

Ansvarlig advokat: Stig Even Jakobsen

Notat

Til: Eierkommunene i Vardar AS
Fra: Advokat Stig Even Jakobsen
Dato: 1. oktober 2025

Sak: 138351-4467

Ny eierstrategi Vardar – endringer i aksjonæravtalen

1 Bakgrunn – formål

I forbindelse med at eierkommunene i Vardar AS («**Vardar**») har vedtatt ny eierstrategi for selskapet fikk vi i oppdrag å bistå med å gjøre de nødvendige endringer i Vardars vedtekter og aksjonæravtale.

En rekke ulike temaer har vært behandlet i administrativ arbeidsgruppe og resultatet er en ny versjon av aksjonæravtalen som er vedlagt notatet – både i ren og endringsmarkert form. Det ble ikke gjort endringer i selskapets vedtekter. Disse er også vedlagt.

Formålet med notatet er todelt. For det første gir vi en overordnet forklaring av og begrunnelse for de mest substansielle endringene som er gjort i aksjonæravtalen fra den forrige versjonen datert 18. september 2020. For andre del går vi nærmere inn på noen særlige temaer som ble diskutert mellom eierkommunene om reglene knyttet til overdragelse av aksjer i Vardar.

2 Aksjonæravtalen

2.1 Partene (aksjonæravtalens punkt 1)

Det er samme parter i gammel og ny aksjonæravtale. Endringen som er gjort er at det er tatt inn et avsnitt om at partene er forpliktet til å stemme i samsvar med avtalens bestemmelser og selskapets og datterselskapenes formål, på generalforsamlingen. Dette er en standardformulering som vi finner igjen i de fleste aksjonæravtaler.

2.2 Bakgrunn – formål (aksjonæravtalens punkt 2)

Beskrivelsen av bakgrunnen for den gamle aksjonæravtalen er ganske omfattende. I den nye avtalen er utdatert og overflødig tekst tatt ut. Punktene om selskapets formål og aksjekapital er uendret.

2.3 Selskapets virksomhet (aksjonæravtalens punkt 3)

Dette punktet er nytt og reflekterer den teksten om Vardars virksomhet som eierkommunene ble enige om i eierstrategien.

2.4 Utvikling og eierstrategi (aksjonæravtalens punkt 4)

Punktet er kortet vesentlig ned i den nye aksjonæravtalen. Dette skyldes at avsnittene om utbytte og eiermøter er flyttet til henholdsvis nytt punkt 5 og til punkt 6, samt at bestemmelsene om Glitre Energi AS er overflødige gjennom etableringen av Å Energi AS.

2.5 Utbytte (aksjonæravtalens punkt 5)

Utbytteregelen er plassert i et eget punkt og reflekterer det partene ble enige om i behandlingen av eierstrategien. Forutsetningen om at en ved beregning av utbytte må ta hensyn til opprettholdelse av forsvarlig egenkapital og likviditet er tatt ut, siden dette er noe styret i selskapet i henhold til aksjelovgivningen uansett må ta hensyn til når de fremmer forslag om årets utbytte for generalforsamlingen.

2.6 Selskapets ledelse – forvaltning av selskapet (aksjonæravtalens punkt 6)

De fire punktene i aksjonæravtalen datert 18. september 2020 er beholdt (punktene 6.1, 6.2, 6.3, og 6.6) og utvidet noe og i tillegg har dette punktet om hvordan selskapet skal ledes og forvaltes blitt utvidet med fire nye bestemmelser (punktene 6.4, 6.5, 6.7 og 6.8).

Det er tatt inn en regel om at mer enn halvparten av styrets medlemmer må være til stede for at styret kan være vedtaksdyktig og at styremøtene kan gjennomføres ved elektronisk møte (punkt 6.4). Styrets leder og nestleder skal velges av generalforsamlingen. Det er også tatt inn at valgperioden for styrets medlemmer er to år (punkt 6.5). At Vardar skal legge til rette for eiermøter i tillegg til generalforsamlinger er flyttet fra punktet utvikling og eierstrategi (punkt 6.7). Det presiseres også at selskapets forretningsadresse skal være i Drammen (punkt 6.8).

2.7 Valgkomite (aksjonæravtalens punkt 7)

Bestemmelsen om valgkomite er utvidet. Bestemmelsene i den gamle aksjonæravtalen er beholdt (punktene 7.1, og 7.4), men har fått noen viktige tillegg. Det er tydeliggjort at medlemmene av komiteen normalt skal være ordførere i eierkommunene og leder skal være ordfører i Drammen eller den vedkommende utpeker (punkt 7.1). Videre er det presisert at aktuelle kandidater for styreverv i Vardar må oppfylle konsernets behov for kompetanse og kapasitet til å ta forretningsmessige beslutninger som støtter opp om selskapets målsettinger og strategi (punkt 7.3).

2.8 Aksjeoverdragelser (aksjonæravtalens punkt 8)

Som vi kommer tilbake til nedenfor var punktet om aksjeoverdragelser sentralt i den administrative arbeidsgruppens arbeid med ny aksjonæravtale. Arbeidsgruppen har valgt å ikke foreslå betydelige forandringer i bestemmelsen – slik som å åpne for privat eierskap – men det ble likevel gjort noen viktige endringer.

Bestemmelsen om at enhver aksjeoverdragelse krever styrets samtykke er beholdt, men det er nå presisert at det er en forutsetning for styrets godkjenning av nye eiere i Vardar at de tilslutter seg aksjonæravtalen.

Den andre vesentlige endringen i bestemmelsen om aksjeoverdragelser gjelder forkjøpsrett. Avtalen gir nå eierkommunene anledning til å omorganisere eierskapet sitt internt i kommunen uten at forkjøpsrett utløses. En eierkommune kan for eksempel overføre Vardar-aksjene sine til et aksjeselskap, så lenge dette selskapet er 100 % eid av kommunen og tilslutter seg aksjonæravtalen. Kravet om 100 % offentlig eierskap gjelder både på tidspunktet når aksjene overdras og så lenge enheten eier aksjene. For eksempel er det ikke anledning til å ta inn private eiere i et kommunalt eid aksjeselskap som eier aksjer i Vardar.

2.9 Mislighold (aksjonæravtalens punkt 9)

Det er ikke gjort endringer i misligholdbestemmelsen.

2.10 Oppsigelse og endring (aksjonæravtalens punkt 10)

Oppsigelsesklausulen er endret slik at også endring av aksjonæravtalen – ikke bare oppsigelse – krever tilslutning fra 90 % eller mer av aksjekapitalen. Det er normalt at aksjonæravtaler inneholder en bestemmelse om hvilket flertall som kreves for å kunne endre avtalen. Uten en slik bestemmelse må enhver endring være enstemmig.

2.11 Generelt (aksjonæravtalens punkt 11)

Punktet er nytt og gir veiledning i situasjoner der det oppstår motstrid mellom de styrende dokumentene. Det fremgår av vedtektenes § 7 at ved motstrid gjelder vedtektene foran aksjelovgivningen i den grad denne kan fravikes. I aksjonæravtalen gis aksjonæravtalen forrang foran vedtektene. Både vedtekter og aksjonæravtale har forrang foran eierstrategien vedlagt aksjonæravtalen.

2.12 Tvister (aksjonæravtalens punkt 12)

Det er ikke gjort endringer i bestemmelsen om tvisteløsning.

2.13 Vedlegg

I ny aksjonæravtale er eierstrategien tatt inn som et ekstra vedlegg i tillegg til vedtekter og aksjefordeling.

3 Særlig om aksjeoverdragelser

3.1 Innledning

Et sentralt eierspørsmål som ble drøftet i den administrative arbeidsgruppen var om det skulle åpnes for at Vardars aksjer kan eies av private i tillegg til offentlige aktører, og ikke utelukkende av offentlige aktører som i dag. Det følger av Vardars gjeldende vedtekter at selskapets aksjer kun kan eies av norske kommuner, norske fylkeskommuner, den norske stat eller foretak eiet og kontrollert 100 % av disse.

3.2 Kravet om to tredjedels offentlig eierskap

Regelen i Vardar om utelukkende offentlige eiere går utover minstekravet på to tredjedeler offentlig eie som følger av vannfallrettighetslovens § 5:

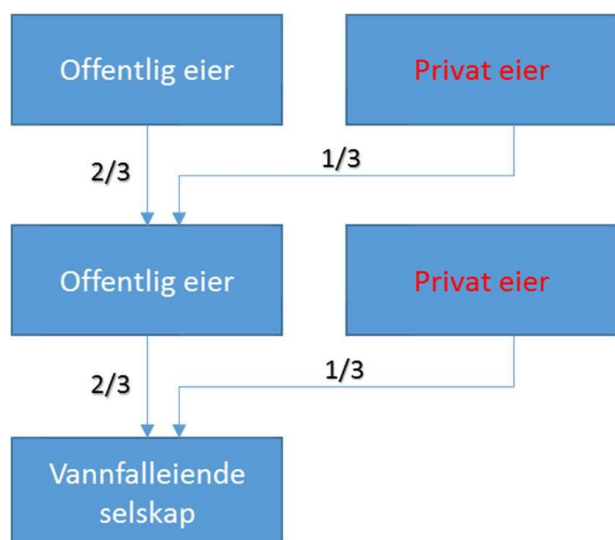
«Foretak som er organisert etter lov 30. august 1991 nr. 71 om statsforetak og norske kommuner og fylkeskommuner kan få konsesjon til å erverve eiendomsrett til vannfall på de nærmere vilkår Kongen fastsetter. Konsesjon kan også gis til et bestemt selskap, foretak eller lag eller en bestemt sammenslutning som direkte eller indirekte er eid av et statsforetak eller en av eller flere kommuner eller fylkeskommuner på en slik måte at statsforetaket, kommunen eller fylkeskommunen alene eller sammen direkte eller indirekte innehar minst to tredeler av kapitalen og stemmene, og organiseringen er slik at det åpenbart foreligger reelt offentlig eierskap.»

I mange kraftselskaper som eier store kraftverk er det åpnet for muligheten til å ta inn private eiere som kan eie inntil en tredjedel av aksjene. Dette er gjerne gjennomført slik at selskapet har to aksjeklasser. A - aksjene som utgjør to tredjedeler av aksjene - og som kun kan eies av offentlige eiere og B - aksjene - som utgjør en tredjedel - som også kan eies av private. Å Energi AS - hvor Vardar er en stor eier - har organisert eierskapet sitt på denne måten.

I drøftelsene om Vardar skulle endre sine vedtekter og aksjonæravtale for å åpne for privat eierskap for inntil en tredjedel av aksjene, var det såkalte «gjennomstrømningsprinsippet» sentralt. Dette prinsippet legger føringer på Vardar i dag som aksjonær i Å Energi AS, og det ville igjen lagt føringer på eierkommunene i Vardar dersom privat eierskap ble innført.

3.3 Gjennomstrømningsprinsippet

Før 2008 ble kraftselskapers eierskap vurdert ut ifra det såkalte «blokkprinsippet» som innebar at et selskap ble vurdert å være offentlig eid så lenge det var eid 2/3 av offentlige eiere nærmeste ledd i eierkjeden. At det var private eiere oppover i eierkjeden påvirket ikke dette.

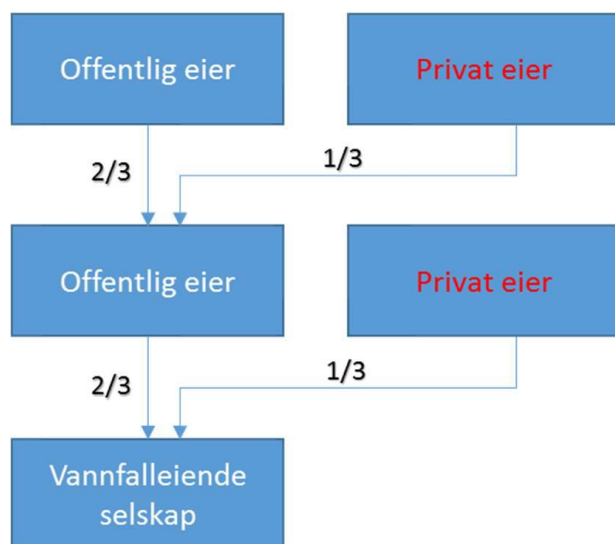


I figuren over ville det vannfalleiende selskapet oppfylt kravet om 2/3 offentlig eierskap etter «blokkprinsippet».

I 2008 ble dette prinsippet forlatt og bedømmelsen av om et selskap oppfyller kravene til offentlig eierskap etter vannfallrettighetsloven følger det såkalte «gjennomstrømningsprinsippet».

Gjennomstrømningsprinsippet innebærer at det foretas en matematisk beregning av hvor stort privat eierskap det er i selskapet som eier vannfallet (energiselskapet). Dette medfører at man skal se bakover i eierkjeden og ta med alle de private eierandelene i selskapene i eierkjeden over energiselskapet.

Hvis vi igjen ser på figuren med eierskap i to ledd:



Etter gjennomstrømningsprinsippet er den offentlige eieren i andre ledd kun to tredjedeler offentlig (siden det er en tredjedel privat eid). Det vil at det matematiske private eierskapet i det vannfalleiende selskapet er om lag 56 % og eierskapet som var tillatt etter blokkprinsippet er altså ikke tillatt etter gjeldende rett – gjennomstrømningsprinsippet.

I likhet med andre energiselskaper som har eierandeler i energiselskaper har dette stor relevans for Vardar. Dersom eierkommunene etablerer investeringsselskaper der de tar inn private eiere, eller selger aksjer til private eiere, vil dette forplante seg nedover i eierkjeden, som innebærer risiko for brudd på konsesjonslovgivningen.

3.4 Aksjonæravtalen i Å Energi AS og gjennomstrømningsprinsippet

Å Energi AS har to aksjeklasser, A-aksjer og B-aksjer. B-aksjene er fritt omsettelige, og det foreligger verken forkjøpsrett eller krav til samtykke for overføring. A-aksjene skal sikre at Selskapet til enhver tid oppfyller konsesjonskravene for vannfallsrettigheter tilknyttet offentlig eierskap.

I aksjonæravtalen i Å Energi AS punkt 9 er det tatt inn særlige omsetningsbegrensninger som skal sikre oppfyllelse av kravet om offentlig eierskap etter vannfallrettighetslovens § 5. Partene i aksjonæravtalen – herunder Vardar– er blant annet forpliktet til å ikke foreta disposisjoner som forringer de andre eiernes muligheter til å fritt omsette sin andel av B-aksjene. Det betyr at en eier i Å Energi AS ikke kan få et direkte eller indirekte innslag av privat eierskap uten først å båndlegge sine egne B-aksjer i et slikt antall andre partenes muligheter til å disponere over sin andel av B-aksjene ikke begrenses.

3.5 Gjennomstrømningsprinsippet og endringer i aksjonæravtalen og vedtektene i Vardar

Dersom eierkommunene Vardar i fremtiden skulle ønske å åpne for privat eierskap krever det endringer både i vedtektene og aksjonæravtalen i Vardar.

For å kunne være trygge på at kravet om offentlig eierskap både i Vardar og i Å Energi AS til enhver tid er oppfylt og at en enkelt eiers salg til private (eller overføring av aksjer til et investeringsselskap med privat eierskap) ikke forringer andres muligheter til å disponere over aksjene sine, måtte det blant annet tas inn regler i vedtektene og aksjonæravtalen til Vardar om:

- To aksjeklasser – der A- aksjene (to tredjedeler) kun kan eies av offentlige eiere og B-aksjene er fritt omsettelige (en tredjedel)
- Båndlegging av B-aksjer på samme måte som i aksjonæravtalen til Å-energi
- Rapporteringsplikt der alle eierendringer meldes inn slik at Vardar til enhver tid kan vedlikeholde sine oversikter over relevante eierforhold
- Regler om konsekvenser for eierkommunene ved mislighold på plikt til båndlegging