

Wiersholm
Opplysninger unntatt
offentlighet jf. offl §134)
jf. §134) nr 2.
forretnings sensitiv
informasjon og jf.
offl. §23(4).

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. Derneft 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, portefølje- 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 trinnsvis 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 blant annet 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 jevnlig 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 ██████████, 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.

Prosessten 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

Ivaretagelse 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 *framtidssutsikter* 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 eierstyring².

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 framtidig 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

Prosesen 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 framtidig 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 utbytteneivå 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 framtidig inntjening frem til og med 2018 basert på eksisterende kontrakter.

Fjord1 har en ordresreserve på ca [REDACTED] milliarder kroner basert på gjeldende kontrakter samt en mulig ordresreserve 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 utbytteneivå 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 fergerne 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/lylkeskommunalt 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 fergerne 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 trafikere 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 tunneller 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 mulig avkastning over tid, dvs. forretningsmessige mål
- Behalde og videreutvikle 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 █%, 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 █ på vegne av Fjord1 våren/sommeren 2015.

Basert på Selskapets inngåtte kontrakter er nåverdien aksjeposten til SFJ beregnet til █ millioner kroner. Dersom avtalen på Bjørne- og Boknafjorden forlenges basert på dagens vilkår vil nåverdien være █ millioner kroner. Basert på tilbudet som ble levert for perioden 2017 og 2018, vil nåverdien være █ 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 majoritets-eier.

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 forventninger 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.