

Havilafjord AS
Att: Per Sævik / Vegard Sævik
Mjølstadnesvegen
6092 Fosnavåg

Vår ref.: 204956-031
Ansvarlig partner: Stein Pettersen

Bergen, 20. november 2015

Vurdering av løsningsrett ved salg av aksjer i F1 Holding AS

1 SAMMENDRAG

Den 13. november 2015 ble det fremlagt en innstilling til fylkesutvalget i Sogn og Fjordane fylkeskommune om å selge 50 % av fylkeskommunens aksjer i F1 Holding AS til Torghatten ASA, samt å inngå en opsjonsavtale som gir Torghatten ASA rett til å erverve fylkeskommunens resterende aksjer F1 Holding AS fra den 1. januar 2017 (samlet sett heretter "**Transaksjonen**").

Vi mener Transaksjonen kan være en omgåelse av Havilafjord AS' forkjøpsrett til aksjer i Fjord1 AS ("**Selskapet**"). Dette kan innebære at Havilafjord AS kan få en løsningsrett til de aksjer som F1 Holding AS eier i Selskapet.

Lovligheten av Transaksjonen ligger i en juridisk gråsoner, hvilket er i grenselandet for hvordan offentlig eierskap bør forvaltes.

2 SAKENS BAKGRUNN

2.1 Budprosessen

Sogn og Fjordane fylkeskommune og dets rådgivere har siden høsten 2014 arbeidet med et mulig salg av hele eller deler av fylkeskommunens aksjepost i Selskapet. Som eier av 41 % av aksjene i Selskapet, har Havilafjord AS vist interesse for å erverve hele eller deler av den resterende aksjeposten. Havilafjord AS ble følgelig invitert til å delta i budprosessen.

Ved prosessbrev datert henholdsvis 15. juni 2015, 3. september 2015 og 12. oktober er prosessen gjennomgående blitt omtalt som et potensielt salg av aksjer i Fjord1 AS. Prosessbrevene gir følgelig ingen anvisning på at salgobjektet er aksjer i Selskapets eierselskap, F1 Holding AS.

Den 5. november 2015 ble det avholdt et møte hvor fylkeskommunens rådgivere informerte om sin innstilling til fylkeskommunen. I dette møtet ble det blant annet opplyst at Torghatten ASA, ved aksept av sitt bud, ville få konkurransemessig kontroll over Selskapet. Det ble videre indikert at et

eventuelt salg til Torghatten ASA fordret en aksjonæravtale med Havilafjord AS, blant annet med det formål å sikre at Havilafjord AS ville avstå fra å påberope en eventuell forkjøpsrett.

I nytt møte den 10. november 2015, denne gang mellom Havilafjord AS, Torghatten ASA og fylkeskommunens rådgivere, ble det opplyst at man nå hadde kommet opp med en alternativ transaksjonsmodell med Torghatten ASA som kjøper hvor forkjøpsretten ikke ville bli utløst. Havilafjord AS fikk seg deretter forelagt en skisse til aksjonæravtale med F1 Holding AS. Etter en nærmere gjennomgang av skissen gav Havilafjord AS den 11. november 2015 tilbakemelding til fylkeskommunens rådgivere (DHT) om at det ikke var aktuelt å gå inn på en slik avtale, hvilket ble formidlet videre til Torghatten ASA den 12. november 2015.

Den 13. november 2015 fremla fylkesrådmann Tore Eriksen sin innstilling til fylkesutvalget. Innstillingen til fylkesutvalget lyder som følger:

"Sogn og Fjordane fylkeskommune sel aksjane i F1 Holding AS til Torghatten ASA. Salet inneber eitt trinnvis sal av aksjane ved at fylkeskommunen først sel 50 % av aksjane, medan Torghatten ASA får ein rett (opsjon) til å kjøpe resterande 50 % tidlegast 1. januar 2017. Om Torghatten ASA ikke nyttar denne opsjonen, har fylkeskommunen høve til å selge resterande 50 % til Torghatten ASA etter 1. januar 2019 (...)"

Transaksjonen innebærer følgelig et trinnvis salg av aksjene i F1 Holding AS.

2.2 Målselskapet

Med bakgrunn i de prosessbrev som er sirkulert av fylkeskommunens rådgivere gjennom salgsprosessen, synes det klart at salgsobjektet er aksjer i Selskapet.

Videre synes det klart at saken på politisk plan dreier seg om fylkeskommunens eierskap i Fjord1 AS. Av fylkesrådmannens innstilling til fylkesutvalget fremgår det at det overordnede formålet med salget er (i) frigjøring av midler som i dag er bundet opp i Selskapet samt (ii) å redusere risikoeksponering, blant annet med tanke på nye tekniske krav til ferger/fergedrift og økt konkurranse innenfor fergemarkedet. Det levnes følgelig ingen tvil om fylkeskommunens formål og motivasjon ved et eventuelt salg.

Fylkeskommunens aksjepost i Selskapet eies av F1 Holding AS, som igjen er et heleid selskap av Sogn og Fjordane fylkeskommune. Basert på tilgjengelig informasjon synes F1 Holding AS' eneste aktiva å være aksjeposten på 59 % i Selskapet, og F1 Holding AS' driftsinntekter genereres gjennom Selskapet. Slik fremstår F1 Holding AS som et rent holdingselskap hvis eneste funksjon er å eie aksjer i Selskapet.

Tilsvarende synspunkt fremholdes også av fylkesrådmannen, som gjennom sin saksfremstilling slår fast følgende:

"Det er F1 Holding som eig aksjane i Fjord1, og som har dei direkte interessene knytt opp mot Fjord1. Sidan F1 Holding er eit heileigd selskap under fylkeskommunen, reknar vi interessene for å vere sammanfallande"

Fylkeskommunen opererer følgelig med identifikasjon av eierinteresser i henholdsvis F1 Holding AS og Fjord1 AS.

2.3 Forkjøpsrett ved salg av aksjer i Fjord1 AS

Fjord1 AS er stiftet 9. mai 2001. Vedtektene i Selskapet har ingen regulering av spørsmålet om forkjøpsrett. Av den grunn gjelder aksjelovens regler om forkjøpsrett, se aksjeloven § 4-15 tredje ledd jf. § 4-19 første ledd og § 4-21 første ledd, jf. § 21-2 nr. 25 andre ledd.

Ved salg av aksjer i Selskapet har derfor øvrige aksjeeiere forkjøpsrett.

3 HAR HAVILAFJORD AS LØSNINGSRETT TIL AKSJENE I FJORD1 AS?

3.1 Rettslig utgangspunkt og terminologi

Aksjeloven § 4-19 første ledd første punktum lyder som følger:

"Aksjeeierne har rett til å overta en aksje som har skiftet eier med mindre noe annet er fastsatt i vedtektene."

Aksjeloven § 4-21 første ledd lyder som følger:

"Forkjøpsretten utløses ved enhver form for eierskifte, når annet ikke er bestemt ved lov."

Dette innebærer at fylkeskommunens salg av aksjer i F1 Holding AS tilsynelatende ikke utløser forkjøpsrett til aksjene i Selskapet. Det kan argumenteres for at det ikke foretas et "eierskifte" av aksjene i Fjord 1 AS ved at Torghatten ASA kjøper aksjer i holdingselskapet F1 Holding AS. Aksjelovens alminnelige utgangspunkt er at hvert enkelt selskap er et selvstendig rettssubjekt, og spørsmålet om forkjøpsrett må vurderes deretter.

Dette utelukker imidlertid ikke at et salg av aksjer i et holdingselskap på visse vilkår kan utløse en rett for aksjeeiere i målselskapet til å erverve aksjer i målselskapet. Begrepet "målselskapet" brukes her om det selskapet hvis økonomiske og/eller strategiske interesser er målet for ervervet av aksjer i holdingselskapet. I denne saken vil Fjord1 AS være målselskapet, mens F1 Holding AS er holdingselskapet. I slike tilfeller er det dessuten naturlig å bruke terminologien "løsningsrett" fremfor "forkjøpsrett" ettersom det ikke er aksjene i målselskapet, men aksjene i holdingselskapet som selges.

Spørsmålet er således om det foreligger grunnlag for en løsningsrett i forhold til Transaksjonens egentlige formål, nemlig aksjene i målselskapet Fjord 1 AS. I denne saken er det to alternative rettsgrunnlag som synes aktuelle. Disse gjelder:

1. En formålsoverordnet tolkning av eierskiftevilkåret i aksjeloven § 4-21 første ledd. Dette er et rettsgrunnlag som ikke har vært gjenstand for prinsipiell domstolsprøving, men som har god støtte i blant annet juridisk teori. Det vises til drøftelsen i punkt 3.2 nedenfor.

2. Løsningsrett basert på den alminnelige lære om omgåelse. Dette er et rettsgrunnlag som klart kan hjemle en løsningsrett, og spørsmålet er således om fylkeskommunes endring av vilkårene for salgsprosessen og utformingen av den endelige transaksjonsmodellen er en omgåelse. Det vises til drøftelsen i punkt 3.3 nedenfor.

3.2 Tilsier en formålsoverordnet tolkning at det foreligger et "eierskifte"?

Et sentralt formål med forkjøpsretten er å hindre at utenforstående kommer inn i selskapet, se *Mads Henry Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper, 2. utgave, Oslo 2006 ("Andenæs")* s. 213. Dette er et privilegium som lovgiver ut fra en interesseavveining har gitt de aksjeeiere som ikke vil selge, opp mot de aksjeeiere som vil tre ut av selskapsforholdet og opp mot det generelle hensynet til aksjers omsettelighet. En likeartet interesseavveining finner man i forhold til andre omsetningsbegrensninger i aksjeloven, herunder kravet om styresamtykke, se aksjeloven § 4-15 andre ledd jf. § 4-16.

Forkjøpsretten har en strategisk verdi, som i en del situasjoner også kan ha en økonomisk verdi. Den gir de aksjeeiere som ikke vil selge en opsjon på erverv av organisatoriske rettigheter. På tilsvarende vis kan aksjelovens forkjøpsrett være en ulempe for den aksjeeier som ønsker å tre ut av selskapsforholdet. En potensiell kjøper av aksjene vil ofte prise inn en risiko for at transaksjonskostnader ved aksjekjøpet er bortkastet dersom de øvrige aksjeeiere utøver forkjøpsrett. Dertil løper erververen en risiko for at kjøpesummen ikke utgjør "virkelig verdi", som er vederlaget ved utøvelse av en forkjøpsrett, se aksjeloven § 4-23 andre ledd jf. § 4-17 femte ledd. Virkelig verdi skal i prinsippet utgjøre aksjenes omsetningsverdi, se Rt. 2007 s. 1392 avsnitt 43. Selv om den pris erververen har betalt for aksjene kan være en indikasjon på omsetningsverdi, har vedkommende ingen garanti for at løsningssummen vil bli den samme ved den skjønnsprosess som skal følges med grunnlag i aksjeloven § 4-23 andre ledd. Også dette er en risiko som en erverver vanligvis vil forsøke å prise inn i vederlaget man er villig til å betale for aksjene.

På denne bakgrunn er det ikke uvanlig at selger av aksjer i et selskap hvor det er forkjøpsrett forsøker å avklare forholdet til denne i forkant av et salg. Dette vil typisk kunne gjøres ved å innhente en erklæring fra de øvrige aksjeeiere om at de ikke vil utøve forkjøpsrett. Hvor slikt samtykke ikke er mulig å innhente, ser man til tider at avhenderen forsøker å etablere selskapsrettslige konstruksjoner for å omgå forkjøpsretten. Dette foretas typisk ved å legge aksjeposten inn i et mellomliggende holdingselskap, for deretter å selge aksjer i holdingselskapet, mens det fremheves at det ikke er aksjene i målselskapet som selges. Bruk av denne type formalargumentasjon kan i konkrete tilfeller utgjøre en omgåelse, hvilket drøftes nærmere i punkt 3.3 nedenfor.

Forkjøpsrettens formål er imidlertid også relevant når man skal *tolke* ordlyden i aksjeloven § 4-21 første ledd. Aksjeselskapsretten har tradisjonelt vært formalistisk orientert. Imidlertid har man i nyere tid sett en rekke eksempler på at Høyesterett tolker ordlyden i aksjeloven utvidende med grunnlag i en formålsoverordnet tolkning. Det vises for eksempel til Rt. 2000 s. 1792 hvor begrepet "aksjeeier" ble tolket utvidende av hensyn til et effektivt minoritetsvern, som var et bærende hensyn i den der aktuelle lovbestemmelse. Kjennelsen kan tas til inntekt for at en utvidende tolkning av "enhver form for eierskifte" er nødvendig for å sikre en effektiv håndhevelse av de hensyn forkjøpsretten skal ivareta. Også høyesterettsdommen i Rt. 1997. s. 840 bygger på et argumentasjonsmønster av interesse. Dommen gir støtte for at man i aksjeselskapsretten kan argumentere ut fra realøkonomiske betraktninger. Selv om premissene i disse to avgjørelsene er ulike, representerer de likevel to sider ved

samme argumentasjonsmønster; det åpnes for en formålsoverordnet tolkning og en interesseavveining som går foran et mer formalistisk utgangspunkt.

På denne bakgrunn har det blitt argumentert i juridisk teori for en modell tilsvarende den som er kodifisert i verdipapirhandelloven § 6-1 andre ledd nr. 1. Denne bestemmelsen lyder:

"(2) Som erverv etter første ledd regnes også erverv av:

1. aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et selskap som nevnt i første ledd, ..."

Verdipapirhandellovens regler om tilbudsplikt ivaretar ikke de samme legislative hensyn som aksjelovens regler om forkjøpsrett. Bestemmelsen i § 6-1 andre ledd nr. 1 er likevel av interesse fordi den gir en hensiktsmessig mekanisme som skal sikre at lovbestemmelsen blir effektiv og kan fylle sitt formål. Ved overdragelse av "mer enn 50 prosent av stemmene" i et selskap, får erververen i utgangspunktet også kontroll med selskapet.

I juridisk teori har blant annet *Filip Truyen*, "Kan transaksjoner i eierselskap utløse samtykkekrav?", *Festskrift til Mads Henry Andenæs, Oslo 2010 ("Truyen")* s. 318-330 argumentert for at en tilsvarende modell gjelder ved aksjelovens krav til styresamtykke. Argumentasjonen er sammenfallende med det som gjelder for forkjøpsretten. Et likeartet standpunkt finner man også i *Mads Henry Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper, 1. utgave, Oslo 1998* s. 170-171, men dog slik at forfatteren har endret utgangspunkt i neste utgave av boken, se *Andenæs* s. 216. Det vises også til *Magnus Aarbakke mfl., Aksjeloven og allmennaksjeloven, 3. utgave, Oslo 2012 ("Aarbakke")* s. 259 som skriver at det "generelt ... neppe kan være særlig plass for et gjennomskjæringssynspunkt her, men det kan tenkes f. eks. hvis aksjene er selskapets vesentlige eiendel".

F1 Holding AS er et holdingselskap "hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i" Fjord1 AS. Det varslede salget av aksjer i F1 Holding AS gjelder imidlertid ikke "mer enn 50 prosent av stemmene" i Selskapet. Det er laget en ordning med et trinnsvis salg av aksjene i selskapet, hvor det første salget kun gjelder 50 %. Det skal visstnok være fremforhandlet en aksjonæravtale, men vi kjenner ikke innholdet av denne. Videre kjenner vi ikke alle vilkårene for de respektive put/call-opsjoner.

På denne bakgrunn kommer ikke spørsmålet om tolkningen av vilkåret "eierskifte" i aksjeloven § 4-21 første ledd på spissen. Vilkåret om kontrollskifte i holdingselskapet er et sentralt argument for ovennevnte tolkning. Ytterligere informasjon om aksjonæravtalen og opsjonsordningen kan stille dette i et nytt lys, men som det fremgår av punkt 3.3 nedenfor er det mer naturlig å se Transaksjonen som en omgåelse av forkjøpsretten enn som et "eierskifte" slik dette følger av aksjeloven § 4-21 første ledd.

3.3 Foreligger det en omgåelse av forkjøpsretten?

I norsk rett suppleres det positivrettslige regelverket på en rekke rettsområder av en ulovfestet omgåelsesnorm. Kjernen i en omgåelsesnorm er en vurdering av om det er riktig å foreta en realøkonomisk gjennomskjæring blant annet sett hen til motivet for disposisjonen og en helhetsvurdering ut fra de hensyn regelverket skal ivareta. Poenget er at man ikke skal kunne manøvrere seg vekk fra regelverket gjennom formelle disposisjoner som primært er foretatt for å

unngå den aktuelle rettsregel. Det må foretas en interesseavveining opp mot et legitimt utgangspunkt om frihet til å velge selskaps- og transaksjonsmodell, opp mot hensynet til at den aktuelle regel skal kunne fylle sitt formål.

På samme måte som for de fleste andre rettsområder, foreligger det en slik norm på selskapsrettens område. Det vises blant annet til *Aarbakke* s. 259, *Andenæs* s. 215 og *Truyen* s. 320. Diskusjonen i den nevnte juridiske litteratur bygger på en forutsetning om eksistens av en slik norm, men det diskuteres i hvilken grad det gjelder en generell regel om gjennomskjæring ved salg av aksjer i holdingselskaper ut fra de premisser som er gjennomgått i punkt 3.2 ovenfor. Som nevnt kommer ikke dette generelle spørsmålet på spissen i vår sak.

Når det gjelder spørsmålet om omgåelse, kan det på den ene side påpekes at F1 Holding AS tilsynelatende ikke ble etablert med tanke på en omgåelse av forkjøpsretten i Selskapet. Dette har vært den måte fylkeskommune har organisert sitt eierskap på.

På den annen side er det elementer i salgsprosessen som klart trekker i retning av at Transaksjonen er en omgåelse. Sogn og Fjordane fylkeskommune og dets rådgivere har siden høsten 2014 arbeidet med et mulig salg av hele eller deler av aksjeposten i Selskapet. Dette har også blitt lagt til grunn i samtlige prosessbrev som Havilafjord AS har mottatt fra fylkeskommunes rådgiver ved salget, og da senest ved prosessbrev av 12. oktober 2015.

Først den 5. november 2015 informerte fylkeskommunens rådgivere om budet fra Torghatten ASA, og at dette dreiet seg om kjøp av en aksjepost som ville gi Torghatten ASA konkurransemessig kontroll over Fjord1 AS. Imidlertid var fylkeskommunes rådgivere tilsynelatende fortsatt usikker på modellen ettersom det ble formidlet til Havilafjord AS at et salg av aksjer i F1 Holding AS til Torghatten ASA forutsatte at partene kunne finne en løsning med Havilafjord AS rundt spørsmålet om forkjøpsrett.

Da partene ikke kom til enighet om premissene for et salg til Torghatten ASA, ble det introdusert nok en transaksjonsmodell, men denne gangen med salg av 50 % av aksjene i F1 Holding samt et opsjonselement. Ettersom det foreligger put/call-opsjoner på de resterende aksjer i F1 Holding, er det nærliggende at man allerede nå i realiteten har avtalt et salg av samtlige aksjer i holdingselskapet. Som nevnt kjenner vi ikke til alle vilkårene for opsjonene, og det er derfor vanskelig å vite om det er noen realitet i fylkeskommunes adgang til å bli sittende med de siste 50 % av aksjene i F1 Holding AS etter 1. januar 2017.

Ovennevnte salgsprosess og stadig justerte transaksjonsmodeller trekker klart i retning av at man forsøker å omgå den lovbestemte forkjøpsretten. Premissene for salget har blitt endret i "tolvte time", trolig etter kreative innspill fra Torghatten ASA. Premissene for fylkeskommunes salg har som nevnt hele veien vært salg av aksjeposten i Fjord1 AS. Introduksjonen av opsjonsmodellen med kun salg av 50 % i første omgang, styrker dette inntrykket. Konstruksjonen gir et bestemt inntrykk av at man har sett hen til den tolkning av vilkåret "*eierskifte*" som er omtalt i punkt 3.2 ovenfor, og deretter søkt å sikre seg mot en slik innsigelse.

På denne bakgrunn finner vi det sannsynlig at en domstol vil slå fast at Transaksjon vil være en omgåelse av Havilafjord AS' forkjøpsrett til aksjene i Fjord1 AS.

Til tross for dette, er det ikke overraskende at en offensiv kjøper kan foreslå en slik alternativ transaksjonsmodell for å unngå den lovbestemte forkjøpsretten. Ved å dele opp aksjesalget får man argumenter mot at dette er et "eierskifte" i lovens forstand. Dertil beror den ulovfestede omgåelsesnormen alltid på et samlet skjønn, hvis utfall kan være vanskelig å forutsi.

Derimot er vi meget overrasket over at et offentlig rettssubjekt som Sogn og Fjordane fylkeskommune helt avslutningsvis i salgsprosessen endrer premissene for salget av aksjene i Fjord1 AS. Fylkeskommunen medvirker dermed til en transaksjon som er i en juridisk gråsoner, hvilket ligger i grenselandet for hvordan offentlig eierskap bør forvaltes.

4 RETTSVIRKNINGER AV EN OMGÅELSE

Konsekvensen av en omgåelse vil i utgangspunktet være at aktørene skal stilles som om omgåelsen ikke hadde funnet sted, altså slik at den disposisjon man søker å manøvrere seg bort fra legges til grunn. Hva dette innebærer må bero på den situasjon omgåelsen gjelder. I den forbindelse må rettsvirkningene settes inn i en sammenheng slik at formålet til den rettsregelen som er søkt omgått, blir fulgt opp.

Som nevnt i punkt 3.1 ovenfor er det naturlig at en omgåelse av aksjelovens forkjøpsrett utløser en løsningsrett. Løsningsretten vil gjelde holdingselskapets aksjer i målselskapet. Løsningsretten tilligger de andre aksjeeierne i målselskapet. Dette er et selskapsrettslig forhold mellom aksjeeierne i målselskapet, selv om overdragelsen som utløser løsningsretten formelt sett gjelder aksjene i holdingselskapet.

Dette innebærer at Havilafjord AS får en løsningsrett til aksjer som F1 Holding AS eier i Fjord1 AS. Ettersom dette gjelder en omgåelse, passer ikke aksjelovens prosedyreregler direkte på situasjonen. I lys av aksjelovens system er det imidlertid naturlig at forkjøpsrett utøves av Havilafjord AS ved melding til Fjord1 AS, jf. aksjeloven § 4-23 første ledd. Gjenpart av slik melding bør også sendes til F1 Holding AS.

Det bør deretter søkes å avklare om F1 Holding AS motsetter seg utøvelsen av løsningsrett og om det eventuelt foreligger uenighet om løsningssummen. Kommer partene ikke til enighet, må Havilafjord AS begjære skjønn innen to måneder regnet fra meldingen til Fjord1 AS om utøvelsen av forkjøpsrett, se aksjeloven § 4-23 andre ledd.

Gjelder uenighet kun selve forkjøpsretten, kan det alternativt reises et alminnelig søksmål, se *Andenæs* s. 228, som også legger til grunn at uenighet om selve forkjøpsretten alltid må reises ved eget søksmål parallelt med begjæringen om skjønn. Det er et standpunkt som ikke har fått gjennomslag i underrettspraksis.

Avslutningsvis kan det påpekes at argumentene knyttet til en vurdering av omgåelsen av forkjøpsrett i hovedsak vil gjelde tilsvarende overfor reglene om styresamtykke. Det vises til *Andenæs* s. 183, *Aarbakke* s. 260 og *Truyen* s. 318.

I Fjord1 AS er det et krav om styresamtykke ved aksjeoverdragelser. Det vises til aksjeloven § 4-15 andre ledd jf. § 4-15 (1), jf. § 21-2 nr. 25 første ledd. Spørsmålet er ikke regulert i vedtektene. Transaksjonen vil slik sett også kunne anses som en omgåelse av det lovbestemte samtykkekravet, hvilket gir styret i Fjord1 AS rett og plikt til å vurdere Transaksjonen ut fra regelverket i aksjeloven § 4-16 jf. § 4-17.

Med vennlig hilsen
WIKBORG, REIN & CO. ADVOKATFIRMA DA



Filip Truyen
Advokat, dr. juris