

**NOTAT**

---

<b>Ansvarlig advokat</b>	Kristin Normann
<b>TIL</b>	Nærings- og handelsdepartementet
<b>FRA</b>	Advokatfirmaet Selmer DA v/ advokat dr. juris Kristin Normann og advokatene Dag Erik Rasmussen og Sverre S. Tysland
<b>Dato</b>	3. august 2007
<b>EMNE</b>	<b>NORSK HYDRO ASA – AVVIKLINGEN AV SELSKAPETS OPSJONSAVTALER</b>
<b>VÅR REF.</b>	597597

---

**1 OPPDRAGET**

Vi viser til telefonhenvendelse fra Nærings- og handelsdepartementet 27. juli 2007 og departementets brev av 30. juli 2007 hvor vi ble bedt om å foreta en juridisk vurdering av nærmere angitte spørsmål for staten som aksjeeier i Norsk Hydro ASA (Hydro).

Dette notatet bygger på opplysninger om opsjonsprogrammene i Hydro gitt i note 4 til konsolidert regnskap i selskapets årsberetning for 2006 og andre faktiske forhold slik de er kunngjort av Hydro i børsmeldinger og pressemeldinger. For å kunne gi mer utfyllende svar på de spørsmål departementet har stilt, har vi rettet en henvendelse til Hydro ved styrets leder, Jan Reinås, med nærmere angitte spørsmål. Henvendelsen ble besvart i brev av 2. august 2007. I tillegg har vi innhentet ekstern finansfaglig bistand fra Arctic Securities ASA (Arctic) og First Securities ASA (First).

**2 BAKGRUNN**

Siden 2001 har Hydro hatt ordninger med aksjekursbasert godtgjørelse (opsjonsprogrammer) for konsernets toppledere. Slike opsjonsprogrammer er ikke uvanlige for internasjonale børsmeldte selskaper. Statoil ASA har ikke tilsvarende ordninger.

Hydros opsjonsprogrammer er basert på aksjekursutviklingen på selskapets aksjer. For opptjente opsjoner som innløses, utbetales et kontantvederlag basert på forskjellen mellom en definert inngangsverdi og en markedsbasert utgangsverdi. Det utstedes ikke aksjer fra selskapet ved den berettigedes innløsning av opsjonen. Rettighetene kalles gjerne ”syntetiske aksjeopsjoner”.

Ved børsmelding 25. juli 2007 opplyste Hydro at alle rettigheter etter tidligere tildelte aksjekursbaserte opsjonsprogrammer innløses og avvikles med en kompensasjon på til

sammen NOK 210 millioner.<sup>1</sup> Beløpet omfatter rettigheter tildelt 35 ledere over fire år, fra og med 2003 til og med 2006. Innløsning og avvikling er gjort gjeldende for alle berettigede uavhengig av om de skal overføres StatoilHydro ASA (StatoilHydro) eller forsetter sitt arbeidsforhold i Hydro.

I media er det etter nevnte børsmelding reist tvil om Hydros måte å innløse og avvikle opsjonsprogrammene på er lovlig. Det er hevdet at innløsningen og avviklingen krever godkjennelse av selskapets generalforsamling. Ved selskapets ordinære generalforsamling 8. mai i år ble det opplyst at det ikke ville bli fremmet forslag om tildeling av nye opsjoner. Ved behandlingen og godkjennelsen av sammenslåingsplanen i den ekstraordinære generalforsamlingen 5. juli i år ble ikke innløsning og avvikling av ordningene spesielt behandlet, verken den innløsning eller avvikling som ville være en nødvendig følge av sammenslåingen eller den fullstendige innløsning og avvikling som nå er vedtatt i Hydros styre.

I pressemelding 27. juli 2007 fastholder Hydro at styret ikke har handlet i strid med allmennaksjeloven ved beslutningen om å innløse tidligere tildelte opsjoner til Hydros ledelse. Det er opplyst at dette er konklusjonen i en vurdering som selskapets juridiske avdeling har foretatt med bistand fra ekstern juridisk kompetanse.

### 3 AVTALERETTSLIGE FORHOLD

Styret hadde i utgangspunktet ikke anledning til å endre eller avslutte opsjonsavtalene. Det fremgår uttrykkelig av avtalene som gjelder for opsjoner tildelt i 2003 at rettighetene generelt ikke kan endres til ugunst for de ansatte. Avtalene for de øvrige år inneholder ikke uttrykkelige bestemmelser om dette generelle spørsmål, men styret har lagt til grunn at det følger av alminnelige kontraktsrettslige prinsipper at de ansattes rettigheter ikke kan endres til de ansattes ugunst uten deres samtykke. Vår vurdering er at dersom styret ensidig skulle kunne endre avtalene, måtte dette ha fremgått uttrykkelig av disse.

For å avvikle opsjonsavtalene, var det følgelig nødvendig å kompensere tilbaketrekingen av rettighetene. Avtalerettslig er det ikke noe til hinder for at de berettigede helt eller delvis kunne ha frasagt seg økonomisk kompensasjon. Styret måtte i så fall vurdert en slik løsning i et forretningsmessig lys.

Fra og med 2004 er forholdet til fusjon og fisjon (ved en fortsettelse av opsjonsprogrammet i den gjenværende virksomheten) nærmere regulert i avtalene på følgende måte:

*"In the event of any company law changes to Norsk Hydro ASA, such as demerger, merger, reduction of capital, share split or share splice, the number of options allotted and/or the*

---

<sup>1</sup> Beløpet omfatter både *innløsning* av opptjente opsjoner, som kan utøves per i dag, og *avvikling* av opsjoner som enda ikke har nådd første utøvelsesdato. Hydros opplysning i børsmeldingen av 25. juli 2007 om at avviklingen innebærer en resultatbelastning på NOK 62 millioner i tredje kvartal, korresponderer tilsynelatende ikke helt med at løpende opsjonsforpliktelser måles til virkelig verdi, formodentlig med nødvendige avsetninger, ved utløpet av hver regnskapsperiode. Avviket kan i hovedsak skyldes at løpende kostnadsføring i henhold til anvendte regnskapsprinsipper har vært begrenset til opsjoner som alt kan utøves, mens avviklingskostnaden også omfatter opsjoner som man enda ikke har fått rett til å utøve. Vi har ikke nærmere opplysninger som kan belyse dette, men forholdet har ikke betydning for våre vurderinger.

*Exercise Price shall be adjusted as the Company's Board deems to reasonably maintain the principle of Option Holders having exposure to a value development reflecting that of the shareholders. Option Holders shall be notified of any such adjustment."*

Situasjonen ved salg av virksomhet for den enkelte opsjonsinnehaver er regulert i opsjonsavtalene som følger:

*"If the Option Holder's employment relationship ends as a result of*

- ...
- ...
- ...
- ...
- *Ownership of the company/operation in which the Option Holder is employed changing, excluding demerger, in such a way as Hydro no longer has determining influence or more than 50 % ownership (cf. the Public Limited Companies Act § 1-3), the Option Holder (or the Option Holder's estate) may exercise the allotted options within 12 months of the date of retirement, change of ownership or death, regardless of the conditions laid down in the first sentence of section 4.b. Options that are not exercised within this deadline will automatically become invalid. In the cases listed above in this paragraph, the Option Holder (or the Option Holder's estate) is not obliged to invest the Net Profit in Hydro shares. The restriction on the amount of Profit in relation to salary, cf. section 4.c. applies in so far as the total Profit on the exercise of options in the 12 month period in question may not exceed the Option Holder's gross annual salary, excluding bonus and additional benefits, at the time of retirement/change in company ownership. In case of demerger, the rules defined in this paragraph applies, unless the Board of Directors of Norsk Hydro ASA decides differently".*

Etter det Hydro i sitt brev til oss har opplyst inngikk ikke den siste setningen i avtalene fra 2004, men ble tatt inn i 2005 og videreført i 2006.

Ved fisjon av Hydro i forbindelse med sammenslåingen av Hydros petroleumsvirksomhet med Statoil ASA vil den langt største delen av Hydros virksomhet bli utskilt. Det ville ha vært teknisk mulig å videreføre ordningen for opsjonsinnehaverne som fortsatte sitt arbeidsforhold i Hydro. Dette er det tatt høyde for i avtalene fra og med 2004, jf. sitatet ovenfor.

I følge Hydros opplysninger til oss la styret blant annet til grunn at ordningen på grunn av den nye sammensetningen av Hydros virksomhet ville endre grunnleggende karakter. Et annet element i styrets helhetsvurdering var at styret ønsket å behandle opsjonsinnehaverne likt uavhengig av om de ville bli overført til StatoilHydro eller ville fortsette i Hydro etter fusionsfusjonen.

En videreføring for de ledere som fortsetter sitt arbeidsforhold i Hydro ville innebære et opsjonsprogram som staten under nåværende regjering ikke ønsker i selskaper der staten er en betydelig eier. For opsjoner tildelt i 2006, med tre års opptjeningstid og deretter tre års utøvelsesperiode, ville opsjonsprogrammene i tilfelle ha vedvart til 2012. Dersom opsjonsprogrammene skulle løpe videre for de ledere som fortsetter sitt ansettelsesforhold i Hydro, ville styret måtte ha tatt stilling til nødvendige endringer i tråd med de tidligere

inngåtte avtaler. Når styret velger å foreta en fullstendig avvikling av samtlige opsjonsavtaler, forutsetter dette aksept fra samtlige berettigede.

#### **4 LEDERE SOM OVERFØRES TIL STATOILHYDRO**

Etter arbeidsmiljøloven § 16-2, har ledende ansatte, i likhet med andre ansatte, i Hydro som overføres StatoilHydro krav på å beholde sine lønns- og arbeidsvilkår.<sup>2</sup> De individuelle lederlønsavtalene med aksjekursbasert godtgjørelse vil imidlertid ikke kunne videreføres for de ledere som tiltrer stillinger i StatoilHydro, dels fordi de aktuelle opsjonsprogrammene er bundet til Hydro-aksjen og et ansettelsesforhold i Hydro og dels fordi Statoil ikke har slike ordninger. Det er heller ikke lagt opp til slike opsjonsprogrammer i StatoilHydro.

Verken lovbestemmelser for virksomhetsoverdragelser eller sammenslåingsplanen for StatoilHydro regulerer den konkrete håndtering av aksjekursbasert opsjonsprogrammer for de berørte Hydro-ledere. Etersom Statoil ikke har, og det for StatoilHydro ikke er lagt opp til lignende opsjonsprogrammer, er en avvikling en nødvendig konsekvens for disse Hydro-lederne. Med den avvikling som har funnet sted, vil ledende ansatte i Hydro som overføres StatoilHydro ikke lenger ha et slikt opsjonsprogram som del av sine individuelle lønns- og arbeidsvilkår, og de kan følgelig heller ikke kreve tilsvarende som del av sine lønns- og arbeidsvilkår i StatoilHydro.

Som det fremgår av avtalesitatene i punkt 2 ovenfor, har opsjonsinnehaverne som overføres til StatoilHydro – i henhold til opsjonsprogrammene fra og med 2004 – en særskilt rett til å utøve tildelte opsjoner innen 12 måneder etter sammenslåingens gjennomføring, med mindre styret bestemmer annerledes. Vi noterer som styrets oppfatning at styret likevel ikke kunne foreta endringer til ugunst for de opsjonsberettigede. Ensidig endring til ugunst for de berettigede var uansett avskåret for opsjoner tildelt i 2003 i henhold til avtalenes ordlyd. Styrets rettsoppfatning og hensynet til å kunne behandle avviklingen for alle programmene under ett, er etter vår oppfatning forsvarlig. For øvrig er praksis i slike tilfeller at denne type ordninger enten søkes avvirket eller konvertert til en ny ordning.

#### **5 STYRETS KOMPETANSE ETTER ALLMENNAKSJELOVEN VED BEHANDLINGEN AV AKSJEKURSBASERTE GODTGJØRELSER**

Hydros opsjonsprogrammer er etablert ved styrevedtak. Etersom det har dreid seg om aksjekursbasert kontantvederlag og ikke rett til aksjer, var det i henhold til dagjeldende regler ikke nødvendig å innhente generalforsamlingens godkjenning.

I henhold til allmennaksjeloven § 6-16 a første ledd nr 3 og § 5-6 tredje ledd siste punktum, som trådte i kraft 1. januar i år, må

*”[T]ildeling av ... opsjoner og andre former for godtgjørelse som er knyttet til aksjer eller utviklingen av aksjekursen i selskapet... godkjennes av generalforsamlingen.”*

---

<sup>2</sup> For Statoil-ansatte følger dette av allerede inngåtte avtaler mellom Statoil som arbeidsgiver og hver enkelt ansatt.

Eventuell etablering av en ny aksjekursbasert ordning i Hydro eller StatoilHydro vil måtte godkjennes i disse selskapers respektive generalforsamlinger.

Endring av en eksisterende ordning kan etter omstendighetene innebære ny ”tildeling” som etter nevnte lovbestemmelser vil måtte godkjennes av generalforsamlingen. Ordinær innløsning i henhold til eksisterende programmer, enten programmet er etablert før eller etter 1. januar i år, vil på den annen side kunne skje uten generalforsamlingens godkjenning.

Spørsmålet er om selve avviklingen av Hydros opsjonsprogrammer er gjort på en slik måte at generalforsamlingens forhåndsgodkjenning var nødvendig. Ordlyden i § 6-16 a første ledd nr. 3 angir at dette punktet gjelder ”tildeling” av denne type ordninger. Når en tidligere etablert ordning *avvikles* før tiden, dreier det seg etter vår vurdering om noe annet enn *tildeling* av opsjoner og andre former for godtgjørelse som er knyttet til utviklingen av aksjekursen. Dersom selve avviklingen følger etablerte bestemmelser i opsjonsprogrammene, kan kompensasjonen ved avviklingen under ingen omstendighet regnes som ny tildeling etter nevnte lovbestemmelse.

Det er kommet uttalelser i media hvor det argumenteres for at en endring av en tidligere inngått avtale kan innebære en ny avtaleinngåelse, i alle fall så lenge endringen er så omfattende at den krever begge parters samtykke. Resonnementet er tilsynelatende også at fordi størrelsen av den engangsutbetalingen som styret har lagt til grunn er knyttet til verdien av selskapets aksjer, vil endringsavtalen kreve generalforsamlingens samtykke etter den nye bestemmelsen i allmennaksjeloven § 6-16 a første ledd nr. 3.

Avvikling med en engangsutbetaling – som en førtidig innløsning med de berettigtes aksept – må etter vår vurdering kunne skje uten å innhente generalforsamlingens samtykke, i det ingen ny tildeling i lovens forstand finner sted. En kontantutbetaling basert på den markedsmessige nåverdien av rettighetene som kompensasjon for å få avsluttet et opsjonsprogram vil ikke være i strid med lovens ordlyd og vil derfor kunne besluttes av styret.

Hydros utbetaling ved avviklingen vil for flere ledes vedkommende overstige ett års fastlønn. For Hydros opsjonsprogrammer de seneste årene kunne ikke ett års utbetaling ved innløsning av opsjoner overstige lederens faste årslønn. Det kan reises spørsmål om en større engangsutbetaling i avviklingsåret vil innebære at det etableres en ny godtgjørelse til erstatning for den gamle, og spørsmålet er da om denne engangsutbetalingen faller innenfor § 6-16 a første ledd nr. 3 og må godkjennes av generalforsamlingen. Som en engangsgodtgjørelse som gjøres opp straks og ikke blir en fortsatt aksjekursbasert forpliktelse for selskapet fremover, er det vår vurdering at en slik utbetaling faller utenfor denne lovbestemmelsen. Om kompensasjonen hadde blitt fordelt over flere år for å unngå enkeltutbetalinger utover én årslønn, ville selskapets forpliktelse blitt stående i noe tid. Men likevel ville forpliktelsens innhold og omfang ikke være knyttet til faktisk fremtidig aksjekursutvikling og faller følgelig utenfor § 6-16 a første ledd nr. 3.

Når det for øvrig gjelder effekten av årslønnsbegrensningen i opsjonsprogrammene uttaler Arctic til oss:

*”Effekten av lønnsbegrensningene gir rom for skjønn om fremtidig lønnsutvikling. I tillegg kan man ha ulike forventninger om hvilke preferanser en leder vil ha mht. å ta ut en*

*opsjonsverdi nå, ulike forventninger om man vil nå beregningstaket, m.v. Dette gir rom for skjønn og ulike vurderinger i en forhandling. Under spesielle vilkår kan opp mot 1/3 av opsjonsverdien bortfalle som følge av lønnstaket. Under andre vilkår kan hele opsjonsverdien tas ut fordi lederen har riktige forventninger om kursutviklingen. I alle de tre tilfellene vi har vurdert<sup>3</sup>, vil det under gitte forutsetninger være mulig for lederen å ta ut hele verdien av opsjonsordningen selv om det eksisterer et lønnstak som angitt. Dette skyldes at opsjonstaket ikke omfatter alle ordningene, og at den reelle uttaksperioden fremover er seks inntektsår. Vi vil likevel nevne at lønnsbegrensningen ikke ligger veldig langt unna den teoretiske verdien ordningene er beregnet å ha. Dette illustrerer at opsjonsordningen kan ha utspilt sin rolle som effektivt insentivsystem. Det er en normal kritikk mot opsjonsordninger at de oppfordrer ledelsen til å ta større risiko enn hva som er i aksjonærenes interesse, fordi økt volatilitet øker den teoretiske verdien av opsjoner. Når man er i ferd med å nå opp mot et inntektstak, får ordningen imidlertid den helt motsatte effekt – nå vil opsjonsinnehaveren ha mer å tjene på å unngå kursfall, og få en stabil kursutvikling. Da vil man potensielt søke mindre risiko enn aksjonærene ville ønske. ”*

Hydro opplyser i sitt brev til oss at Black-Scholes modell for opsjonsprising er benyttet ved beregningen av kontantvederlaget ved avviklingen av opsjonsprogrammet. Den beregnede kompensasjonen kan følgelig sies å være knyttet til utvikling av aksjekursen. Tildeling av godtgjørelser knyttet til selskapets aksjer eller utviklingen av aksjekursen skal som nevnt forhåndsgodkjennes av generalforsamlingen.

Spørsmålet er følgelig om selve beregningen av kontantutbetalingen, der rettighetenes nåverdi nødvendigvis må reflektere fremtidig kursutviklingspotensial og -risiko, krever en godkjenning i generalforsamlingen. Tilknytningen til aksjekursen gjelder bare selve beregningen som støtte for å komme frem til størrelsen på en kompensasjon for å avslutte et opsjonsprogram. Den aktuelle kursbaserte godtgjørelsen inngår ikke i noen ny ”tildeling”. Selskapet pådras ikke nye opsjonsforpliktelser. Nåverdien av rettighetene med dagens bilde av fremtidig kursutvikling fremkommer ved hjelp av Black-Scholes modell, mens opsjoner eller annen godtgjørelse knyttet til den faktiske fremtidige kursutvikling, som den måtte vise seg å bli, ikke inngår i noen forpliktelse for selskapet. En naturlig språklig fortolkning av bestemmelsens ordlyd taler følgelig for at avviklingen ikke omfattes av allmennaksjeloven § 6-16 a første ledd nr. 3.

Forarbeidene til endringene i aksjelovene inneholder ingen uttalelser om avtaler om avvikling av eksisterende insentivordninger som er knyttet til utviklingen av aksjekursen i selskapet, er ment å skulle omfattes av § 6-16 a første ledd nr. 3. Fordi bestemmelsen er ny, finnes naturlig nok heller ingen rettspraksis på området. Forarbeidene inneholder imidlertid begrunnelsen for at bare denne type godtgjørelser krever generalforsamlingens samtykke, mens retningslinjene for fastsettelse av andre typer lønn og godtgjørelse bare skal forelegges generalforsamlingen til rådgivende avstemming, jfr. § 6-16 a annet ledd og § 5-6 tredje ledd. Disse uttalelsene kan gi en viss veiledning for løsningen av vårt spørsmål. I følge tidligere etablert insentivteori ble opsjoner benyttet for å sikre at ledelsen ikke forfulgte andre interesser enn det som er intensjonen fra eierne, nemlig å bidra til en positiv verdiutvikling på sikt. Tankegangen er relevant for alle typer insentivordninger som knyttes til utviklingen av selskapets aksjekurs. Denne type ordninger har en negativ side som er blitt mer fokusert de senere årene. Man antar

---

<sup>3</sup> Konsernsjef Reiten og konserndirektørene Torvund og Ottestad (vår tilføyelse)

at disse ordningene kan bidra til at ledelsen handler i strid med selskapets interesser for å berike seg selv, for eksempel ved å blåse opp regnskapene og gi markedet uriktig finansiell informasjon for å drive opp aksjekursen i selskapet. I tillegg kan ordningene bidra til at ledelsen søker å realisere kortsiktige mål fremfor å følge en strategi som gir langsiktig avkastning.<sup>4</sup> Disse hensynene blir i forarbeidene avveid mot hensynet til å la styret beholde fleksibilitet ved fastsettelsen av lederlønningene og er begrunnelsen for hvorfor bare de aksjebaserte ordningene krever generalforsamlingens uttrykkelige godkjenning.

Avvikling skaper ingen risiko for den type handlinger fra ledelsens side som denne bestemmelsen er ment å forhindre. Formålet bak § 6-16 a første ledd nr. 3 jfr. § 6-16 a annet ledd og § 5-6 tredje ledd er dermed et argument mot at avviklingen krever generalforsamlingens godkjenning og kan samtidig anvendes som argument for å avvikle eksisterende ordninger.

Det ligger innenfor styrets myndighet å godkjenne nye og høyere fastlønn som erstatning for avløsningen av opsjonsprogrammene. Dette taler også for at styret har anledning til å foreta en konkret verdiberegning som ledd i et separat avviklingsoppgjør. Etter vår vurdering innebærer ikke bruk av Black-Scholes modell for å beregne rettighetenes verdi, at avviklingsmåten faller inn under allmennaksjeloven § 6-16 a første ledd nr. 3 og slik sett skulle ha vært behandlet av selskapets generalforsamling.

Hydro bekrefter overfor oss at arbeidsplikten og investeringsplikten bortfalt ved avviklingen av opsjonsprogrammene og at disse forholdene ikke er tatt i betraktning ved beregningen av kontantvederlaget. Det kan hevdes at bortfallet av disse forpliktelsene uten reduksjon i vederlaget taler for at avviklingen i seg selv innebærer en ny avtale som omfattes av allmennaksjeloven § 6-16 a nr. 3. Bortfall av slike forpliktelser lar seg ikke kvantifisere i økonomisk verdi. Hvis bortfallet av arbeidsplikten skulle ha representert en lettelse av økonomisk verdi, ville det implisitt bety at samlet lønn for vedkommende opsjonsinnehaver er for lav. En investering i Hydroaksjer og et tilsvarende kontantbeløp er likeverdige økonomiske størrelser så lenge Hydroaksjen er markedsmessig priset. Etter vår vurdering kan disse forholdene ikke tillegges avgjørende vekt for spørsmålet om avtalen omfattes av allmennaksjeloven § 6-16 a første ledd nr. 3, jfr. annet ledd. Se forøvrig nærmere om dette i punkt 9 nedenfor.

Etter vår vurdering ligger den avtalte avviklingen av Hydros opsjonsprogrammer innenfor styrets kompetanse etter allmennaksjelovens regler. Det kan tenkes andre rettslige vurderinger av disse spørsmålene. Uansett så er det vår oppfatning at Hydrostyrets konklusjon er forsvarlig gitt det nåværende rettskildet bildet. Styrets vedtak om avviklingen av opsjonsprogrammet er gyldig inntil en domstol fastsetter noe annet i rettskraftig dom.

## **6 STYRETS ERKLÆRING OM FASTSETTELSE AV LØNN OG ANNEN GODTGJØRELSE TIL LEDENDE ANSATTE**

I forbindelse med avlegging av konsolidert regnskap for 2006 har Hydros styre redegjort for eksisterende prinsipper for fastsettelse av lønn og godtgjørelse til ledende ansatte, herunder aksjebaserte opsjonsprogrammer. Disse opplysningene er gitt i samsvar med

---

<sup>4</sup> Jfr. Ot.prp. nr. 55 (2005-2006) side 80 første spalte

regnskapsloven § 7-31 b, før denne bestemmelsen ble endret samtidig med innføring av allmennaksjeloven § 6-16 a. Plikten til å redegjøre for selskapets lederlønnspolitik i foregående regnskapsår i henhold til den nye bestemmelsen i § 6-16 a tredje ledd gjaldt ikke for Hydros ordinære generalforsamling 8. mai i år, jfr. overgangsbestemmelsene i lov om endringer i aksjelovgivningen 15. desember 2006 nr. 88 mv. avsnitt V. Når styrets redegjørelse for eksisterende ordninger er mer omfattende enn for de krav som gjelder etter regnskapsloven for 2006, skyldes dette trolig Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (ESL) punkt 12 (se nærmere punkt 7 nedenfor) og de krav til rapportering som Hydro er underlagt som følge av selskapets notering på New York Stock Exchange.

Styrets plikt etter § 6-16 a første og annet ledd til å avgi en erklæring om retningslinjer for fastsettelse av lønn og annen godtgjørelse gjelder "det kommende regnskapsåret". Det følger av forarbeidene til endringer i allmennaksjeloven at styrets erklæring kan behandles på den ordinære generalforsamlingen våren 2007. I motsetning til hva som gjelder for allmennaksjeloven § 6-16 a tredje og fjerde ledd er det ikke gitt egne overgangsbestemmelser for styrets plikt etter bestemmelsens første og annet ledd. Dette innebærer at de retningslinjene styret i Hydro fremla for "det kommende regnskapsåret" på ordinær generalforsamling i år gjelder for regnskapsåret 2008. En slik lovforståelse er også lagt til grunn av Justisdepartementets lovavdeling. På bakgrunn av at opsjonsprogrammene avvikles i 2007, skulle styret ha tatt med dette i sin lovpålagte erklæring om prinsipper for lederlønnfastsettelsen for 2008.

Et eget spørsmål er om styret ved avviklingen av opsjonsordningene har handlet i strid med det som tidligere er kommunisert i markedet og de opplysninger styret har gitt i selskapets årsberetning og årsregnskap. I note 4 til konsolidert årsregnskap for 2006 fremgår at *"opsjonseierne kan maksimalt utøve opsjoner i et kalenderår som gir utbetalinger tilsvarende opsjonseierens årlige fastlønn."* De utbetalinger som finner sted ved avviklingen er ikke utløst av at opsjonseiere utøver opsjoner, men skjer som en konsekvens av at ordningen avvikles. Samlet kompensasjon ved avviklingen av ordninger tildelt over i alt fire år må nødvendigvis kunne utgjøre mer enn den enkelte leders årlige fastlønn uten at dette kan anses å være i strid med det som tidligere er kommunisert til markedet.

## **7 NORSK ANBEFALING FOR EIERSTYRING OG SELSKAPSLEDELSE**

ESL punkt 12 inneholder en lignende bestemmelse som allmennaksjeloven § 6-16 a. I henhold til ESL punkt 12 bør retningslinjer for godtgjørelse til ledende ansatte fremlegges for generalforsamlingen til orientering. Opsjonsordninger og tildeling av aksjer til ansatte bør *forhåndsgodkjennes* av generalforsamlingen. ESL er basert på prinsippet om "følg eller forklar", jfr. ESL punkt 1. Dette innebærer at det skal inntas en forklaring i årsrapporten om hvorfor man eventuelt velger ikke å følge anbefalingen. ESL ble sist endret 28. november 2006, men allerede ESL 2004 inneholdt en tilsvarende bestemmelse som ESL 2006 punkt 12.

I Hydros årsrapport for 2006 er det inntatt en detaljert redegjørelse for godtgjørelse og aksjebasert kompensasjon til selskapets ledende ansatte. Redegjørelsen for den aksjebaserte ordningen er således fremlagt for generalforsamlingen som en orienteringssak, men er ikke fremlagt til godkjenning. Grunnen til at ordningen ikke er fremlagt for generalforsamlingen som en beslutningssak, kan trolig være at den ble etablert før 2004, og at de senere ordninger derfor vurderes å være en videreføring av tidligere etablerte opsjonsprogrammer.



I protokollen fra generalforsamlingen 8. mai i år fremgår i punkt 5 at styrets leder ”*opplyste i sitt innlegg at styret har vedtatt å ikke videreføre Hydros etablerte opsjonsordning.*” Vi oppfatter dette som en forklaring på hvorfor styret ikke på denne generalforsamlingen hadde fremlagt forslag om tildeling av nye opsjoner, som i tilfelle måtte godkjennes av generalforsamlingen i henhold til den nye bestemmelsen i allmennaksjeloven § 6-16 a første ledd nr. 3, jfr. § 5-6 tredje ledd siste punktum. Denne forståelsen støttes av selskapets pressemelding 27. juli 2007.

## **8 GENERALFORSAMLINGENS OG BEDRIFTSFORSAMLINGENS KOMPETANSE FØR LOVENDRINGEN 1. JANUAR 2007**

Som det fremgår i punkt 5 ovenfor, er vår konklusjon at avviklingen av Hydros opsjonsordninger reguleres av allmennaksjeloven slik den lød før § 6-16 a trådte i kraft 1. januar 2007.

Generalforsamlingen er selskapets øverste organ og kan som utgangspunkt instruere styret gjennom generelle retningslinjer og i enkeltsaker. Generalforsamlingen har også vid kompetanse til å omgjøre styrets vedtak. Daglig leder tilsettes av styret, jfr. allmennaksjeloven § 6-2 annet ledd første punktum. Før ikrafttreden av allmennaksjeloven § 6-16 a, hadde styret dessuten eksklusiv kompetanse til å fastsette daglig leders godtgjørelse. Dette ble ansett som en del av styrets tilsettingsmyndighet etter allmennaksjeloven § 6-2 annet ledd og representerte derfor en begrensning i generalforsamlingens generelle adgang til å instruere styret.

Det kan fastsettes i selskapets vedtekter at tilsettingsmyndighet skal tillegges bedriftsforsamlingen, jfr. allmennaksjeloven § 6-2 annet ledd annet punktum. Så lenge dette ikke er gjort i Hydros vedtekter, har bedriftsforsamlingen heller ingen myndighet til å instruere styret ved ansettelsen av daglig leder eller fastsettelsen av kompensasjonsordninger for daglig leder.

I henhold til allmennaksjeloven er styrets uttrykkelige kompetanse knyttet til ansettelse og avlønning av daglig leder. Det er likevel en utbredt praksis og i samsvar med ESL at opsjonsordninger for den øvrige ledelsen også fastsettes av styret. I ESL punkt 9 anbefales at styret benytter en kompensasjonskomité for å bidra til en grundig og uavhengig behandling av saker som gjelder godtgjørelse av ledende ansatte. Kompensasjonskomiteen sammensettes av styremedlemmer som er uavhengig av selskapets administrasjon. Hydro har en vedtektsfestet ordning med kompensasjonskomité.

## **9 STYRETS HANDLINGSROM VED FASTSETTELSE AV KOMPENSASJONENS STØRRELSE**

Forutsetningen for drøftelsen i dette punkt 9 er at avviklingen av opsjonsordningene faller utenfor allmennaksjeloven § 6-16 a og at fastsettelsen av kompensasjonen ved avviklingen av opsjonsprogrammet dermed faller inn under styrets kompetanse, se punkt 4 foran. Spørsmålet som drøftes i det følgende er hvilke grenser allmennaksjeloven setter for styrets skjønn ved fastsettelsen av engangsvederlagets størrelse. Bakgrunnen for drøftelsen er at det har vært

reist spørsmål i media om styret har foretatt utbetalinger av et større beløp enn det Hydro var rettslig forpliktet til.

Som det fremgår av punkt 5 ovenfor, er Black-Scholes modellen benyttet ved beregningen av opsjonenes nåverdi. Black-Scholes er en anerkjent modell ved opsjonsprising. Modellen gir en aktuell opsjonsverdi hvoretter blant annet usikkerheten i fremtidig aksjekursutvikling opp eller ned – og dermed muligheten til å opptjene opsjoner – er innbefattet.

First uttaler til oss i brev av 2. august 2007:

*”Forutsetninger vi har brukt i modellen er basert på markedsmessige forhold og er samordnet med Arctic Securities. Våre vurderinger er bygget på offentlig tilgjengelig informasjon.*

*Vi har hensyntatt de begrensinger som opsjonsprogrammet legger på størrelsen av den enkelte ansattes maksimale årlige utbetaling. Våre beregninger omhandler konsernsjef Reiten og konserndirektørene Torvund og Ottestad. Dette er de tre ansatte med flest opsjoner og deres innehav utgjør omlag en tredjedel av det totale opsjonsprogrammet. Det er kun for disse tre det finnes tilstrekkelige offentlige data til å kunne utføre en forsvarlig vurdering av utbetalingen i forhold til den eksisterende avtalen.*

*I opsjonsprogrammet er den årlige utbetalingen begrenset til en årslønn. Etter vår vurdering er den totale effekten av dette relativt begrenset.*

*Etter vår oppfatning gir utbetalingen disse tre ansatte mottar ved termineringen av opsjonsprogrammet en rimelig verdsettelse i forhold til opsjonens verdi. Vi har ingen grunn til å tro at utfallet av beregningene ville vært annerledes for de resterende lederne.*

*Vi har i samråd med Arctic Securities beregnet opsjonsverdiene på tre tidspunkter, hhv. 1. desember 2006, 20. januar 2007 og 23. juli 2007. På disse tre tidspunkter har vi lagt til grunn en kurs for Hydro-aksjen på hhv. NOK 150,25; NOK 187,25 og NOK 238,75.*

*Opsjonsverdien er vesentlig større jo høyere aksjekursen er. Opsjonsverdiene den 1. desember vil ha ligget noe over 1/3 av verdien den 23. juli. Opsjonsverdiene den 20. januar vil ha ligget på om lag 2/3 av verdien seks måneder senere.*

*Ettersom utbetalingen Norsk Hydro tilbyr sine toppledere for terminering av deres opsjonsprogram samsvarer med våre egne beregninger av opsjonenes verdi, er det vår oppfatning at styret har tilbudt topplederne i Norsk Hydro en rimelig pris for termineringen av programmet.”*

Forutsetningene, vurderingene og konklusjonen for kompensasjonen fra Arctic samsvarer i det alt vesentlige med Firsts. Arctics hovedkonklusjon er:

*”Det er vår vurdering at styrets vurdering av den finansielle verdien av den utestående godtgjørelsen, med normale forutsetninger, er rimelig.”*

Fra Arctic siteres for øvrig følgende:

*”Vi har blitt gitt dette oppdraget parallelt med First Securities, og har hatt kontakt med dem for å samordne [slike] tekniske forutsetninger. Opsjonsprisindeksen vi har brukt er en standard Black and Scholes modell hvor volatilitet er en viktig inputfaktor.”*

*”En opsjonsteknisk beregning viser at det i alle de tre tilfellene er utbetalt et kompensasjonsbeløp som svarer godt til den estimerte finansielle verdi ordningene har. Ulike forutsetninger om volatilitet kan endre disse verdiene noe, men avvikene ligger innenfor det som vil være normale avvik gitt ulikt skjønn om de tekniske forutsetningene. Det skjønnsmessige avviket fra våre beregninger er ulikt for hver av de tre ansatte, men ligger for alle innenfor et intervall som kan forklares med normale skjønnsmessige avvik i forutsetningene.”*

De vurderinger styret har gjort må ses i en ramme hvor styret skal sørge for en effektiv og betryggende forvaltning av selskapets anliggender, jfr. allmennaksjeloven § 6-12.

Allmennaksjeloven bygger på hovedregelen om at selskapet skal drive virksomhet som generer økonomisk overskudd, jfr. allmennaksjeloven § 2-2 (2) og § 5-20 nr. 5. Styret har et vidt spillerom til å påføre selskapet utgifter dersom disse etter styrets vurdering bidrar til å øke selskapets overskudd over tid. Det dreier seg imidlertid ikke om et ”fritt skjønn”.

Allmennaksjeloven oppstiller enkelte grenser for utøvelsen av skjønn.

Styret skal ved forvaltningen av Hydro ivareta selskapets interesser. Ved fastsettelsen av lønns- og arbeidsvilkår med eventuelle insentivordninger for toppledelsen i selskapet vil styrets vurdering av hva som forretningsmessig tjener Hydro være det overordnede formål. Styrets forvaltningsansvar medfører blant annet en plikt til å organisere virksomheten på forsvarlig måte, herunder sørge for at virksomheten har kompetente og dyktige ledere. At andre er uenige i at godtgjørelse til ledere i denne størrelsesorden er til det beste for Hydro og heller ikke er nødvendig for å tiltrekke seg og å beholde dyktige ledere, innebærer ikke at styrets har overskredet sin kompetanse rettslig sett. Norske domstoler har generelt utvist tilbakeholdenhet med å overprøve styrets forretningsmessige skjønn i ettertid. Denne oppfatningen er reflektert både i eldre og nyere høyesterettspraksis. Med en ny særlig lovregulering av kompetansefordelingen mellom styret og generalforsamling, kan det hevdes at betydningen av rettspraksis på dette området er begrenset. I vurderingen av ikke kvantifiserbare eller vanskelig kvantifiserbare forhold i fastleggelsen av kompensasjonen må styret like fullt ha et visst handlingsrom for forretningsmessig skjønn.

Resonnementet kan hevdes bare å gjelde for de lederne som skal fortsette i Hydro etter utfisjoneringsplanen av olje- og gassdivisjonen. Kostnadene knyttet til engangsutbetalingen til lederne som skal gå over i StatoilHydro, skal imidlertid etter kontinuitetsprinsippet ved virksomhetsoverdragelser og sammenslåingsplanen bæres av det sistnevnte selskapet. Dermed bør samme resonnement kunne benyttes for dem.

Allmennaksjeloven § 6-28 setter en grense for styrets skjønnsutøvelse. Bestemmelsen fastsetter at styret ikke må ”foreta noe som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeiere eller selskapets bekostning.” Paragraf 6-28 må tolkes på bakgrunn av vinningsformålet, jfr. ”urimelig fordel”. Ved at loven benytter kvalifikasjonen ”urimelig” gir også denne bestemmelsen støtte for at styret er gitt et vidt handlingsrom for sin skjønnsutøvelse.

Hydro har opplyst til oss at det ikke er tatt hensyn til bortfallet av investeringsforpliktelsen eller bortfallet av arbeidsplikten i Hydro (som betingelse for å opptjene opsjoner) i beregningen av kontantvederlaget ved avviklingen, blant annet fordi disse forholdene ikke objektivt kunne verdiansettes og det ville skapt ulikhet mellom de opsjonsinnehaverne som skal fortsette i Hydro og de som skal over til StatoilHydro. Om dette har Arctic uttalt til oss:

*”Det virker intuitivt riktig at det vil oppleves som en fordel å slippe arbeidsplikt eller reinvesteringsplikt i Hydro-aksjer for et mottatt kontantbeløp. Vi har lagt til grunn i våre beregninger at en investor vil være indifferent mellom et kontantbeløp og en aksje omsatt til markedspris. Dette er en normal finasteoretisk forutsetning. Da vil slike forhold ikke gi noe verdiutslag.”*

Hydro har i sitt brev til oss opplyst at de har fått assistanse fra ekstern finansiell rådgiver ved fastsettelsen av parametrene for Black-Scholes beregningen i forbindelse med avviklingen av opsjonsordningene. De beregninger som vi har fått utført er i samsvar med hva Hydro har lagt til grunn. Så lenge forutsetningene for beregningene er basert på markedsmessige forhold og anerkjent beregningsmetodikk, og de utbetalinger som er avtalt samsvarer med de beregninger som er foretatt av First og Arctic, er det vår oppfatning at styret i Hydro har tilbudt topplederne en pris for terminering av programmet som er forretningsmessig begrunnet og dermed innenfor det rettslige handlingsrommet styret har.

Alle eller de fleste av de opsjonsberettigede er aksjeeiere i Hydro. I henhold til allmennaksjeloven § 3-6 kan utdeling til aksjeeiere i selskapet bare skje på bestemte måter, blant annet etter reglene om utbytte. I enkelte tilfeller kan en urimelig høy lønnsutbetaling være en skjult ”utdeling” som må foretas etter bestemmelsene om utbytte. Ettersom utbetalingene til de opsjonsberettigede er knyttet til deres ansettelsesforhold i Hydro og ikke tildelt de aktuelle som aksjeeiere, vil engangsoppgjøret ved avviklingen av opsjonsprogrammene måtte sees som en del av lønn og godtgjørelse til ledere i Hydro. Allmennaksjeloven § 3-6 kommer derfor ikke til anvendelse.

## **10 FORHOLDET MELLOM AKSJEEIERNE OG SELSKAPETS STYRE**

Det følger av allmennaksjeloven § 6-16 a fjerde ledd at Hydros styre på selskapets ordinære generalforsamling i 2008 må redegjøre for ”virkningene for selskapet og aksjeeierne” av at de aksjebaserte opsjonsavtalene er endret i det foregående regnskapsåret, dvs. i 2007. I tillegg pålegger allmennaksjeloven § 5-15 ledelsen en plikt overfor aksjeeierne på selskapets generalforsamling til å opplyse om forhold som har betydning for fastleggingen av årsregnskapet. I punkt 6 ovenfor konkluderte vi med at avviklingen av opsjonsordningene skulle vært nevnt i styrets erklæring.

Utenom generalforsamlingen kan ikke staten som aksjeeier eller andre aksjeeiere i Hydro instruere eller etterprøve styrets disposisjoner. Staten kan imidlertid på generelt grunnlag, som andre aksjeeiere, gi uttrykk for holdninger og standpunkter i spørsmål som kan eller vil komme til behandling i selskapets organer. Det har staten gjort blant annet når det gjelder lederlønninger. Staten har klart tilkjennegitt at den vil stemme mot nye opsjonsprogrammer, og i ordinær generalforsamling i Hydro 8. mai i år ba staten om en protokolltilførsel i tilknytning til styrets redegjørelse for styrets lederlønnsprinsipper.

Staten, som andre aksjeeiere som representerer minst en tjuedel av aksjekapitalen, er for øvrig henvist til å kreve innkalling til ekstraordinær generalforsamling og foreslå at det treffes vedtak om gransking av blant annet ”nærmere angitte forhold ved forvaltningen eller regnskapene”, jfr. allmennaksjeloven § 5-7 annet ledd og § 5-25. Forslaget krever tilslutning fra minst en tidel av den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen, og hvis forslaget vedtas, kan begjæring om rettslig gransking etter allmennaksjeloven fremsettes av enhver aksjeeier. For at retten skal ta kravet til følge, må det foreligge rimelig grunn til mistanke om at granskingen vil avdekke ulovlige eller i alle fall kritikkverdige forhold. En gransking kan begrenses til å fastlegge et faktisk forhold, men kan også utvides til å omfatte en rettslig vurdering eller om et forhold er kritikkverdig av andre grunner, for eksempel som følge av brudd på normer for god forretningsskikk. På bakgrunn av de vurderinger som er gjort ovenfor, vil vi anta at granskning her ikke er nærliggende.

## 11 KONKLUSJONER

Nedenfor gjengis våre konklusjoner på de spørsmål som departementet har stilt i sitt brev av 30. juli 2007:

1. *Om håndteringen er lovlig i henhold til styrets rolle og kompetanse etter allmennaksjeloven.*

Etter vår vurdering ligger avviklingen av Hydros opsjonsprogrammer innenfor styrets kompetanse etter allmennaksjeloven.

2. *Hvordan håndteringen kan vurderes i henhold til endringene i allmennaksjeloven vedrørende fastsettingen av lederlønninger og opsjoner, som trådte i kraft fra 1. januar 2007.*

Etter vår vurdering omfattes ikke avviklingen av eksisterende ordninger av de nye reglene i allmennaksjeloven, jfr. § 6-16 a første ledd nr. 3, jfr. annet ledd og § 5-6 tredje ledd.

3. *Om styret, dersom det skulle være nødvendig, hadde tilstrekkelige fullmakter fra generalforsamlingen til den vedtatte avviklingen.*

Etter vår vurdering behøvde ikke styret å innhente særskilt fullmakt fra generalforsamlingen for å gjennomføre den vedtatte avviklingen.

4. *Hvilken relevans utfisjoneringsen av petroleumsvirksomheten fra Hydro og sammenslåingen av denne med Statoil ASA har for behandlingen av saken.*

Etter vår vurdering er avviklingen av Hydros opsjonsprogrammer for ledende ansatte som overføres til StatoilHydro ved sammenslåingen av Hydros petroleumsvirksomhet med Statoil ASA en nødvendig konsekvens av sammenslåingen. For Hydroledere som fortsetter sitt ansettelsesforhold i Hydro, var det ikke nødvendig å avvikle ordningen som en direkte konsekvens av sammenslåingen.

5. *En beskrivelse av de avtalerettslige parametre i opsjonsavtalene og med en beskrivelse av det avtalemessige handlingsrommet styret hadde, også i lys av selskapets egne retningslinjer.*

Avtalerettslige parametre er beskrevet i punkt 2 ovenfor. Det fremgår uttrykkelig av avtalene som gjelder for opsjoner tildelt i 2003 at rettighetene generelt ikke kan endres til ugunst for de ansatte. Avtalene for de øvrige år inneholder ikke uttrykkelige bestemmelser om dette generelle spørsmål. Det følger imidlertid av alminnelige kontraktsrettslige prinsipper at de ansattes rettigheter ikke kan endres til de ansattes ugunst uten deres samtykke. Vår vurdering er at dersom styret ensidig skulle kunne endre avtalene, måtte dette ha uttrykkelig grunnlag i avtalene.

6. *Andre forhold som Selmer mener har betydning, eller problemstillinger som er reist i pressen og hvilken relevans disse har for vurderingene.*

På bakgrunn av at opsjonsprogrammene avvikles i 2007, skulle styret ha tatt med dette i sin lovpålagte erklæring om prinsipper for lederlønnfastsettelsen for 2008.