsalternativer som innebærer at SFJ har et fortsatt eierskap i Selskapet de tre neste årene samtidig som halvparten av verdiene i Selskapet realiseres nå gjennom et nedsalg. Dette forutsetter at SFJ sikrer seg en exit-mulighet til å selge seg helt ut av Fjord1 etter utløpet av de neste tre årene.

Fordelen med kombinasjonsmodellen er at SFJ de neste tre årene kan være med å videreutvikle verdiene i Fjord1 sammen med industrielle og profesjonelle aktører. Forutsetningen for et slikt felles eierskap er en aksjonæravtale slik at SFJ fremdeles vil ha mulighet til å påvirke de avgjørelser som tas. Videre vil SFJ ved et fortsatt eierskap i Selskapet bidra til å sikre at Fjord1 beholder hovedkontoret i Florø. Vi har fra Selskapet mottatt forslag til lignende eiermodeller der SFJ realiserer deler av verdien nå og er med videre som eiere i en periode.

Vi har på vegne av SFJ fremforhandlet en løsning med Torghatten ASA ("Torghatten") som bygger på ovennevnte modell. Torghatten er en seriøs og profesjonell aktør som, hvis de får muligheten, ser frem til et industrielt samarbeid med SFJ de tre neste årene. Samtidig er Torghatten positive til å ivareta andre av SFJs interesser, herunder å beholde hovedkontoret i Florø og ivareta arbeidsplassene i fylket. Historisk har Torghatten vist at de større selskapene de kjøper fortsetter som selvstendige selskaper med lokal administrasjon og lokalt hovedkontor. Forutsatt at Fjord1-administrasjonens resultatprognoser for årene 2016-2018 oppnås, vil SFJ kunne få en samlet verdi/utbetaling for sin 59 % aksjepost i Selskapet tilsvarende et beløp på i størrelsesorden [redacted] millioner kroner (i nominelle tallstørrelser).

En annen fordel med et nedsalg av deler av SFJs aksjepost til Torghatten nå, er at dette vil frigjøre kapital i SFJ på et høyt nivå som kan benyttes til andre prioriterte formål i fylkeskommunal regi. SFJ vil også være eksponert for en lavere risiko ved å være eier av en mindre aksjepost i Selskapet.

Samlet sett er vår vurdering at kombinasjonsløsningen med Torghatten fremstår som en god løsning for SFJ sin fremtidige eierposisjon i Fjord1.

3. NÆRMERE OM PROSESSEN

3.1 Et overordnet bilde

Wiersholm og DHT har i samråd med fylkesutvalget i Sogn og Fjordane fylkeskommune utredet handlingsalternativer for SFJ sitt eierskap i Fjord1. Prosessen har vært gjennomført med sikte på å ivareta både Selskapets interesser og SFJs aksjonærverdier. Hovedformålet har vært å vurdere hva som er den beste løsningen for SFJ sine eierposisjoner i Fjord1.

Vi har løpende oppdatert fylkesutvalget om fremdrift i prosessen ved jevnlige notater til fylkesutvalgsmøtene og gjennom fysisk tilstedeværelse på flere av fylkesutvalgets møter. Videre har vi holdt ledelsen i Fjord1 oppdatert om prosessen og inkludert dem mer og mer etter hvert som prosessen har spisset seg til.

Planen var i utgangspunktet å gjennomføre en prosess der fylkesutvalget skulle treffe beslutning om handlingsalternativ for eierskapet i Fjord1 i desember 2014. Deretter var planen at fylkesutvalget skulle gå videre med det valgte handlingsalternativet frem mot et endelig vedtak i Fylkestinget i april eller juni 2015.

Den ovennevnte planen ble imidlertid endret sent høsten 2014 som følge av at fylkesutvalget ikke ønsket å låse seg til et handlingsalternativ på et såpass tidlig stadium i prosessen. I tillegg var prosessen forsinket som følge av at informasjonsinnhenting fra administrasjonen i Selskapet tok lenger tid enn forutsatt.

Dermed ble prosessen strukturert slik at de tre handlingsalternativene skulle utredes parallelt frem mot et endelig beslutningstidspunkt i fylkestinget våren eller forsommeren 2015. Denne milepælen ble av ulike grunner, som utdypet i punkt 3.2 og 3.3 nedenfor, også forskjøvet. Det er derfor nå lagt opp til endelig vedtakstidspunkt i Fylkestinget 23. november 2015.

Wiersholm og DHT presenterte et foreløpig resultat fra arbeidet i fylkesutvalgsmøtet den 26. mars 2015, der det fremgikk at handlingsalternativ 1 og 3 virket å være de mest aktuelle alternativer for SFJ sitt eierskap i Fjord1.

Wiersholm/DHT anbefalte derfor en prosess basert på fire mer konkretiserte handlingsalternativer; a) Fortsette eierskapet i Fjord1 samt å profesjonalisere dette, b) Utrede muligheten for strukturelle løsninger med utvalgte markedsaktører c) Gå i rettet prosess med Havila og d) Fortsette en bred salgsprosess. Fylkesutvalget vedtok den 27. mars 2015 å videreføre en bred prosess basert på disse handlingsalternativene.

3.2 Forsinkelse av prosessen – fusjonsavtalen med Norled etc.

Både tilretteleggingen og gjennomføringen av SFJ sin brede prosess har tatt langt mer tid enn forutsatt.

For det første tok det, på tross av gjentatte forespørsler til Selskapet, lang tid før vi fikk tilgang til det informasjonsgrunnlaget vi trengte for å gå i markedet med et Informasjonsmemorandum (IM). Planlagt tidspunkt for utsending var høsten 2014. Vi hadde imidlertid ikke tilstrekkelig informasjonsgrunnlag til å sende ut et IM og prosessbrev før i februar 2015.

I tillegg medførte Fjord1 sin intensjonsavtale om mulig fusjon med Norled AS ("Norled") datert 23. mars 2015 en betydelig usikkerhet for SFJ sin brede prosess.

Fylkesutvalget mente en mulig fusjon med Norled var interessant, men ønsket at dette skulle utredes som en av flere mulige løsninger i den brede prosessen. SFJ ønsket et bredest mulig beslutningsgrunnlag for avgjørelsen, noe som forutsatte en prosess med likebehandling av alle aktører. Intensjonsavtalen ga Norled eksklusivitet ved at verken Fjord1 eller Norled kunne ta initiativ til eller forhandle med andre om konkurrerende løsninger eller transaksjoner. Avtalen var dermed ikke i samsvar med SFJs ønske om likebehandling av alle aktører.

Intensjonsavtalen resulterte i at tilliten til SFJ sin brede prosess ble svekket blant interessentene og førte etterhvert til at en av aktørene, representert ved [redacted], trakk seg fra SFJ sin salgsprosess. Også Havila var skeptiske til intensjonsavtalen. Dette var av vesentlig betydning ettersom vedtak om fusjon krever 2/3 flertall i generalforsamlingen slik at Havila kan nedstemme en eventuell fusjonsløsning.

Som følge av ovennevnte forhold oppfordret fylkesutvalget i vedtak den 27. mars 2015 til at intensjonsavtalen ble opphevet. Det ble samme dag sendt brev til Fjord1 og Norled der det ble informert om vedtaket. SFJ begrunnet vedtaket i ønsket om likebehandling av aktørene.

Fjord1 ble deretter invitert til møte i fylkesutvalget den 13. april 2015 der formålet var å diskutere samordning av SFJ sin brede prosess og Norled-prosessen. I møtet ble eier og Selskapet enige om å nedsette en arbeidsgruppe for å oppnå en best mulig samordning av de to prosessene og samhandling mellom eier og Selskapet og deres respektive rådgivere.

Wiersholm og DHT brukte i denne perioden mye tid på å forsøke å komme til enighet med Selskapet om et omforent grunnlag for samordning og samhandling.[1] Uenigheten knyttet seg i størst grad til SFJ sitt ønske om at det skulle skje likebehandling av aktørene i de to prosessene og ønsket om Selskapets medvirkning til SFJ sin brede prosess. Partene kom til

[1] Se nærmere om prosessen i Wiersholm/DHT sitt notat av 6. mai 2015.

slutt frem til et omforent grunnlag nedskrevet i møteprotokoll/samhandlingsbrev datert 27. april med endelige justeringer av 5./6. mai 2015.

I vedtak i fylkesutvalget den 6. mai 2015 ble det vedtatt at SFJ og Selskapets rådgivere skulle sette opp en plan for milepæler for en felles videre prosess. Også denne prosessen tok mye tid, og vi lyktes ikke med å få konkret tilbakemelding på vårt forslag til prosessplan. Den 29. mai 2015 mottok vi imidlertid et samhandlingsbrev fra administrerende direktør i Selskapet der det fremgikk hvordan Selskapet ville medvirke til den videre prosessen. Brevet inneholdt gode elementer særlig når det gjaldt likebehandling av aktørene. Konsekvensen av forsinkelsen var at prosessbrev til interessentene ble sendt ut langt senere enn planlagt.

Den 14. juli 2015 ble det sendt ut en e-post til aksjonærene i henholdsvis Norled og Fjord1 om at selskapene etter en totalvurdering hadde besluttet å avslutte drøftelsene om et felles selskap/fusjon. Det ble imidlertid uttalt i e-posten at partene fremdeles mente at sammenslåing ville være en god industriell løsning.

3.3 Forsinkelse av endelig vedtakstidspunkt som følge av ny informasjon

Planlagt tidspunkt høsten 2015 for endelig vedtak av handlingsalternativ i fylkestinget var 13. oktober. Vedtakstidspunktet ble imidlertid utsatt til 23. november 2015 som følge av at det i slutten av september 2015 fremkom ny informasjon om Selskapets langtidsprognoser som etter rådgivernes vurdering trolig ville få direkte innvirkning på prisingen av Selskapet og som derfor burde være reflektert i budene for kjøp av SFJs aksjer. Ved en utsettelse av endelig vedtakstidspunkt fikk budgiverne tid og anledning til å vurdere, og eventuelt prise inn den nye informasjonen i budene sine.

Bakgrunnen for den nye informasjonen var at Selskapet i slutten av september 2015 hadde utarbeidet en ny langtidsprognose der Fjord1s resultat før skatt øker med ca [redacted] millioner kroner i 2017 og 2018, se også en nærmere beskrivelse i Wiersholm/ DHT sitt notat av 12. oktober 2015.

Wiersholm og DHT var ikke blitt informert om den nye langtidsprognosen, slik at deler av informasjonen som var kommunisert til budgiverne i tidligere i prosessen var mangelfull. På denne bakgrunn mente rådgiverne at budene kunne vært høyere dersom budgiverne hadde hatt tilgang til denne informasjonen.

Selv om den nye informasjonen innebar en forsinkelse av prosessen, var dette svært positiv informasjon både for Selskapet og SFJ sine aksjonærverdier i Fjord1.

Prosessen og utredningen av de tre handlingsalternativene for SFJ sitt eierskap i Selskapet vil omtales nærmere i det følgende.

4. HANDLINGSALTERNATIV 1 – FORTSATT EIERSKAP I FJORD1

4.1 Problemstilling og vurderingstema

Wiersholm og DHT har siden høsten 2014 foretatt en utredning av handlingsalternativ 1 – fortsatt eierskap i Fjord1. Herunder har vi vurdert følgende hovedproblemstillinger;

(1) Hvordan SFJ på best mulig måte kan være en aktiv eier som legger til rette for fremtidig verdiskapningsevne i Selskapet, og
(2) Hvorvidt et fortsatt eierskap i Fjord1 vil være en god investering for SFJ i tiden fremover

Ivaretakelse av både Fjord1 sine interesser og SFJ sine aksjonærverdier i Selskapet har stått sentralt i utredningen. For å kunne besvare de to problemstillingene har vi vurdert og analysert Fjord1s *framtidsutsikter* sett i lys av Selskapets nåværende og fremtidige økonomiske situasjon og endringer i Fjord1s rammebetingelser (punkt 4.3). Videre har vi

vurdert hva som er SFJ sitt *formål* med eierskapet i Fjord1 da dette er av stor betydning for hvordan SFJ bør organisere eierskapet (punkt 4.4).

Endelig har vi vurdert hvordan SFJ kan være en aktiv eier som legger til rette for framtidig verdiskapningsevne i Selskapet (punkt 4.6). Denne vurderingen har i stor grad vært foretatt på bakgrunn av anerkjente prinsipper for god eierstyring[2].

Til slutt vil vi gi en konkluderende oppsummering av hvordan SFJ på best mulig måte kan være en aktiv eier som legger til rette for fremtidig verdiskapningsevne i Selskapet og hvorvidt et fortsatt eierskap i Fjord1 vil være en god investering for SFJ i tiden fremover (punkt 4.7).

4.2 Kort om prosessen

Prosessen startet med innhenting av informasjon fra ledelsen i Selskapet om Fjord1 sin økonomiske situasjon og om annen relevant informasjon om Selskapet og dets framtidsutsikter. Denne prosessen var felles for utredningen av alle de tre handlingsalternativene. Informasjonsinnhenting har også vært gjort i markedet og mer generelt.

Selskapets ledelse og rådgivere har også fått komme med synspunkter på fremtidig organisering av eierskapet til Fjord1 og dette har vært inntatt som en del av grunnlaget for SFJs beslutning.

4.3 Framtidsutsikter – muligheter og utfordringer

4.3.1 Økonomisk utvikling, kapitalbehov og utbyttenivå frem til 2018

Fjord1 har hatt en positiv utvikling det siste året. Det er gjort flere grep for å forbedre forretningskulturen i Selskapet, effektivisere driften og øke lønnsomheten. Selskapet har også økt kompetansen i forhold til kommersiell drift. Som en følge av dette og gode betingelser på ny anbudskontrakt i [redacted], mulig to års forlengelse på [redacted] på anbud der Fjord1 er eneste tilbyder og merkjøp på to samband, har Selskapet mest sannsynlig en sikret aktivitet og god fremtidig inntjening frem til og med 2018 basert på eksisterende kontrakter.

Fjord1 har en ordrereserve på ca [redacted] milliarder kroner basert på gjeldende kontrakter samt en mulig ordrereserve på ca [redacted] milliarder kroner dersom oppdragsgiverne benytter opsjonsperiode på kontraktene som inneholder opsjoner.

Dette betyr at Selskapet vil ha en meget god kontantstrøm og lønnsomhet frem til og med 2018. Vår vurdering er derfor at Fjord1 ikke vil ha behov for tilførsel av kapital de tre neste årene. Utbyttegrunnlaget basert på ovennevnte vil dermed også være godt. Styret i Selskapet har ikke fastsatt noen bestemt utbyttestrategi. Styrets ambisjon er imidlertid at halvparten av resultatet i Selskapet før skatt skal kunne utdeles som utbytte i årene 2015-2018.

4.3.2 Økonomisk utvikling, kapitalbehov og utbyttenivå etter 2018

Den økonomiske utviklingen etter 2018 er mer usikker. Denne avhenger av om Selskapet gjenvinner anbud og på hvilke vilkår de gjenvinnes på. Videre avhenger det av om Selskapet vinner nye anbud som i dag opereres av konkurrenter. Aktiviteten er også avhengig av om opsjoner på flere av sambandene forlenges.

Ved nye anbud i fergemarkedet ser vi at det ofte er kravspesifikasjoner som tilsier at det må bygges nye fartøy. I andre anbud der gamle fartøy kan benyttes ser vi at flere oppdragsgivere stiller krav om at fergene må ha en alder på maksimalt [redacted] år. Fjord1s flåte inkluderer [redacted] ferger som er over [redacted] år. Det at store deler av flåten må fornyes ved senere

[2] KS Eierforum (nå inngått i KS), Anbefalinger om eierskap, ledelse og kontroll av kommunalt/fylkeskommunalt eide selskaper og foretak (oppdatert november 2014) og Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES), Eierstyring og selskapsledelse (oppdatert 30. oktober 2014).

anbudsutlysninger vil kreve store investeringer på lengre sikt. Det vil bli et overskudd av fartøy i Norge på sikt og Selskapet er avhengig av å få solgt disse til bokført verdi for at ikke det må gjøres nedskrivninger av flåten.

På bakgrunn av de investeringer Fjord1 må foreta ved fornyelse av flåten, er vår vurdering at Selskapet vil få et mulig kapitalbehov for å opprettholde aktiviteten etter 2018.

SFJ bør derfor ta stilling til om Selskapets egenkapital bør styrkes de nærmeste årene i stedet for å ta ut store utbytter. Dette vil redusere Fjord1 sitt behov for tilførsel av ny kapital, samt styrke Fjord1s egenkapital til å fornye flåten.

Fjord1 vil også få et kapitalbehov dersom eierne legger en strategi for vekst i Selskapet og dermed må utvide flåten. Vi vil omtale SFJ sin strategi for Fjord1 nærmere under punkt 4.6.2.

4.3.3 Endringer i Fjord1s rammebetingelser

Fjord1 opererer i en bransje som er svært kapitalintensiv og som preges av sterk konkurranse. Dette tilsier at Selskapet stadig må tilstrebe en effektivisering av driften.

Den senere tids utvikling tilsier at Statens Vegvesen vil stille nye krav til fartøyene ved neste anbudsrunde. Tillatt bruk av dieselferger eller nye teknologikrav, eksempelvis batteridrevne ferger, bruk av biodiesel og andre hybridløsninger, kan medføre at konkurrenter har egnede fartøy og at den som i dag opererer sambandet mister konkurransefordeler.

Et godt eksempel på endrede rammevilkår i anbudsprosessene, er ruten Anda-Lote som nylig ble lagt ut på anbud. Ruten opereres i dag av Fjord1 med en ordinær dieselferje og løper ut i 2017. I anbudsinnbydelsen kreves det nullutslipp og at minst en av de to nye fergene til sambandet er batteridrevet, mens den andre kan gå på biodiesel.

Videre har Regjeringen mål om å gjøre E39 fergefri. Dette vil for eksempel kunne bli en realitet i løpet av en periode på 8-9 år for Mortavika-Arsvågen og 13-15 år for Halhjem-Sandvikvåg som i dag er en del av kontrakten på Bjørne- og Boknafjorden.

Dette er selvsagt en mulig fremtidig utfordring for Fjord1, men på mellomlang sikt kan det være en fordel når det gjelder Selskapets muligheter for å vinne anbud etter 2018. Dette fordi Fjord1 har gjort betydelige investeringer i ferger for Bjørne- og Boknafjorden som er velegnet til å trafikkere sambandene videre.

Dersom konkurrentenes ferger skal komme opp på et tilsvarende nivå, vil det innebære store investeringer. En eventuell kort gjenværende anbudsperiode gjør det også mindre attraktivt for konkurrenter å prise lavt for å få bedre posisjon til neste anbud. Forhåndsmelding på anbudet Mortavika-Arsvågen indikerer – slik vi oppfatter denne – at dagens materiell kan brukes videre, slik at vi anser Fjord1 sine muligheter til å vinne anbudet som store.

Andre krav som kan øke konkurransen, er dersom Statens Vegvesen i fremtiden deler opp anbudene slik at konkurrenter lettere kan konkurrere på enkelte samband, men dette kan også redusere interessen fra konkurrentenes side.

4.3.4 Endringer i Fjord1s rammebetingelser mer generelt

Når det gjelder mer generelle rammebetingelser i markedet, vil bygging av broer og tuneller gi et mindre totalmarked for Fjord1. Vår vurdering er at det vil bli en hard kamp for å opprettholde aktivitetsnivået og sysselsette fartøy. Det vil trolig også genereres lavere priser på brukte fartøy på grunn av overkapasitet.

Bransjen har hatt en utfordring med lav lønnsomhet i flere år. Vi ser at prisene øker når anbudspakker legges ut på nytt. Dette gir signaler om at markedet har stabilisert seg og at bransjen legger inn fornuftige priser ved anbud.

Vi mener at Fjord1 kan vri de mer generelle utviklingstrekkene i samfunnet som globalisering, konsolidering, demografi og digitalisering av kundevirksomheten, til sin fordel dersom Selskapet henger med på og er i forkant av samfunnsutviklingen.

Selskapet vil også kunne oppnå en (ytterligere) positiv utvikling og en økt markedsandel i Norge og internasjonalt dersom eierne bestemmer seg for en vekststrategi ved å konkurrere på nye anbud og gjennom internasjonal ekspansjon. Dette forutsetter oppkjøp eller at Selskapet totalt sett oppnår markedsvekst uten at virksomheten foretar oppkjøp eller sammenslåing med andre selskaper (organisk vekst). Vi vil omtale SFJs strategi for Fjord1 nærmere i punkt 4.6.2.

SFJ bør også være oppmerksom på at det kan skje strukturelle løsninger med konkurrentene i det norske fergemarkedet, bestående av hovedsakelig 4 store aktører, som ikke inkluderer Fjord1. I så tilfelle kan markedet bli låst, da vi tror det kan bli en utfordring å få Konkurransetilsynet til senere eventuelt å godkjenne at man går fra 4 store til 2 store aktører i markedet. Konsekvensen vil være at det blir vanskeligere å skape konkurranse for et senere salg av SFJs aksjepost i Fjord1 siden det sannsynligvis kun vil være finansielle kjøpere.

4.4 Hva er SFJ sitt formål med eierskapet i Fjord1?

4.4.1 Formålet med eierskapet i Fjord1

For å legge premisser for videre utvikling av Fjord1 i tråd med de muligheter og utfordringer Selskapet står overfor i en krevende bransje, bør SFJ ta stilling til hva som er formålet med eierskapet i Selskapet. Dette innebærer at SFJ bør ha et bevisst forhold til hvorfor de skal eie Fjord1 og hva de ønsker å oppnå med eierskapet.

Eierskapspolitikken til SFJ blir vurdert årlig i eierskapsmeldingen. Vi har ikke funnet konkrete eksempler på at formålet med eierskapet i Fjord1 har blitt omtalt spesielt i de senere års eiermeldinger eller politiske vedtak.

I fylkestingssak 5/10 i 2009 ble det imidlertid uthevet spesielle formål fra eierskapsmeldingen i 2009 som hadde særskilt relevans for eierskapet i Fjord1:

- "Sikre at investert kapital oppnår høgast mogleg avkastning over tid, dvs. forretningsmessige mål
- Behalde og vidareutvikle arbeidsplassar, spesielt kompetansearbeidsplassars/ FoU-miljø i fylket (..) "

Det angis her klare begrunnelser for SFJ sitt eierskap i Fjord1. Selv om formålet ikke virker å være konkret gjengitt for Fjord1 i de senere års eiermeldinger, synes tilsvarende formål med eierskapet å gjøre seg gjeldende også i dag.

4.4.2 Særlig om avkastningskrav

Formålet listet opp i det første kulepunktet om å sikre at investert kapital oppnår høyest mulig avkastning over tid, er et selvsagt mål for enhver eier av næringsvirksomhet. For SFJ er en tilfredsstillende avkastning på fellesskapets midler viktig. Et godt resultat i Selskapet vil normalt føre til utbytte påfølgende år, noe som vil komme Sogn og Fjordane fylkeskommune til gode.

Avkastning på investert kapital er et viktig eiermessig mål for SFJ. Forventninger til avkastning må relateres til to forhold; indirekte avkastning reflektert ved de underliggende aktivas verdistigning og direkte avkastning i form av utbytte.

Når det gjelder den indirekte avkastningen, er vår anbefaling at SFJ stiller konkrete krav til avkastningen basert på den markedsmessige konkurranse i de markeder eier vil at

Selskapet skal konkurrere innenfor. For eksempel ser vi at flere andre eiere i transportbransjen har et avkastningskrav på totalkapitalen på [redacted] %, det vil si avkastning på summen av egenkapital og netto rentebærende gjeld i Selskapet. Fastsetting av avkastningskrav er et viktig ledd i eierstrategien for Selskapet og er en måte eier kan sikre effektiv drift av Selskapet på i et krevende marked.

Når det gjelder den direkte avkastningen/utbyttet, vil utbyttemodellen måtte stå i forhold til eiernes forventninger til Selskapet og strategi for Selskapets vekst og videre utvikling samt Selskapets finansielle evne, se nærmere om dette under punkt 4.6.2. Vårt råd er at utbetaling av utbytte til eierne fortsetter å være resultatbasert.

4.4.3 Beholde arbeidsplasser i fylket og kompetanse i landsdelen

Formålet om å beholde og videreutvikle arbeidsplasser i fylket fremstår som viktig for SFJ. Arbeidsplassene i ferge- og hurtigbåtdriften er skjermet uavhengig av eierskap fordi disse i all hovedsak følger rutene og ikke selskapene.

Dette er ikke tilfellet for administrasjonen i Selskapet, som lettere kan flyttes ut av fylket. Det er også et sentralt formål for SFJ å beholde kompetansen i fylket. Ved et fortsatt eierskap i Selskapet vil SFJ kunne sikre at dette formålet blir ivaretatt.

I det følgende vil vi se nærmere på hvordan SFJ kan sørge for at formålet med eierskapet i Fjord1 ivaretas og legge til rette for Selskapets fremtidige verdiskapningsevne.

4.5 Verdivurdering av Fjord1 basert på fortsatt eierskap

4.5.1 Metode for verdivurdering

For å analysere de verdimessige konsekvenser av å videreføre SFJ sitt eierskap i Fjord1 har vi oppdatert verdivurderingen som ble utarbeidet i august 2014 basert på selskapets oppdaterte prognoser og langtidsplan. Vi har for øvrig brukt den samme metodikken som ble brukt i august 2014.

Vi har benyttet to ulike metodiske tilnærminger: 1) Verdsettelse basert på nåverdien av selskapets eksisterende kontrakter og 2) Verdivurdering basert på en neddiskontering av fremtidige forventede kontantstrømmer til selskapet (DCF-metoden) inkludert en terminalverdi som basis for en evigvarende kontantstrøm.

Det presiseres at dette, i motsetning til innhenting av bud på aksjeposten, er en teoretisk verdivurdering basert på et gitt antall forutsetninger om fremtidige forhold og resultatene er svært avhengige av hvilke forutsetninger som legges til grunn for analysen. Det kan derfor fremkomme store avvik basert på hvilke forutsetninger man tar.

4.5.2 Nåverdi av selskapets kontrakter

Denne metoden legger til grunn de kontrakter selskapet har inngått og det estimeres forventet kontantstrøm fra disse. En vesentlig forutsetning som legges til grunn for beregningen er at det enkelte fartøy på den enkelte kontrakt har en markedsverdi lik bokført verdi ved kontrakten utløp. Dersom alle fartøy legges ut i markedet etter utløpt kontraktstid, vil det være vanskelig å oppnå disse verdiene i praksis. Dette er imidlertid en mye brukt metode for å verdsette selskaper innenfor kollektivtransportbransjen. Det var også denne metoden PwC brukte da de gjorde en verdivurdering av [redacted] på vegne av Fjord1 våren/sommeren 2015.

Basert på Selskapets inngåtte kontrakter er nåverdien aksjeposten til SFJ beregnet til [redacted] millioner kroner. Dersom avtalen på Bjørne- og Boknafjorden forlenges basert på dagens vilkår vil nåverdien være [redacted] millioner kroner. Basert på tilbudet som ble levert for perioden 2017 og 2018, vil nåverdien være [redacted] millioner kroner. Dette siste tilbudet er p.t. imidlertid avvist av Statens Vegvesen.

4.5.3 Neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer

Denne metoden har som utgangspunkt at man forsøker å estimere fremtidige kontantstrømmer til eierne i en gitt periode og beregner en terminalverdi for «en evigvarende» kontantstrøm deretter. Denne metoden er i enda større grad avhengig av de forutsetninger man tar for verdsettelsen.

Dersom selskapets langtidsplan legges til grunn og denne danner grunnlag for en evigvarende inntjening, er verdien av aksjeposten til Fjord1 beregnet til [redacted] millioner kroner. Langtidsplanen er imidlertid basert på inngåelse av kontrakt på Bjørne- og Boknafjorden som p.t. er avvist. Dersom vi legger til grunn inngåelse av kontrakt på samme vilkår som i dagens kontrakt i 2017, 2018 og i terminalverdien er nåverdien av aksjeposten til SFJ beregnet til [redacted] millioner kroner. Ifølge langtidsplanen til selskapet er det forutsatt en driftsmargin (driftsresultat/omsetning) på [redacted] %. Gjennomsnittlig driftsmargin for de fire aktørene innenfor ferge- og hurtigbåtmarkedet de siste 10 årene er ca. [redacted] %. Driftsmarginen varierer da fra [redacted] % til [redacted] %. Vi forventer bedre marginer fremover enn det vi har sett de siste 10 år, men det er unaturlig å legge til grunn [redacted] % for å estimere en terminalverdi. Dersom vi legger oss høyt i intervallet på [redacted] % vil nåverdien av aksjeposten til Fjord1 være [redacted] millioner kroner.

4.5.4 Konklusjon verdi ved fortsatt eierskap

Basert på våre analyser er konklusjonen at verdien av F1 Holdings aksjepost i Fjord1 ligger i størrelsesorden [redacted] millioner kroner basert på fortsatt eierskap. Som det vil fremgå nedenfor bl.a. i pkt. 6.2 jf. pkt. 6.7 verdsetter imidlertid markedet nå i november 2015, hvor det i tillegg bl.a. er inkludert synergier samt strategiske premier ved en transaksjon, F1 Holdings aksjepost i Fjord1 til et ikke ubetydelig høyere beløp.

4.6 Hvordan SFJ kan legge til rette for Selskapets fremtidige verdiskapningsevne

4.6.1 Prinsipper for god eierstyring

For å ivareta SFJ og medeier sin aktive og profesjonelle eierstyring av Fjord1, er det viktig at det etableres klare prinsipper for eierskapsutøvelsen. Våre hovedanbefalinger inkluderer (1) en klar eierstrategi, (2) et kompetent styre og (3) riktig ansvarsfordeling. Vi mener disse elementene er grunnleggende for å tilrettelegge for en best mulig verdiskapning i Fjord1.

Vi redegjør i det følgende for hvordan Fjord1 sine eiere bør organisere sine prinsipper for eierstyring i tråd med anerkjente prinsipper for eierstyring.[3] Siden SFJ sitt eierskap i Fjord1 innebærer en forvaltning av felleskapets midler, er det vår oppfatning at det bør stilles desto strengere krav til SFJ sin etterlevelse av disse prinsippene ved eierstyringen av Fjord1.

Vi bemerker at punktene ikke er ment å rette seg konkret mot SFJ eller medeier Havila, men mot alle mulige eiere av Fjord1. Vi anbefaler at prinsippene for eierstyring bør utarbeides i samråd med Havila og andre eventuelle fremtidige eiere av Fjord1, da dette vil sikre en mer effektiv etterlevelse av prinsippene.

4.6.2 Klar eierstrategi for å oppnå SFJs formål

Eier bør utarbeide en eierstrategi som gir klare føringer for hva som skal være Fjord1s virksomhetsområder (kjernevirksomhet) og formålet til Selskapet jf. ovenfor om at SFJs formål med eierskapet ikke har blitt konkret definert i eiermeldingene de siste årene.

I tillegg bør forventninger til Selskapets videre utvikling, herunder investeringsstrategi, tydeliggjøres av eier, slik at Selskapet kan innrette sine vekstambisjoner i tråd med eiers forventninger. Investeringsstrategien skal sikre eierne en langsiktig verdiskapning basert på

[3] Anbefalinger om eierskap, ledelse og kontroll av kommunalt/fylkeskommunalt eide selskaper og foretak og NUES.

utnyttelse av Selskapets kompetanse og øvrige ressurser i lys av de muligheter som oppstår som følge av endrede rammebetingelser.

Dersom SFJs hovedformål med eierskapet i Fjord1 fremdeles er å oppnå høyest mulig avkastning på investert kapital jf. punkt 4.4.2, er vårt råd at SFJ velger den strategien for Selskapet som i størst grad vil ivareta dette formålet.

Dersom SFJ ønsker videre vekst i Norge og internasjonalt, vil det kreve investeringer gjennom kapitalinnskudd eller lave/ingen utbytter. Samtidig kan en slik strategi i et lengre tidsperspektiv generere høyere avkastning enn i dag og tilsvarende høyere utbytter for SFJ. En slik strategi vil etter vår vurdering legge til rette for et langsiktig eierskap i Selskapet.

Dersom SFJ ønsker opprettholdelse av dagens aktivitetsnivå (ingen nye samband), bør Selskapet ha fokus på lønnsomhet i eksisterende kontrakter. I så fall bør Selskapet ha en målsetning om å generere god kontantstrøm som kan utbetales til eierne gjennom utbytter.

En siste strategi, eventuelt i kombinasjon med de to ovennevnte forslagene, er at SFJ bestemmer seg for å *fortsette som eier i transportsektoren, men se på strukturelle løsninger for å effektivisere driften ytterligere*. Synergier med konkurrenter eller andre selskaper med relatert virksomhet kan i så fall gi økt samlet kontantstrøm, men samtidig gir man i så fall fra seg den kontrollen man har i dag som majoritetseier.

4.6.3 Oppfølging av Selskapet gjennom styret

For å opprettholde en konkurransedyktig drift av Fjord1 i et usikkert fremtidsbilde, bør Selskapet styres gjennom et aktivt eierskap der SFJ og medeier Havila stiller tydelige krav og forventinger til Selskapet når det gjelder avkastning og strategi jf. punktene over.

Den viktigste måten en eier kan sikre Selskapets evne til å levere på eiers forventninger er ved å velge et kompetent styre som både kan utfordre og kontrollere Selskapets ledelse.

Kompetansen til Fjord1 bør fra eiernes side sikres gjennom erfarne og kompetente styremedlemmer. I den sammenheng er det sentralt at styremedlemmene samlet sett har en kompetansesammensetning som gjør dem i stand til å utføre både sin rolle med å føre tilsyn med Fjord1, samt å være en ressurs for Selskapets utvikling. Både den norske Corporate Governance-anbefalingen og KS sine Anbefalinger om eierskap ledelse og kontroll av kommunalt/fylkeskommunalt eide selskaper og foretak lister opp klare krav til styremedlemmer som eierne av Fjord1 bør følge.[4]

Vi bemerker at Fjord1 har i dag et styre sammensatt av medlemmer med mye kvalifisert kompetanse. Likevel må det tas i betraktning at Fjord1 opererer i et marked med stadig økende konkurranse og der rammebetingelsene er i endring. Dette vil innebære at kravet til styremedlemmenes kompetanse skjerpes og det kan også (trolig) være behov for annen type kompetanse.

For å sikre god kompetanse, mener vi at det bør etableres en valgkomité for valg av styremedlemmer i Fjord1 og at det bør vedtas en instruks som gir valgkomitéen klare føringer når det gjelder styremedlemmenes kompetanse.

Når det gjelder oppfølgingen av Selskapet, anbefaler vi at SFJ stiller krav og spørsmål gjennom styret. SFJ skal kunne forvente at disse kravene følges opp overfor ledelsen i Selskapet. Oppfølgingspunkter fra styret sin side kan være å måle hvorvidt Selskapet opererer ut i fra eiers formål med eierskapet, om Selskapet leverer i henhold til de satte avkastningskrav, forslag til tiltak for å gjøre Selskapet mer konkurransedyktig og effektivisere driften. Det kan også foretas konkurrentanalyser/benchmarking mot konkurrentene og vurderinger av om Selskapet har den nødvendige kompetansen.

[4] KS Eierforum nr 9 og NUES punkt 8.

Videre er det viktig at Selskapets ledelse er en fleksibel diskusjonspartner overfor styret og vice versa.

4.6.4 Ansvarsfordeling og samarbeid med medeier

Prinsippene for eierstyring bør beskrive en klar og gjennomtenkt ansvarsfordeling mellom de ulike styringsorganene i Selskapet. Ansvaret bør, som i dag, fordeles mellom generalforsamlingen og styret.

Generalforsamlingen godkjenner blant annet årsregnskap, årsberetning og utdeling av utbytte. Styret skal som nevnt føre tilsyn med Selskapets ledelse og være en ressurs for utviklingen av Selskapet.

For å kunne legge til rette for en best mulig eierstyring av Fjord1 gjennom disse styringsorganene, bør SFJ sørge for et godt samarbeid med eksisterende og eventuelle fremtidige medeiere av Fjord1. Dette innebærer at SFJ bør ta ulike initiativ overfor medeier i Selskapet for å oppnå en klar og tydelig eierstyring av Selskapet, blant annet ved at styret er et forum der eierstrategien kan planlegges i fellesskap og der eierspørsmål kan diskuteres. Det er i den forbindelse viktig at styrets medlemmer har en vilje og evne til å samarbeide.

4.6.5 Eierskapsgruppe/avdeling i SFJ

Eierskapet i SFJ og i andre private selskaper, spesielt Sogn og Fjordane Energi, representerer betydelige verdier for SFJ. I det private næringsliv ville en slik portefølje ha blitt fulgt opp av et dedikert team på 1-3 personer.

Vi vil anbefale at også SFJ oppretter en egen administrativ eierskapsgruppe/avdeling i SFJ som kun håndterer eierskapet i disse selskapene, herunder investeringer og andre eierinteresser. Avdelingen kan bestå av to eller tre personer med god kunnskap og erfaring fra arbeid i næringslivet og fra arbeid med offentlig eierskap i private bedrifter. Deres oppgave kan være å gi råd til SFJ vedrørende sentrale eierskapsspørsmål, delta i møter i SFJ og eventuelt utarbeide forslag til innstillinger om det skulle være nødvendig.

Dette vil kunne bidra til å profesjonalisere eierskapet til Fjord1. Vi bemerker at dagens ledelse i Fjord1 slutter opp om forslaget til en slik eierskapsavdeling.

Eierskapsavdelingen kan også bidra til utarbeidelsen av SFJ sin eiermelding for Fjord1. SFJ utarbeider i dag en slik eiermelding for Fjord1 og andre selskaper, men dette gjøres på et relativt generelt grunnlag. Dersom meldingen gjøres mer konkret for det enkelte selskap kan den bidra til bedre samhandling og kommunikasjon mellom eier og Fjord1 og kan danne grunnlag for nødvendige styringssignaler til Fjord1. Vi bemerker i denne forbindelse at KS anbefaler at eiers formål med eierskapet i offentlig eide selskaper gjennomgås hvert år.

4.6.6 Rollekonflikten som bestiller og leverandør

Kollektivtransportbransjen i Norge har vært preget av offentlig eierskap gjennom utbygging av kollektivtilbud. I dag er det imidlertid få offentlige eiere igjen i bransjen etter at det offentlige kom i en bestiller-rolle av transporttjenester og Selskapet fungerer som en kommersiell tjenesteyter.

SFJ havner på denne bakgrunn raskt i en rollekonflikt som bestiller av transporttjenester, samtidig som SFJ er majoritetseier i en leverandør. Denne rollekonflikten synliggjøres gjennom anbudsprosesser og i mulige konflikter i forhold til utførelsen av tjenester og anbudskonkurranser. SFJ må håndtere dette ved tydelig å skille rollene og håndteringen av de ulike områdene i SFJ slik at rollekonfliktene minimeres.

Selv om SFJ gjør sitt ytterste for å skille disse rollene, er denne rollekonflikten i seg selv ikke heldig på lengre sikt.

4.7 Oppsummering - fortsatt eierskap i Fjord1

Fjord1 har hatt en positiv økonomisk utvikling det siste året. Dette har ført til en betydelig økning i verdifastsettelsen av Selskapet. Fjord1 har utsikter til en god og sikret kontantstrøm de neste tre årene og Selskapets ledelse har informert om at det ligger an til gode utbytteutbetalinger.

Samtidig viser utredningen at Fjord1s rammebetingelser er i endring. Dette gir både muligheter og trusler for Fjord1 fremover. Krav om nye fartøy ved anbud og at det faktum at Fjord1 må erstatte mange gamle fartøy tilsier at Fjord1 vil få et økt kapitalbehov for å opprettholde aktivitetsnivået i årene etter 2018. SFJ må på denne bakgrunn ta stilling til om det er bærekraftig for Selskapet å ta ut betydelige utbytter de kommende årene. Ved en kombinasjon av høye utbytter og vekst må SFJ være forberedt på å tilføre Selskapet kapital på sikt.

I et usikkert fremtidsbilde vil Fjord1 ha behov for at SFJ er en aktiv eier som stiller klare krav til Selskapet hva angår drift og utvikling, herunder strategi. Videre bør SFJ opprette en eierskapsgruppe/-avdeling som sørger for at Selskapet driftes effektivt samt blir tilført nødvendig kompetanse for å møte endrede krav og rammebetingelser i markedet. Fjord1s kompetanse bør også sikres ved et kompetent styre som kan være en ressurs for Fjord1s utvikling i tiden fremover.

5. HANDLINGSALTERNATIV 2 – FORTSETTE EIERSKAPET OG FÅ INN NY MEDEIER GJENNOM KAPITALINNSKUDD

Handlingsalternativ 2 går ut på at SFJ fortsetter eierskapet i Fjord1 og får inn en ny medeier i Selskapet gjennom kapitalinnskudd.

Handlingsalternativet ble første gang lansert i vår presentasjon til fylkesutvalget den 18. august 2014 og tilhørende prosessnotat av 12. september 2014, og ble foreslått som en mulig løsning på Fjord1s synkende resultater som blant annet skyldtes at Selskapet hadde vunnet anbud på flere samband med meget lav og negativ inntjening.

Formålet med handlingsalternativet var å tilføre Selskapet ny kapital og kompetanse og sette det i stand til å ekspandere ved å ta markedsandeler i Norge og konkurrere om nye anbud. Kapitalinnskudd ville også kunne gi Selskapet grunnlag for å vokse internasjonalt, enten ved at Selskapet oppnår markedsvekst ved at virksomheten foretar oppkjøp eller sammenslåing med andre selskaper eller markedsvekst uten slikt oppkjøp/sammenslåing (organisk vekst).

Selskapet har som nevnt hatt en positiv utvikling i løpet av våren og sommeren 2015. På bakgrunn av dette kan vi ikke se at Selskapet har behov for kapitaltilførsel fra eierne på kort sikt. Dette taler mot at kapitalinnskudd er et aktuelt handlingsalternativ. Dette synet støttes også av styret og ledelsen i Fjord1.

Det taler også mot handlingsalternativet at prisingen av Fjord1 og verditilførselen til Selskapet ved et kapitalinnskudd trolig vil være relativt lav. Dette fordi det som regel gis betydelige rabatter på prisingen av selskaper der en investor gis en eierandel på under 34 % i Selskapet. I tillegg måtte SFJ etter en eventuell realisering av handlingsalternativet, påregnet en rabatt på verdien av sin egen aksjepost dersom denne falt under 50,1 %.

Videre har det vært liten interesse for et slikt alternativ i markedet blant aktører som kunne ha bidratt med kapital og kompetanse. I tillegg har Havila signalisert at de er negative til en slik løsning, noe som er et relevant poeng da kapitalinnhenting krever 2/3 flertall i generalforsamlingen slik at Havila kan nedstemme et slikt forslag.

De ovennevnte forholdene ble presentert for fylkesutvalget den 26. mars 2015. Vi har i etterkant av dette møtet ikke brukt mer ressurser på å utrede dette handlingsalternativet.

Samlet sett medfører forholdene etter vår vurdering at handlingsalternativ 2 fremstår som et lite reelt alternativ for SFJs fremtidige eierposisjon i Fjord1.

6. HANDLINGSALTERNATIV 3 - HELT ELLER DELVIS SALG AV AKSJER I FJORD1

6.1 Prosessen knyttet til helt eller delvis salg

6.1.1 Overordnet om prosessen

Prosessen startet ved at et utvalg av potensielle interessenter ble invitert til å delta i en strukturert salgs- /kjøpsprosess.

Likebehandling av samtlige aktører i prosessen har vært særlig vektlagt. Selskapets intensjonsavtale med Norled var en utfordring i denne forbindelse. Vi har likevel gjennomført en prosess på vegne av SFJ der det har vært tilstrebet at alle aktuelle interessenter skulle få lik informasjon, like frister og samme tidsmessige milepæler, samt like muligheter til å møte SFJ sine rådgivere. Samtlige interessenter har også signert konfidensialitetserklæringer før de er blitt gitt fortrolig informasjon om Fjord1 og SFJs prosess.

Underveis i prosessen er det gjennomgående tatt forbehold for godkjennelse fra fylkeskommunen i SFJ ved fremforhandling av betingelser og vilkår.

Ledelsen i Selskapet har etter at intensjonsavtalen med Norled ble erklært opphevet, blitt fortløpende inkludert i og holdt oppdatert om prosessen. Kontakten med Selskapet har vært hyppigere etter hvert som prosessen har blitt mer spisset. Selskapets ledelse har hatt kontroll på den informasjonen som har blitt utvekslet om Selskapet.

6.1.2 Utfordringer knyttet til datarommet

Prosessen i forbindelse med datarommet som ble åpnet for en gjennomgang av sentrale dokumenter i Selskapet, skapte til dels betydelige utfordringer for SFJs salgsprosess.

Utfordringene har både knyttet seg til forsinkede åpninger av datarommet, men først og fremst til at innholdet i datarommet har vært mangelfullt. Den mangelfulle informasjonen har resultert i at budene både av 10. juli, 14. september og 2. november har vært forbeholdt ytterligere selskapsgjennomgang, ettersom informasjonen i datarommet ikke har gitt interessentene et tilstrekkelig beslutningsgrunnlag til å gi bud på SFJs aksjer uten forbehold.

Selskapet mener at finansiell informasjon som gjør at man kan regne på lønnsomhet av kontrakter er svært konkurransesensitivt og har derfor ikke ønsket å gi tilgang til slik informasjon til Selskapets konkurrenter. I tillegg har Selskapet lagt vekt på at det er vanskelig å gi slik informasjon når det er uavklart om SFJ kommer til å selge aksjene i Selskapet og det heller ikke er avklart hvem aksjene eventuelt selges til.

Etter en grundig og konkret vurdering er vår oppfatning at sambandsregnskapene på et overordnet nivå ikke er konkurransesensitive fordi tilgang til disse regnskapene ikke er egnet til å påvirke konkurransen i fremtidige anbudsprosesser. Dette skyldes at det ved en anbudsutlysning settes nye kravspesifikasjoner som gjør at den informasjonen man får fra sambandsregnskapene på et overordnet nivå ikke gir noen merverdi for konkurrentene i en konkurranse.

Vi hadde uansett forventet, og har bedt Selskapet om, at mer komplett informasjon om overordnet informasjon som prognoser og budsjetter på selskapsnivå ble fremlagt. Dette har heller ikke blitt gjort på tross av at det vanskelig kan anføres å være konkurransesensitivt. Selskapet har gitt tilgang til langt mindre informasjon enn hva interessentene har hatt en berettiget forventning om å få se, og har etter vårt syn gått for langt i å begrense tilgangen.

Det er standard i denne type prosesser at man fremlegger så mye informasjon om selskapet som man kan, og som oftest litt mer enn selskapet selv egentlig helst vil. Dette for å ivareta aksjonærenes interesse i få gitt interessentene best mulig grunnlag for å inngi attraktive bud på selskapet. Normalt vil det være en aktiv eier/selger som påser at disse hensynene blir ivaretatt.

For å imøtekomme Selskapet har vi imidlertid foreslått en prosess som vi mener ivaretar Selskapets ønske om å begrense tilgangen til informasjonen. Vi har lagt opp til en "black box due diligence" hvor bare noen utvalgte av interessentenes rådgivere får tilgang til den informasjonen Selskapet mener er mest sensitiv. Disse rådgiverne får bare anledning til å rapportere til sine oppdragsgivere på en bekreftende eller avkreftende måte. Dermed vil ikke Selskapets konkurrenter få tilgang til sambandsregnskaper mv.

Vi har utarbeidet en erklæring som de aktuelle interessentene må avgi på vegne av sine rådgivere, hvor det bekreftes at informasjon fra black box due diligence ikke kan videreformidles utover at rådgiverne kan bekrefte eller avkrefte de forutsetninger, på aggregert nivå, som ligger til grunn for budet.

Heller ikke denne prosessen har ført frem, og per nå er det fremdeles ingen som har fått tilgang til black box due diligence. Dette er meget uheldig, og har ført til at ett av budene [redacted] inneholder vesentlige betingelser.

Selskapet har akseptert en slik black box-gjennomgang, men vi erfarer at Havila har vanskeliggjort prosessen knyttet til denne avtalen og har nektet slik gjennomgang. Vi ble i august/september gjort kjent med at Havila har ytt motstand også tidligere i prosessen når det gjelder tilgjengeliggjøring av informasjon.

På tross av ovennevnte uenighet, har dialogen med Selskapet vært god i etterkant av at intensjonsavtalen med Norled ble opphevet. Vi har i etterkant av dette hatt positive opplevelser med informasjons- og erfaringsutveksling og fått mange gode innspill i forbindelse med SFJs brede prosess. Vi har også hatt gode diskusjoner knyttet til effektiviseringstiltak. Vi vil bemerke at administrasjonen i Selskapet i tillegg har besvart spørsmål fra interessenter i datarommet raskt og effektivt.

6.1.3 Nærmere om prosessen mot interessentene

Vi mottok indikative bud fra [redacted] ("[redacted]"), Torghatten ASA ("Torghatten"), [redacted] ("[redacted]"), [redacted] og [redacted] ("[redacted]") på et eventuelt kjøp av aksjer i Fjord1 i løpet av månedene mars, april og mai 2015.

På bakgrunn av de indikative budene ble [redacted], Torghatten og [redacted] invitert til videre deltakelse i prosessen. [redacted] hadde på dette tidspunktet trukket seg fra prosessen som følge av usikkerhet knyttet til Selskapets intensjonsavtale med Norled.

Det ble satt frist for å inngi endelig bud 10. juli 2015.

Interessentene hadde tilgang til datarommet for en due diligence-gjennomgang i perioden 15. juni til 10. juli 2015. Tilbakemeldingen fra samtlige interessenter (med unntak fra Havila) var at dokumentasjonen i datarommet ikke ga tilstrekkelig grunnlag til å inngi bindende bud. Samtlige bud var derfor forbeholdt en due diligence fase 2.

I august 2015 åpnet datarommet for en due diligence fase 2 og noe supplerende informasjon ble gitt til interessentene. Men det ble fremdeles ikke gitt innsyn i eksempelvis sambandsregnskaper. Ny frist for inngivelse av endelige bud uten forbehold ble satt til 14. september 2015. Den 14. september mottok vi bekreftende bud fra [redacted], Torghatten, [redacted] og [redacted] ("[redacted]") som eier [redacted].

På bakgrunn av den nye informasjonen som fremkom om Selskapets langtidsprognoser (omtalt i punkt 3.3), ble vi nødt til å fastsette en ny frist for inngivelse av endelige bud på SFJs aksjer i Selskapet til 2. november 2015.

Den 2. november 2015 mottok vi de siste bekreftende budene fra [redacted], Torghatten og [redacted]. [redacted] som eier [redacted] innga ikke nytt bud. Vi vil imidlertid omtale budet vi mottok fra [redacted] den 14. september nærmere under punkt 6.5.

Budene lanserer ulike løsninger for SFJs eierskap i Fjord1 basert på enten helt eller delvis salg av SFJs aksjer i Selskapet eller aksjene i eierselskapet F1 Holding.

Vi vil gå nærmere inn på de ulike budene med hovedvilkår nedenfor. Samtlige bud, med unntak fra [redacted] bud, var også i denne omgang betinget av en bekreftende due diligence gjennomgang der interessentene får tilgang til den aller vesentligste informasjonen om Selskapet, herunder sambandsregnskapene.

6.1.4 Forhandlinger

I etterkant av den 14. september har vi avholdt fysiske forhandlingsmøter med samtlige budgivere. Forhandlingene har også pågått gjennom e-post og telefonkorrespondanse. Det har vært forhandlet parallelt med de tre mest aktuelle budgiverne helt frem til nå, og de siste detaljer vil bli søkt avklart denne uken (uke 46/2015).

Pris har naturligvis vært det vesentligste momentet, og som det fremgår i gjennomgangen under har vi fra alle de tre mest interessante budgiverne oppnådd en positiv utvikling i budene underveis i prosessen. Budgiverne har vært gjort kjent med at det er meget stor interesse for å kjøpe eierposten i Fjord1 og dette har bidratt til å løfte budene betydelig, både når det gjelder pris og øvrige betingelser.

To av budene er basert på et delvis kjøp av SFJs aksjepost, med ulike former for rettigheter for SFJ til å selge seg helt ut på sikt. Ved forhandling av disse alternativene har derfor sikkerhet for SFJs rett til å selge seg ut av Selskapet, i tillegg til pris, vært sterkt vektlagt fra vår side. Budet fra Torghatten er basert på en modell hvor SFJ på nærmere angitte vilkår mottar tilleggsvederlag, knyttet til ulike parametre, basert på Fjord1s resultater i perioden 2016 til og med 2019. I forhandlingen av dette alternativet har vi naturligvis hatt fokus på å sikre tilleggsvederlaget.

Som det fremgår av budene opplever vi at det er meget stor interesse for et helt eller delvis kjøp av aksjene i Fjord1. Dette skyldes trolig flere forhold. For det første ser vi naturligvis at Fjord1s gode økonomiske utsikter de nærmeste årene fører til at betalingsviljen er høy. Men det er også nærliggende å anta at de øvrige rederiene ser det er en høy sannsynlighet for at salget av Fjord1 vil føre til en konsolidering av markedet ved at man går fra fire store aktører til (eventuelt) tre store aktører i fergemarkedet og at dette vil kunne være siste sjanse for å kjøpe seg opp eller delta i strukturelle løsninger. Dette er, som nevnt tidligere, også noe SFJ bør ta i betraktning ved sin beslutning av handlingsalternativ.

6.2 Torghattens bud

Torghatten innga først indikativt bud som innebar en samlet kjøpesum på [redacted] millioner kroner. Etter flere forhandlinger har budet nå økt til en samlet grunnkjøpesum for aksjene på om lag [redacted] millioner kroner for 100 % av aksjene i F1 Holding AS (som igjen eier 59 % av aksjene i Selskapet).

I tillegg tilbyr Torghatten to tilleggsvederlag.

Det første tilleggsvederlaget består av en forholdsmessig (tilsvarende 50 % av 59 %, altså 29,5 %) andel av Selskapets samlede årsresultat etter skatt i perioden 2016 til 2018, forutsatt at Selskapets gjennomsnittlige resultat (på 100 % basis) før skatt blir på minst [redacted] millioner kroner per år i perioden. Ut fra dagens resultatforventninger vil tilleggskjøpesum 1 utgjøre [redacted] millioner kroner.

Det andre tilleggsvederlaget innebærer en betaling på inntil [redacted] millioner kroner, forutsatt at Selskapets gjennomsnittlige driftsresultat før skatt i regnskapsårene 2018 og 2019 (på 100 % basis) blir på minst [redacted] millioner kroner for hvert av regnskapsårene. I fall resultatene blir lavere enn [redacted] millioner kroner for hvert av regnskapsårene, men høyere enn [redacted] millioner kroner, reduseres beløpet Torghatten samlet skal betale SFJ til [redacted] millioner kroner.

Dersom dagens resultatanslag slår til, vil derfor samlet kjøpesum kunne utgjøre [redacted] millioner kroner til SFJ (i nominelle verdier).

Vi understreker imidlertid at størrelsen på de eventuelle tilleggsvederlagene er usikre. Det kan inntreffe forhold som gjør at Selskapets resultat blir lavere eller høyere enn forventet.

I tillegg bemerker vi at for det tilfelle at en eventuell forkjøpsrett skulle komme til anvendelse og utøves av Havila, vil kjøpesummen kunne bli en annen enn det som er avtalt i kontrakten med Torghatten. Man kan da komme i en situasjon der (i mangel av frivillig enighet) kjøpesummen for aksjene kan bli fastsatt ved skjønn av en skjønnsrett.

Den fremforhandlede avtalepakken består for øvrig av følgende hovedbetingelser:

<u>Aksjekjøpsavtale:</u>

(1) Torghatten kjøper 50 % av aksjene i F1 Holding nå til en fast kjøpesum på [redacted] millioner kroner med tillegg for 59 % av Selskapets resultat etter skatt i 2015 estimert til [redacted] millioner, til sammen [redacted] millioner kroner. Vi anser sannsynligheten for god til at 59 % av Selskapets resultat etter skatt overstiger kr [redacted] millioner i 2015 og anser det derfor som forhåpentligvis ganske sikkert at kjøpesummen for de første 50 % blir [redacted] millioner kroner.

(2) Per i dag ligger ca [redacted] millioner kroner i bankinnskudd i F1 Holding (utbytte fra Fjord1). Disse forutsettes tatt ut som utbytte av SFJ før transaksjonen, med fradrag av 1 million kroner til dekning av driftskostnader i F1 Holding.

(3) Torghatten får (som regulert i aksjonæravtalen) en opsjon til å kjøpe de resterende 50 % av aksjene i F1 Holding. Kjøpsopsjonen kan tidligst utøves 1. januar 2017, etter en måneds varsel. Kjøpesummen for aksjene som overdras under kjøpsopsjonen er [redacted] millioner kroner.

(4) SFJ får samtidig en opsjon til å selge sine resterende aksjer i F1 Holding til Torghatten. Salgsopsjonen kan tidligst utøves med gjennomføring 1. januar 2019, etter seks måneders varsel. Kjøpesummen for aksjene er lik som under kjøpsopsjonen - [redacted] millioner kroner.

(5) I tillegg til kjøpesum for de første 50 % av aksjene og kjøpesummen for de resterende 50 % som erverves under kjøpsopsjonen eller salgsopsjonen skal SFJ motta tilleggskjøpesum tilsvarende 50 % av årsresultat etter skatt i Fjord1 som faller på F1 Holding AS, altså 50 % av 59 % av resultatet Fjord1, i regnskapsårene 2016, 2017 og 2018.

(6) Eventuelle utbytter fra F1 Holding AS i disse årene til SFJ reduserer denne summen krone for krone.

(7) Videre har SFJ rett til en betaling på [redacted] millioner kroner, forutsatt at Selskapets gjennomsnittlige driftsresultat før skatt i regnskapsårene 2018 og 2019 (på 100 % basis) blir på minst [redacted] millioner kroner for hvert av regnskapsårene. I fall resultatene blir lavere enn [redacted] millioner kroner for hvert av regnskapsårene, men høyere enn [redacted] millioner kroner, reduseres beløpet Torghatten samlet skal betale SFJ til [redacted] millioner kroner.

(8) Samlet gir dette en mulig verdi på aksjene på [redacted] millioner kroner i nominelle kroner. Dette er etter at bankinnskuddene på om lag [redacted] millioner kroner som ligger i F1 Holding er utbetalt til SFJ.

(9) [redacted]

(10) Torghattens bud, det vil si gjennomføring av transaksjonen, er betinget av at avtaler om drift av sambandene Halhjem-Sandvikvåg og Mortavika-Arsvågen (begge i Bjørne- og Boknafjorden) for årene 2017 og 2018 inngås.

(12) SFJs garantiansvar knyttet til aksjene forsikres gjennom et forsikringsselskap, slik at Torghatten må gjøre eventuelle garantikrav gjeldende mot forsikringsselskapet, og ikke mot SFJ. Forsikringspremien betales av Torghatten.

(13) Gjennomføring av bekreftende black box due diligence etter at fylkestinget eventuelt har godkjent transaksjonen. Virkninger av eventuelle funn i black box due diligence er begrenset til et prisavslag på inntil [redacted] millioner kroner.

Aksjonæravtale:

Partene har kommet til enighet om betingelsene for en aksjonæravtale i F1 Holding/Fjord1, med følgende hovedpunkter:

(1) Partene er enige om at hovedkontor skal ligge i Florø

(2) Hver av SFJ og Torghatten oppnevner to medlemmer til styrene i F1 Holding og Fjord1. Styrelederen går på rundgang. Torghatten utnevner styreleder i de to første årene, deretter SFJ.

(3) Viktige beslutninger krever tilslutning fra representantene fra begge parter

(4) F1 Holdings eierskap i Fjord1 skal håndteres i samsvar med Norsk anbefaling for eierskap og selskapsledelse (NUES)

(5) [redacted]

(6) Aksjonæravtalen inneholder bestemmelser som tillater SFJ å akselerere retten til å selge de resterende aksjene til Torghatten samt til å få utbetalt tilleggskjøpesummene tidligere dersom visse hendelser inntreffer, herunder kontrollskifte i Torghatten.

(7) Aksjonæravtalen legger begrensninger på hvilke handlinger Torghatten kan gjøre i Selskapet i perioden frem til og med 2019 etter at Torghatten eventuelt har blitt eier av 100 % av aksjene, for å i best mulig grad sikre tilleggskjøpesummene for SFJ.

(8) Avtalen regulerer kjøps- og salgsopsjon for SFJ og Torghatten som omtalt under hovedbetingelsene for aksjekjøpsavtalen

Transaksjonsdokumentene som er fremforhandlet med Torghatten er inntatt som Vedlegg 1 til dette notatet.

6.3 [redacted] bud

[redacted] leverte bud på 100 % av aksjene i Fjord1 den 14. september 2015. Budet innebar at SFJ ville motta [redacted] millioner kroner for aksjene i Fjord1. Vi ga Selskapet tilbakemelding om at budet var for lavt.

På bakgrunn av dette (og etter til dels mange forhandlingsmøter mv) kc [redacted] med et nytt bud mandag den 28. september som ble oppdatert den 2. november:

Aksjekjøpsavtale:

(1) [redacted] kjøper [redacted] en eierandel på 67 %, for kr [redacted], hvilket tilsvarer en pris på [redacted] millioner kroner for hele posten på 59 %. I tillegg kommer et garantert minimumsutbytte på kr [redacted] millioner for 2015 på opsjonsaksjene, slik at samlet kjøpesum blir minimum kr [redacted], tilsvarende kr [redacted] millioner for 59 % av aksjene i Fjord1.

(2) SFJ får rett til å selge resterende aksjer til [redacted] utelukkende i perioden 1. november 2018 til 15. desember 2018, basert på samme pris (som gir en samlet kjøpesum på kr [redacted] millioner). SFJ får i tilfelle også rett til utbytte for regnskapsåret 2018.

(3) SFJ (gjennom F1 Holding) er forpliktet til å selge sine resterende aksjer i Fjord1 dersom [redacted] mottar bud på selskapet. Dersom medsalgsplikten gjøres gjeldende før 1. november 2018, er SFJ garantert det høyeste av kr [redacted] (fratrukket eventuelt utbytte på aksjene for 2016 og 2017) og den kjøpesum som [redacted] har fremforhandlet. Dette gir en samlet nominell minstepris på ca [redacted] millioner kroner for hele aksjeposten på 59 %. Det gjelder ingen minstepris dersom medsalgsforpliktelsen utøves etter 1. november 2018.

(4) SFJ har frem til 1. november 2018 en medsalgsrett til å selge sine aksjer på samme vilkår, dersom [redacted] får tilbud fra tredjepart om å selge sine aksjer. Dersom SFJ ønsker å benytte denne retten, kan [redacted] alternativt velge å kjøpe aksjene fra SFJ for den aktuelle prisen.

(5) [redacted] planlegger en eventuell børsnotering av Fjord1. Ved en børsnotering skal SJF være forpliktet til å selge sine aksjer dersom det oppnås en pris på mer enn kr [redacted] per aksje (tilsvarende kr [redacted] for aksjeposten på 33 %). Dette gir en samlet nominell minstepris på ca [redacted] millioner kroner for hele aksjeposten på 59 %.

(6) SFJ får på vanlig måte rett til utbytte på sine 33 % aksjer frem til en eventuell overdragelse og dessuten for hele 2018 hvis salgsopsjonen utnyttes, ref. over.
(7) Det stilles garanti fra [redacted] for kjøpesummen for de resterende 33 % av aksjene, men gis ingen såkalt akselerasjonsrett for eksempel i tilfelle økonomiske problemer/konkurs.
(8) [redacted] tar risikoen for konkurranserettslig godkjennelse. Vi vurderer for øvrig sannsynligheten for inngrep fra Konkurransetilsynet som lav.
(9) Budet er betinget av forlengelse av sambandet på Bjørne- og Boknafjorden.

Aksjonæravtale:

(1) SJF gis stemmerett tilsvarende en eierandel på 33,34 % og kan derfor stanse vedtektsendringer. I enkelte beslutninger gjelder dog ikke denne forsterkede stemmeretten (børsnotering eller verdiøkende strategiske fusjon(er) og strukturelle grep og/eller tiltak)
(2) [redacted] får rett til fire styremedlemmer i Selskapet (inkludert styreleder), mens SFJ får rett til to. Ansatte skal oppnevne to. Styret er bare beslutningsdyktig hvis minst en av SFJs representanter deltar.
(3) Partene er enige om at Selskapet foreløpig skal ha forretningsadresse i Flora kommune, men denne kan flyttes dersom gode grunner tilsier det.
(4) "Maksimalt" overskudd etter skatt skal deles ut som utbytte under forutsetning av konkret angitte betingelser angitt i avtalen.
(5) Begge parter har fortsatt forkjøpsrett til aksjer. Forkjøpsrett gjelder også overdragelse på eiernivå.

For øvrig har [redacted] uttrykt at de vil benytte forkjøpsrett til aksjene i Fjord1 dersom andre enn [redacted] skulle kjøpe aksjer i Fjord1. [redacted] har også tatt forbehold for utøvelse av en eventuell forkjøpsrett også om SFJ skulle avhende aksjer i F1 Holding, og ikke direkte i Fjord1.

6.4 [redacted] bud

[redacted]ga først inn indikativt bud som innebar en samlet kjøpesum på [redacted] millioner kroner. Deretter ble det indikative budet hevet til kr [redacted] millioner. [redacted] kom med et bud 2. november på [redacted] millioner kroner, hvorav [redacted] millioner kroner er avhengig av at visse forutsetninger oppnås og der utbetaling skjer i 2020. Budet inneholdt følgende hovedbetingelser:

(1) [redacted] kjøper alle F1 Holdings aksjer i Fjord1 for [redacted] millioner kroner. Basert på at gitte betingelser oppnås i forhold til fremtidige resultater og investeringsnivåer, utbetales et tilleggsvederlag på [redacted] millioner kroner i 2020. Det er ikke lagt opp til noen justering for Selskapets resultat for 2015.
(2) Budet er betinget av black box due diligence gjennomgang av Fjord1.
(3) Budet er betinget av at Havilafjord frasier seg forkjøpsrett.
(4) Budet er betinget av samtykke fra konkurransemyndighetene.
(5) Budet er betinget av samtykke fra Selskapets hovedbankforbindelse [redacted] til å videreføre finansieringen, og endelig godkjenning av [redacted] hovedeier, [redacted].

SFJs garantiansvar knyttet til aksjene forsikres gjennom et forsikringsselskap, slik at [redacted] må gjøre eventuelle garantikrav gjeldende mot forsikringsselskapet, og ikke mot SFJ. Forsikringspremien betales a

6.5 [redacted]

Vi har fra slutten av juli/begynnelsen av august diskutert ulike industrielle løsninger med [redacted] som et alternativ til et rent salg av SFJ sine aksjer i Fjord1. Den 14. september mottok vi bud fra [redacted] med følgende hovedelementer:

(1) [redacted] kjøper 59 % av SFJs aksjer i Fjord1 for en samlet kjøpesum på [redacted] millioner kroner. Av denne kjøpesummen forutsettes at [redacted] millioner kroner betales kontant ved overtakelse mens [redacted] millioner kroner utbetales etter 12 måneder og ytterligere [redacted] millioner kroner etter 24 måneder som en selgerkreditt med rente på 5 %.
(2) Budet er betinget at [redacted] oppnår en tilfredsstillende finansiering
(3) Budet er betinget av en fullstendig due diligence gjennomgang av Fjord1.
(4) Budet er også betinget av at det ble inngått tilfredsstillende aksjonæravtale med Havila og at Havila frasier seg forkjøpsretten.
(5) Vi har ikke mottatt noen revidert aksjekjøpsavtale fra [redacted].

På bakgrunn av et langt lavere bud enn de andre aktørene har [redacted] blitt oppfordret til å komme med revidert bud. Det har selskapet ikke gjort.

6.6 Mulige transaksjonsrisikoer

6.6.1 Avtaleverket med Torghatten

For en fullstendig oversikt over alle risikoer mv, vises til vedlagte avtaleverk med Torghatten. Hovedmomentene i avtaleverket er skissert ovenfor, men for en fullstendig og detaljert oversikt vises det altså til vedlagte dokumenter. Av plasshensyn har det ikke vært mulig å få listet alle elementer i avtaleverket i dette notatet.

6.6.2 Forkjøpsrett

Et eventuelt salg av F1 Holding's aksjer i Fjord1 er gjenstand for forkjøpsrett til fordel for medaksjonæren Havila.

Modellen som er avtalt med Torghatten gjelder salg av aksjer i F1 Holding AS, hvor det i utgangspunktet ikke gjelder forkjøpsrett.

Vi viser imidlertid til Wiersholms notat av 2. september 2015 inntatt som Vedlegg 2 til dette notatet som drøfter muligheten for at forkjøpsrett likevel kan komme til anvendelse på bakgrunn av omgåelsesbetraktninger. Vi er av den oppfatning at forkjøpsrett ikke kommer til anvendelse ved transaksjonsmodellen med Torghatten ved kjøpet av de første aksjene i F1 Holding, selv i kombinasjon med opsjonsavtalen med Torghatten. Som det imidlertid er redegjort nærmere for i Wiersholms notat av 2. september (særlig ved en eventuell senere utøvelse av opsjonen) kan vi imidlertid ikke utelukke dette.

6.6.3 Konkurranserett

Vi har gjennom hele prosessen arbeidet for at SFJ skal bære minst mulig risiko for godkjenning av transaksjonen fra konkurransemyndighetene, og dette er naturligvis en risiko som også kjøperne er svært opptatt av.

Når det gjelder et mulig salg av 50 % av aksjene i F1 Holding til Torghatten, er det vår vurdering at det foreligger klar inngrepsrisiko selv om det kan argumenteres godt for at transaksjonen ikke vil virke konkurransebegrensende. Med inngrepsrisiko menes her risikoen for at Konkurransetilsynet enten forbyr transaksjonen eller tillater den på vilkår foreslått av partene.

Det er særlig partenes felles markedsstyrke/andel og at det foreligger etableringshindringer, som gir risiko for inngrep. Motsatt tilsier det at konkurransen skjer *om* markedet (de utlyste kontraktene), herunder at oppdragsgiver kan sikre konkurranse gjennom måten anbudene/kontraktene utformes på, at transaksjonen bør godkjennes. I samme retning trekker det at rederiene i større grad må kjøpe inn nytt materielle for å oppfylle oppdragsgivers krav. En stor eksisterende flåte er derfor ikke nødvendigvis en fordel i kommende anbudskonkurranser.

I tillegg synes det som om Fjord1 og Torghatten ikke er hverandres nærmeste konkurrenter. Det man derimot ikke kommer bort i fra er at selskapene er de to aktørene som er best posisjonert til å by på fremtidige kontrakter operasjonelt. Partene er i felleskap dobbelt så store som [redacted] og hele seks ganger større enn [redacted]. Denne fordelen begrenses imidlertid noe av alderen på fergeflåtene og av at det, avhengig av oppdragsgivers krav, vil være nødvendig å gjøre investeringer i nytt materiell. Størrelsen kan også ha betydning for mulighetene til å finansiere nytt fergemateriell. _____ tilsier videre at mulighetene for å utfordre et felles Fjord1 og Torghatten kan være begrenset, men det kan være et relevant moment at ____ kanskje er den aktøren som har den mest kapitalsterke eieren.

Følgelig er det vår vurdering at det ikke kan utelukkes at Fjord1/Torghatten må tilby avhjelpende tiltak for at transaksjonen skal kunne bli godkjent.

Mulige avhjelpende tiltak er: (i) salg av virksomhet eller kontrakter til en uavhengig tredjepart, (ii) oppløsing av eksisterende samarbeid på enkeltsamband, og/eller (iv) tiltak som begrenser partenes muligheter til å by på nye kontrakter (tidsbegrenset frys/reduksjon av markedsandeler). Slike avhjelpende tiltak vil måtte gjennomføres som en reduksjon av aktiviteten i Torghatten.

Konkurransetilsynet vil ventelig være opptatt av at det finnes tilstrekkelige alternativer for oppdragsgiver etter transaksjonen. En styrking av for eksempel [redacted] vil kunne bidra til dette. Et salg eller overtakelse av kontrakter, vil innebære at [redacted] øker sin kapasitet og blir en større og mer troverdig utfordrer til de mer etablerte aktørene.

For en mer inngående vurdering av konkurranserettslig transaksjonsrisiko vises det altså til Wiersholm sitt notat av 27. september 2015 inntatt som Vedlegg 3 til dette notatet.

6.6.4 Et eventuelt salg kan skje skattefritt

SFJ sin gevinst ved et eventuelt salg av aksjer kan skje uten at det utløses skattemessige konsekvenser for SFJ.

6.7 Sammendrag – helt eller delvis salg av aksjene i Fjord1/F1 Holding

6.7.1 Tabell – sammenligning av budene

Tabellen nedenfor sammenligner tallstørrelsene SFJ vil kunne oppnå ved et salg av sin aksjepost i Fjord1/F1 Holding. Tabellen illustrerer i kolonnen "samlet vederlag" at Torghatten har levert et bud som antas å gi det beste økonomiske resultatet for SFJ.

Alle tall i millioner kroner	Torghatten			
Sikre beløp - Salg av SFJ sine aksjer	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]
Usikre beløp - forutsatt prognose 2016-2018	[redacted]	[redacted]	[redacted]	
Samlet vederlag for aksjepost til SFJ	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]
Nåverdi for SFJs aksjepost	[redacted]	[redacted]	[redacted]	[redacted]
Nåverdi - 100% av aksjene i Fjord1				

** Usikkert beløp varierer fra 0 - [redacted] (og kanskje høyere) avhengig av endelig løsning og utbyttegrad*

6.7.2 Sammendrag

Det er vår oppfatning at løsningen med Torghatten er god for SFJ. Etter vår oppfatning er et delvis salg av SFJs aksjer en god løsning for SFJ, som ivaretar både økonomiske og andre hensyn.

Gjennom et delvis salg får SFJ realisert deler av verdiene som ligger i Selskapet nå når verdsettelsen av Selskapet er høy, samtidig som SFJ får ta del i Selskapets inntjening i de nærmeste årene hvor Selskapet har en sikret aktivitet og god forventet inntjening.

Budet fra Torghatten viser, sett i sammenheng med verdivurdering ved fortsatt eierskap som vist i punkt 4.5, at SFJ får betalt en premie ved den strukturendring som finner sted. Budet viser et betydelig høyere verdinivå som følge av at man får betalt for operasjonelle og finansielle synergier, samt en strategisk premie ved en transaksjon.

Løsningen med Torghatten antas å gi det klart beste økonomiske resultatet for SFJ. Dette gjelder selv om det er større transaksjonsrisiko med denne løsningen knyttet til konkurransegodkjenning og mulig forkjøpsrettsproblematikk. Videre vil SFJ gjennom modellen få mulighet til å være med på et industrielt samarbeid med Torghatten de neste årene. SFJ sikrer at hovedkontoret forblir i Florø så lenge SFJ er på eiersiden. Torghatten har signalisert at de er positive til hovedkontor i Florø også etter at SFJ har solgt seg helt ut av Fjord1.

Vi mener at modellen med [redacted] er den nest beste løsningen dersom SFJ velger å selge seg ut av Fjord1, da denne er etter vår vurdering er bedre enn budet som ble inngitt av [redacted] delvis på grunn de forbehold som knytter seg til [redacted] bud. Modellen med [redacted] har en lavere transaksjonsrisiko knyttet til konkurranserett [redacted] SFJ har imidlertid svakere rettigheter etter denne modellen, herunder kan salgsretten bare utøves en gang – i 2018. Det er heller ikke lagt opp til at SFJ skal få full andel av Selskapets resultat i perioden fremover. I stedet vil SFJ bare få sin forholdsmessige andel av det som til enhver tid deles ut som utbytte. Det er imidlertid et så betydelig avvik i budet fra [redacted] sammenlignet med budet fra Torghatten når det gjelder økonomiske verdier for SFJ, at dette etter vår vurdering ikke kan anbefales.

På bakgrunn av det ovennevnte er vår anbefaling at dersom SFJ ønsker å realisere aksjene i Fjord1 nå og i de nærmeste årene, bør SFJ selge til Torghatten.

6.8 Øvrige forhold – M&A-forsikring

I prosessen i forhold til budgiverne har vi lagt til grunn at budgiverne tegner en såkalt "M&A-forsikring". I praksis innebærer dette at kjøper forsikrer garantiene som SFJ avgir som ledd i inngåelsen av transaksjonsavtalen. Det er den endelige kjøperen som tegner forsikringen og således også betaler forsikringspremien.

Vår vurdering er at M&A-forsikring er en god løsning for SFJ, ikke minst ettersom kjøper påtar seg å betale premien. Det er for øvrig lagt opp til at selve forsikringsprosessen gjennomføres etter at fylkestinget eventuelt har vedtatt salget den 23. november 2015. Vi har gjennom en megler vært i kontakt med fire forsikringsselskaper som i utgangspunktet

er villige til å forsikre transaksjonen. Men de kan ikke endelig bekrefte forsikringen før etter at black box due diligence er gjennomført. Dersom forsikringsselskapene mot formodning skulle si nei til dette, eller det av andre grunner ikke skulle være til mulig å forsikre transaksjonen, vil SFJ selv måtte stå bak garantiene på vanlig måte. Garantiene som avgis må anses som rimelig balanserte for denne type transaksjoner. Vi viser til vedlagte avtaleverk for en nærmere detaljering i denne forbindelse.

7. FYLKESTINGETS HANDLINGSROM

Som tidligere nevnt er det gjennomgående i prosessen tatt forbehold for innspill og godkjennelse fra fylkestinget i SFJ. Fylkestinget står dermed fritt til å vedta eller avslå fylkesrådmannens anbefalte løsning.

Fylkesutvalget og fylkestinget må nå ta stilling til fylkesrådmannens anbefalte løsning. En sentral vurdering for avgjørelsen er hvorvidt man ønsker en lang eller kort horisont for det offentlige eierskapet i Selskapet.

I fylkestingets møte den 23. november 2015 er det forventet at fylkestingets medlemmer velger handlingsalternativ for SFJs eierposisjon i Fjord1. Videre prosess må planlegges i lys av hvilket alternativ som velges.

VEDLEGG

Nr.	Innhold
Vedlegg 1:	Avtaleverk med Torghatten
Vedlegg 2:	Notat av 2. september 2015
Vedlegg 3:	Notat av 27. september 2015