

Notat

Ansvarlig advokat: Håkon Sandbekk

Til: Skien, Porsgrunn og Bamble kommune

Fra: Advokatfirmaet Selmer AS v/Håkon Sandbekk

Dato: 15. mai 2026

Emne: **Skagerak Energi AS — forslag om innføring av skjerpet avkastningskrav via generalforsamlingsvedtak**

Vår ref.: 14511834

1 INNLEDNING

Skagerak Energi AS («Selskapet») eies av Statkraft Industrial Holding AS (66,62 %), Skien kommune (15,21 %), Porsgrunn kommune (14,83 %) og Bamble kommune (3,34 %). Statkraft har alminnelig flertall på generalforsamlingen, men under 2/3 flertall. Skien, Porsgrunn og Bamble kommune omtales heretter samlet som "eierkommunene".

Statkraft vedtok i 2019 og 2021 nye avkastningskrav for sin egen virksomhet, der investeringer må ha en forventet avkastning utover WACC (WACC multiplisert med 0,125). Statkraft ønsker å innføre tilsvarende krav i Selskapet. På styremøte 2. desember 2025 ble forslaget fremmet av Statkraft, men trukket da det møtte motstand fra øvrige styremedlemmer. Saken ble deretter tatt opp til ny behandling på styremøte 7. mai, hvor det ble flertall mot forslaget. De kommuneoppnevnte og ansattevalgte representantene mente kravet var unødvendig fordi Selskapet bør stå fritt til å investere i alle prosjekter med forventet avkastning lik eller høyere enn WACC.

Slik vi oppfatter det, er sakens kjerne en interessekonflikt hvor Statkraft som hovedaksjonær forsøker å gjennomtvinge sitt syn på investeringspolitikken via generalforsamlingen, på tross av at styreflertallet har vurdert og avvist innføring av et skjerpet avkastningskrav. Vi er bedt om å vurdere om Statkraft har rettslig adgang til dette.

2 OPPSUMMERING OG ANBEFALING

Etter vårt syn finnes det argumenter for at eierkommunene kan bestride et slikt vedtak. Generalforsamlingen er selskapets øverste organ og har som utgangspunkt instruksjons- og omgjøringsmyndighet overfor styret, men

forvaltningen av selskapet hører under styret. Et absolutt avkastningskrav som binder styret i alle fremtidige investeringsaker, fratrar styret dette skjønnet.

Vedtaket er også vanskelig å forene med anerkjente prinsipper for eierstyring (NUES og KS), som forutsetter at eierne styrer gjennom valg av styre, ikke gjennom å detaljinstruere et styre de er uenige med. I tillegg forutsetter Aksjonærvtalens punkt 3.1 at investeringspolitikken skal baseres på «omforente forretningsmessige prinsipper», og gir eierkommunene vetorettigheter i investeringsaker. Videre fremgår det av samme punkt at Statkraft betrakter Selskapet som utgangspunkt for sin videre ekspansjon i regionen, og at det i den forbindelse vil støtte Selskapet finansielt.

På denne bakgrunn anbefaler vi at eierkommunene samordner seg, stemmer imot vedtaket dersom Statkraft fremmer det, og tar forbehold om å bestride vedtakets gyldighet.

Nedenfor gjennomgår vi mulige grunnlag for å avvise Statkrafts forslag i mer detalj.

3 VEDTEKTENE

Vedtektene § 3 angir at Selskapets virksomhet er produksjon, omsetning og overføring av elektrisk kraft og annen energi, og at Selskapet skal legge vekt på pålitelighet, langsiktig verdiskapning og utvikling av kompetanse. Det er en målsetning at Selskapet skal være et av de ledende selskaper for ledningsbunden energiforsyning i Norge.

Vedtektene gir ingen særskilt hjemmel for generalforsamlingen til å fastsette rammer for investeringspolitikken. Det vedtektsfestede formålet om «langsiktig verdiskapning» og ambisjonen om å være «ledende» gir likevel et tolkningsbidrag: et sjablonmessig avkastningskrav som andre markedsaktører ikke anvender, vil gjøre at Selskapets evne til å konkurrere om attraktive investeringer blir svekket, og kan stenge for investeringer med positiv nåverdi som styret anser verdiskapende. Dette kan hevdes å stride mot vedtektenes formål.

4 AKSJELOVENS GRENSER FOR GENERALFORSAMLINGENS INSTRUKSJONSMYNDIGHET

Det følger av aksjeloven at forvaltningen av selskapet hører under styret. Styret skal sørge for forsvarlig organisering av virksomheten og i nødvendig utstrekning fastsette planer og budsjetter for selskapets virksomhet. I forarbeidene til aksjeloven (NOU 1996: 3, i merknadene til § 4-1) pekes det på at instruksjonsmyndigheten «kan stå i et visst motsetningsforhold» til denne rollefordelingen, men at den eksisterer innenfor rammen av styrets selvstendige forvaltningsansvar.

Det er denne grensdragningen som er avgjørende. En overordnet eierforventning om avkastningsnivå gir styret et styringssignal det kan operasjonalisere innenfor sitt forvaltningsansvar. Et absolutt, mekanisk krav som binder styret i enhver fremtidig investering, er noe annet. Dersom kravet vedtas som en absolutt norm, må styret avvise enhver investering som ikke passerer terskelen, uavhengig av om styret anser investeringen som forsvarlig og i Selskapets interesse. Etter vår vurdering har styret plikt til å foreta en selvstendig vurdering av om investeringen er forretningsmessig begrunnet og i Selskapets interesse, og beslutte å gjennomføre den uten at dette vil innebære et brudd på aksjeloven. Styret kan ikke unnlate å gjøre en forsvarlig vurdering på grunn av krav som ønskes innført av enkeltaksjonærer.

Det følger videre av aksjeloven § 5-21 at generalforsamlingen ikke kan treffe noen beslutning som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning (den såkalte "generalklausulen"). Høyesterett har i HR-2020-1947-A slått fast at aksjeloven må suppleres med en ulovfestet

lojalitetsplikt, og at generalklausulene og lovens øvrige regler om minoritetsvern er et naturlig utgangspunkt for lojalitetspliktens innhold.

Ved vurderingen av en flertallsaksjonærs handlemåte kan beslutninger i andre konsernselskaper som flertallsaksjonæren kontrollerer, tas i betraktning. Her er avkastningskravet nettopp utarbeidet for Statkraft-konsernets interne formål og søkes pålagt Selskapet for å bringe det i samsvar med Statkrafts egne prinsipper.

Spørsmålet er om vedtaket innebærer en urimelig fordel for Statkraft på bekostning av Selskapet eller de øvrige aksjonærene. Det kan anføres at en konsekvens av vedtaket vil kunne være at Selskapet går glipp av lønnsomme investeringer med positiv nåverdi, og at Selskapet gjennom å benytte et sjablonmessig tillegg som rammer alle investeringer likt uavhengig av den faktiske risikoen, systematisk taper investeringsmuligheter og vil stå svakere i konkurranse om attraktive prosjekter med flere budgivere. Over tid er dette egnet til å redusere verdiene i Selskapet. Dette er spesielt betenkelig i et datterselskap som ikke er heleid og hvor styret og minoritetsaksjonærene har et annet syn på avkastningskrav og risiko enn Statkraft. I denne sammenheng kan det bemerkes at Statkraft har minoritetsposter i andre regionale kraftselskaper (Evinoy og Å Energi) hvor Statkraft ikke alene vil kunne gjennomtvinge tilsvarende avkastningskrav. Disse selskapene vil dermed kunne operere med lavere avkastningskrav enn Selskapet, og vil i så fall stå bedre rustet i konkurransen om attraktive investeringsmuligheter i regionen. Selv om dette er et noe hypotetisk scenario, illustrerer det at vedtaket kan medføre en konkurransemessig ulempe for Selskapet sammenlignet med sammenlignbare aktører i samme marked. Det er likevel vanskelig å argumentere godt for at vedtaket gir Statkraft en urimelig fordel. Statkraftkonsernet selv benytter det samme høye avkastningskravet og vil dermed ikke selv være den aktøren som vil kunne overby Selskapet i budprosesser. Oppsummeringsvis mener vi det er tvilsomt om en beslutning som foreslått vil være i strid med generalklausulen i aksjeloven § 5-21 eller den ulovfestede lojalitetsplikten.

5 PRINSIPPER FOR EIERSTYRING OG SELSKAPsledelse

Den aksjerettslige vurderingen kan suppleres av anerkjente prinsipper for eierstyring og selskapsledelse. Den norske anbefalingen for eierstyring og selskapsledelse (NUES¹) trekker opp en klar rolledeling mellom aksjeeiere, styre og daglig ledelse, og legger stor vekt på styrets uavhengighet og likebehandling av aksjeeiere. Statkraft informerer på sine egne hjemmesider om at konsernet følger Statkraft følger NUES, men med avvik som følge av at selskapet ikke er børsnotert².

KS' anbefalinger for kommunalt eide selskaper vektlegger tilsvarende klarhet i roller og at eierstyring bør skje gjennom overordnet mål- og rammestyling, ikke gjennom detaljstyring av driften. Forarbeidene til lov om interkommunale selskaper (Ot.prp. nr. 53 (1997-98)) fremhever at en for detaljert styring av driften ikke passer med den rollefordelingen aksjeloven legger opp til, og at eier kan risikere erstatningsansvar dersom eieren i praksis overtar den reelle styringen.

Et vedtak der Statkraft bruker generalforsamlingsflertallet til å gjennomtvinge et avkastningskrav som styreflertallet og minoritetsaksjonærene har avvist, er vanskelig å forene med disse prinsippene. Lovens system og eierstyringsprinsippene peker i samme retning: Statkrafts rette virkemiddel ved grunnleggende uenighet om investeringspolitikken vil være å foreslå generelle målsettinger og strategier som det oppnås enighet om blant et flertall i styret, ikke å instruere et motvillig styre gjennom generalforsamlingsvedtak.

¹ NUES har følgende medlemmer: Den norske Revisorforening, Eierforum, Finans Norge, Norske Finansanalytikeres Forening, Næringslivets Hovedorganisasjon, Oslo Børs, Pensjonskasseforeningen og Verdipapirfondenes forening, og anses som den ledende norske anbefalingen om god eierstyring.

² <https://www.statkraft.no/investorer/eierstyring-og-selskapsledelse/>

6 AKSJONÆRAVTALEN

Aksjonæravtalen er et privatrettslig avtaledokument mellom aksjonærene og er ikke selskapsrettslig bindende. Et brudd på aksjonæravtalen har dermed ikke direkte betydning for gyldigheten av vedtak truffet av styret eller generalforsamlingen. Aksjonæravtalen kan imidlertid gi grunnlag for misligholdsbeføyelser mellom avtalepartene, og bestemmelsene i avtalen er relevante som tolkningsbidrag ved vurderingen av hva aksjonærene har forutsatt om styringen av Selskapet.

I aksjonæravtalens punkt 3.1 er det fastsatt at "*Statkraft betrakter Selskapet som utgangspunkt for sin videre ekspansjon i regionen, og vil i den forbindelse støtte Selskapet finansielt og på andre måter gjennom nødvendig kapitaltilførsel, kompetanse og andre tiltak som ytterligere styrker Selskapets muligheter for å ta en slik aktiv, ekspansiv rolle som beskrevet ovenfor – forutsatt at Selskapets ekspansjon er basert på omforente forretningsmessige prinsipper som medfører at punkt 4.2 (vi) ikke aktualiseres.*" Bestemmelsen har to sider som er relevante for vurderingen. For det første har Statkraft forpliktet seg til å støtte Selskapets ekspansjon i regionen. Et avkastningskrav som medfører at Selskapet må avvise investeringer med positiv nåverdi, vil kunne hemme nettopp den ekspansjonen Statkraft har forpliktet seg til å understøtte. For det andre forutsetter bestemmelsen at Selskapets ekspansjon skal baseres på «omforente forretningsmessige prinsipper». At prinsippene skal være «omforente» innebærer etter en naturlig språklig forståelse at investeringskriteriene skal hvile på enighet mellom aksjonærene, og ikke ensidig fastsettes av Statkraft gjennom et generalforsamlingsvedtak. Vår vurdering er at en ensidig innføring av det foreslåtte avkastningskravet vil være i strid med punkt 3.1 i aksjonæravtalen.

Aksjonæravtalens punkt 3.6 fastsetter videre at *Selskapets virksomhet «fullt ut skal baseres på forretningsmessige prinsipper», og at Selskapets strategi skal være «langsiktig økning av verdiene i Selskapet, herunder gjennomføring av naturlige ekspansive tiltak innenfor nettvirksomhet og kraftproduksjonsvirksomhet i regionen».* Et sjablonmessig avkastningskrav som medfører at Selskapet systematisk må avvise investeringer med positiv nåverdi, er vanskelig å forene med kravet om at virksomheten skal baseres på forretningsmessige prinsipper og med den vedtatte strategien om langsiktig verdiøkning gjennom ekspansive tiltak i regionen. Også på dette punktet mener vi at Statkrafts forslag kan komme i konflikt med aksjonæravtalen.

7 STATKRAFTS FORPLIKTELSER SOM STATLIG EID SELSKAP

Statkraft er et helstatlig selskap. I Eierskapsmeldingen (Meld. St. 6 (2022–2023)) har staten fastsatt prinsipper for god eierstyring som statlige selskaper forventes å etterleve, herunder at styret skal ha handlefrihet til å ivareta selskapets og samtlige aksjeeieres interesser, og at aksjonærer skal likebehandles. En fremgangsmåte der Statkraft som hovedeier bruker stemmeflertallet til å overkjøre et styre bestående av kommuneoppnevnte og ansattevalgte representanter, for å gjennomtvinge et konserninternt krav styret har avvist, kan oppfattes som i strid med disse prinsippene.

Saken vil trolig vekke offentlig interesse. En konflikt der et statlig selskap overprøver lokalt forankret styreskjønn, er av en type som tiltrekker seg medieoppmerksomhet og kan påvirke Statkrafts omdømme som samarbeidspartner i tilsvarende eiersamarbeid med kommuner og andre offentlige aktører.

8 AVSLUTNING

Etter vårt syn er det høyst usikkert om Selskapets generalforsamling kan vedta et absolutt avkastningskrav som binder styret i alle fremtidige investeringsbeslutninger. Derimot kan eierne innføre generelle prinsipper som fungerer som mål og retningslinjer for styret, for eksempel gjennom et eierstrategidokument.

Styret vil uansett ha plikt til å foreta selvstendige vurderinger. Et vedtak på generalforsamling som foreslått griper inn i styrets lovpålagte forvaltningsansvar etter aksjeloven § 6-12, er vanskelig å forene med anerkjente prinsipper for eierstyring. At Statkraft forsøker å gjennomtvinge sitt syn via generalforsamlingen etter at styreflertallet har avvist kravet, forsterker de rettslige betenkelighetene.

Vi anbefaler at eierkommunene drøfter saken med sikte på en felles posisjon, og i første omgang søker dialog med Statkraft med utgangspunkt i Aksjonæravtalens forutsetning om omforente prinsipper. Dersom Statkraft likevel fremmer saken på generalforsamlingen, bør eierkommunene stemme imot, sørge for at begrunnelsen protokolleres, og ta forbehold om å bestride vedtakets gyldighet med henvisning til de generelle styringsprinsippene i aksjeloven og Aksjonæravtalen.

Advokatfirmaet Selmer AS

Håkon Sandbekk

Advokat/partner