Strengt konfidensielt – fra ekstern advokat

Til:	Sogn og Fjordane fylkeskommune v/fylkesrådmannen
Fra:	Wiersholm
Ansv. advokat:	Inge Ekker Bartnes
Dato:	2. september 2015

HANDLINGSALTERNATIV 3 – HELT ELLER DELVIS SALG AV AKSJENE I FJORD1

1. INNLEDNING

Wiersholm og DHT har siden høsten 2014 foretatt en utredning av tre ulike handlingsalternativer knyttet til Sogn og Fjordane fylkeskommunes ("SFJ") eierposisjon i Fjord1 AS ("Fjord1").

Formålet med utredningsprosessen har vært å sikre en best mulig løsning av SFJs eierposisjoner i Fjord1. Prosessen har vært strukturert i henhold til mandat av 28. mars 2014 (oppdatert 12. september 2014) og prosessnotat av 12. september 2014 som begge har fått tilslutning fra fylkesutvalget i SFJ.

Dette notatet søker å analysere noen muligheter SFJ har med hensyn til "handlingsalternativ 3) - helt eller delvis salg av aksjer i Fjord1" som definert i prosessnotatet. Vi har i notatet vurdert noen alternative modeller til et rent salg av aksjene i Fjord1 opp mot Havilafjord AS ("Havila") sin forkjøpsrett til aksjene i Fjord1, da forkjøpsretten kan være en betydningsfull faktor i salgsprosessen mot andre interessenter.

Prosessen knyttet til handlingsalternativ 3 om helt eller delvis salg av aksjer i Fjord1 er nå i en avsluttende fase. Den 14. september 2014 vil Wiersholm/DHT som SFJs rådgivere motta bindende bud fra ulike aktører i prosessen for et mulig salg av aksjene i Fjord1.

Vi understreker at notatet som ellers er strengt konfidensielt og skal unntas fra offentlighet. Videre er fylkesutvalget i SFJ underlagt strenge konfidensialitetsforpliktelser med hensyn til de opplysninger som fremgår i notatet. Dette gjør seg særlig gjeldende i denne fasen av prosessen da informasjon om alternative modeller som diskutert nedenfor, kan få direkte innvirkning på prisingen av aksjene i Fjord1 ved et eventuelt salg.

2. HAVILAS FORKJØPSRETT VED SALG AV FJORD1-AKSJENE

2.1 Havila har forkjøpsrett til aksjene i Fjord1 AS

Hovedregelen om forkjøpsrett til aksjer fremgår av aksjeloven § 4-19 (1) der det heter at *"[a]ksjeeierne har rett til å overta en aksje som har skiftet eier med mindre noe annet er fastsatt i vedtektene (..)".* Verken vedtektene i Fjord1 eller aksjonæravtalen mellom F1 Holding og Havila regulerer spørsmålet om forkjøpsrett. Det innebærer at aksjelovens regler om forkjøpsrett kommer til anvendelse, og at Havila har forkjøpsrett ved SFJ v/ F1 Holding sitt eventuelle salg av aksjer i Fjord1.

2.2 Nærmere om prosessen omkring forkjøpsretten

Forkjøpsretten må gjøres gjeldende av Havila ved melding til selskapet senest to måneder etter at selskapet fikk melding om ervervet av aksjer. Innløsningssummen skal settes til aksjenes "virkelige verdi" på tidspunktet kravet fremsettes.[1]

Oppnås ikke enighet om aksjenes "virkelige verdi" avgjøres denne ved rettslig skjønn. Virkelig verdi skal baseres på antatt omsetningsverdi der det er grunnlag for å fastslå denne.[2] I selskaper hvor det er liten omsetning av selskapets aksjer, kan det imidlertid være vanskelig å konstatere omsetningsverdien. I mangel av slike holdepunkter kan prisen som er avtalt mellom partene samt verdien av selskapet kunne gi veiledning og tjene som et utgangspunkt.[3] Den avtalte prisen vil ofte likevel ikke være avgjørende for aksjens "virkelige verdi" da prisen som er avtalt med en uavhengig kjøper vil kunne være fastsatt på grunnlag av en rekke avtalevilkår som øker eller eventuelt også kan redusere prisen.

I et rettslig skjønn vil det ofte foretas verdsettelser som tar utgangspunkt i de underliggende virksomhetsverdier, for eksempel basert på neddiskontert fremtidig kontantstrøm. Slik verdsettelse med utgangspunkt i underliggende verdier kan bli korrigert for markedsmessige forhold knyttet til selve aksjen (som f. eks kontrollpremie, likviditetsrabatt og minoritetsrabatt).

2.3 Forkjøpsrettens mulige betydning for Transaksjonen

Enkelte av aktørene i salgsprosessen har uttrykt bekymring for at Havila vil benytte seg av forkjøpsretten til aksjene i Fjord1. Dette medfører at enkelte av aktørene har signalisert at de er skeptiske til å bruke for mye ressurser i prosessen, blant annet i forbindelse med selskapsgjennomgang (due diligence), dersom budet uansett vil kunne "kuppes" av Havila.

Dette kan i verste fall føre til at noen interessenter avstår fra å legge inn bud på aksjene i Fjord1, eventuelt at SFJ mottar lavere bud på aksjene som følge av at interessentene har foretatt en mindre grundig selskapsgjennomgang. En mindre grundig selskapsgjennomgang vil regelmessig kunne føre til lavere bud, fordi interessentene da må prise inn risiko for forhold de ikke er kjent med. Dermed kan forkjøpsretten være egnet til å redusere prisen SFJ kan oppnå for aksjene i Fjord1.

3. MULIGE ALTERNATIVE MODELLER

Enkelte av interessentene har signalisert at de ønsker å diskutere alternative modeller til et rent kjøp og salg som innebærer at de kommer inn på aksjonærsiden i selskapet uten at Havilas forkjøpsrett utløses.

3.1 Introduksjon av ulike modeller for salg av Fjord1-aksjene

Vi har i hovedsak vurdert to alternative modeller til et rent salg av Fjord1-aksjene. Modell nr. 1 innebærer at det skjer et salg av 50 % av aksjene i F1 Holding nå og et salg av 50 % av aksjene på et fremtidig tidspunkt ved en opsjonsavtale. Modell nr. 2 innebærer at det gjennomføres en emisjon i F1 Holding.

Vi vil først se på hvilke regler som gjelder med hensyn til forkjøpsretten ved disposisjoner foretatt F1 Holding.

3.2 Rettslige disposisjoner foretatt i F1 Holding

Reglene om forkjøpsrett kommer i utgangspunktet ikke til anvendelse på transaksjoner i det aksjeeiende selskap som eier selskapet der forkjøpsretten kan utøves (definert som "målselskapet", i dette tilfellet Fjord1), med mindre omgåelsesbetraktninger blir aktuelle.

---

[1] Aksjeloven § 4-23 (2) jf. 4-17 (5) og (6).

[2] Rt-2007-1392.

[3] NOU 1996:3 på s. 122.

I juridisk teori og rettspraksis er det argumentert for at forkjøpsrett aktualiseres der kjøperen får "bestemmende innflytelse" over eierselskapet,[4] og dersom eierskapet i målselskapet utgjør en vesentlig del av virksomheten til eierselskapet.

Det ovennevnte innebærer en betydelig risiko for at et rent salg av mer enn 50 % av aksjene i F1 Holding til andre, vil kunne utløse forkjøpsrett.

3.3 Opsjonsmodellen

En mulig modell kunne være at 50 % av aksjene i F1 Holding selges nå og de resterende 50 % av aksjene selges på et fremtidig tidspunkt til samme kjøper. I sammenheng med salget av de første 50 % av aksjene, inngås det en opsjonsavtale for salget av de resterende 50 % av aksjene. Opsjonsavtalen gir SFJ rett til å selge de resterende aksjene til den aktuelle kjøperen til en bestemt pris innen en konkret angitt periode.

Modellen har en forretningsmessig realitet og begrunnelse ved at SFJ ved delvis eierskap i F1 Holding fremdeles kan bidra som en aktiv eier i selskapet i samarbeid med en kompetent industriell aktør. Samtidig vil SFJ få med seg en eventuell fremtidig oppside ved å motta eventuelle utbytter. Endelig kan SFJ (eventuelt) få en fordel dersom den fremtidige inntjeningen i selskapet får en positiv innvirkning på prisingen av de resterende 50 % av aksjene i selskapet.

Transaksjonens første ledd - overdragelsen av 50 % av F1 Holding, vil ikke innebære en endring i hvem som har "bestemmende innflytelse" i selskapet og vil derfor neppe i seg selv utløse forkjøpsrett. Spørsmålet blir imidlertid om salget av 50 % av aksjene i kombinasjon med den inngåtte opsjonsavtalen mellom F1 Holding og kjøperen kan utløse forkjøpsrett.

En opsjonsrett på aksjer innebærer i alminnelighet ikke et eierskifte som utløser forkjøpsrett jf. aksjeloven § 4-19 (1). Det følger imidlertid av rettspraksis at dersom en opsjon gis på en slik måte at den i realiteten innebærer eierskifte, kan forkjøpsrett likevel utløses.[5] Det nærmere meningsinnholdet av opsjonen vil derfor være avgjørende.

Selv om opsjonsavtalen mellom F1 Holding og kjøperen isolert sett skulle stå seg mot utløsning av forkjøpsretten, vil vi ikke utelukke at salget av 50 % av aksjene i F1 Holding i kombinasjon med opsjonsavtalen vil kunne utløse forkjøpsrett.

Forutsatt at transaksjonens første ledd ikke rammes av reglene om forkjøpsrett, kan vi dessuten ikke utelukke at overdragelsen av de resterende 50 % av aksjene i selskapet vil utløse forkjøpsrett.[6] Dersom forkjøpsretten aktualiseres enten i transaksjonens første eller andre ledd, oppstår det flere spørsmål.

Et første spørsmål er om forkjøpsretten vil gjelde aksjene i F1 Holding eller i Fjord1. Siden salget av F1 Holding i realiteten innebærer en omsetning av aksjene (og kontrollen) i Fjord1, er vår oppfatning at forkjøpsretten utløses for Fjord1 direkte.

Et annet spørsmål er om forkjøpsretten gjelder kjøp av samtlige av SFJs aksjer i Fjord1 eller kun halvparten.

Vår vurdering er at overdragelsen trolig vil anses å innebære en forsinket overføring av 100 % av aksjene i F1 Holding. Det faktum at kjøperen tilsammen gis bestemmende innflytelse over F1 Holding kan bli avgjørende. Vi antar derfor at forkjøpsretten vil gjelde for 100 % av aksjene i selskapet.

Vi understreker at det er sparsomt med rettspraksis om de ovennevnte spørsmål og at utfallet av en eventuell tvist er usikkert.

---

[4] Truyen, Filip, Kan transaksjoner i eierselskap utløse samtykkekrav, Festskrift til Mads Henry Andenæs s. 318-330.

[5] Se RG-2008-880 der en opsjonsavtale medførte at en vedtektsfestet forkjøpsrett ble utløst. Saken er ikke helt sammenlignbar med vår sak ettersom opsjonsavtalen gjaldt aksjene i målselskapet og forkjøpsretten var vedtektsfestet. De generelle uttalelsene er imidlertid overførbare.

[6] Slike omgåelsesbetraktninger er ikke uvanlige, og har også kommet til anvendelse på eiendomsrettens område, se eksempelvis Rt-1929-401.

Det ovennevnte viser at opsjonsmodellen som helhet, under forutsetning av at forkjøpsretten utløses for aksjene i Fjord1, mest sannsynlig vil resultere i at Havilas forkjøpsrett utløses for 59 % av aksjene i Fjord1 (SFJ's eierandel).

3.4 Emisjonsmodellen

Forutsetningen for modellen presentert under dette avsnittet er at vilkårene for kapitalnedsettelse etter aksjeloven § 12-2 annet ledd er oppfylt. Emisjonsmodellen kan gå ut på at SFJ gjennomfører en kapitalnedsettelse i F1 Holding, med en etterfølgende rettet emisjon til "kjøperen". SFJ vil som følge av kapitalnedsettelsen i F1 Holding få en fordring på selskapet. Denne fordringen vil kunne gjøres opp på ulike måter. Dersom en slik modell har en forretningsmessig realitet, vil den trolig kunne stå seg mot forkjøpsretten.

Imidlertid gjelder det samme vurderingstema om overdragelse av "bestemmende innflytelse" her som over. Dette innebærer at så lenge realiteten er at den "bestemmende innflytelsen" i selskapet går over på andre hender, vil dette trolig føre til at reglene om forkjøpsrett utløses. Derfor er det sannsynlig at forkjøpsretten utøses dersom SFJ kun sitter igjen med en minoritetspost i F1 Holding mens den nye aksjonæren blir majoritetseier i selskapet. Dette støttes av at emisjonsmodellen på tross av en annen teknisk strukturering, er relativt lik et rent salg av aksjene i F1 Holding.

3.5 Kostnadsdekning som avhjelpende tiltak

Et mulig avhjelpende tiltak, som kompensasjon for kostnader til konsulenter m.v. forbundet med tredjeparters prosess i det tilfelle forkjøpsretten benyttes, kan være å tilby interessentene en form for kostnadsdekning dersom Havila benytter forkjøpsretten. Et slikt tiltak kan gå ut på at den interessent som har det høyeste budet, forutsatt at dette ikke er Havila, mottar en kostnadsdekning fra SFJ dersom Havila benytter forkjøpsretten. Kostnadsdekningen bør dekke rimelige eksterne kostnader til selskapsgjennomgang, i en antatt størrelsesorden kr 1 million.

4. KONKLUSJON

Havila's forkjøpsrett til aksjene i Fjord1 er en utfordrende faktor i prosessen knyttet til et mulig salg av aksjer i Fjord1.

Et rent salg av 59 % av aksjene i Fjord1 er den enkleste modellen for salg av SFJ's aksjer, da dette innebærer et endelig oppgjør for aksjene. Som nevnt vil et rent salg av aksjene i Fjord1 eller 100 % av aksjene i F1 Holding, utløse forkjøpsrett.

Vi har vurdert to alternative løsninger (emisjonsmodellen og opsjonsmodellen) til et rent salg av aksjene i Fjord1 med tanke på å redusere sjansen for at forkjøpsretten utløses.

Modellene reiser flere usikkerhetsmomenter knyttet til forkjøpsretten, som drøftet ovenfor. Vi er av den oppfatning at forkjøpsrett ikke kommer til anvendelse ved opsjonsmodellen eller emisjonsmodellen forutsatt at modellen har en forretningsmessig realitet og begrunnelse, samt at bestemmende innflytelse i F1 Holding ikke overføres i transaksjonens første ledd som følge av en slik forretningsmessig begrunnelse. På grunn av de usikkerhetsmomenter som gjør seg gjeldende, kan vi likevel ikke utelukke at forkjøpsretten vil utløses ved de to modellene.