

Majoritetseiere kan rane minoritetseierne ved å tvangsinnløse dem til underpris. De kan også la det felleseide selskapet kjøpe majoritetens eiendeler til overpris. Hva står på spill for samfunnet når slike metoder brukes, spør professor **Øyvind Bøhren** ved Senter for eierforskning på Handelshøyskolen BI.

Minoritetsran og tunneldrift

DEBATT & INNLEGG

Regnet etter beløp er Kjell Inge Røkke den ubestridte norgesmester i den første av disse to metodene, det vil si tvangsinnløsning til underpris. Hans behandling av minoritetseierne i henholdsvis Aker RGI, Aker Maritime og Norway Seafoods endte alle i retten. Norway Seafoods-saken er også den første og eneste tvangsinnløsnings sak som er ført for Høyesterett. Resultatet ble at Røkke måtte betale cirka 150 prosent mer til sine medeiere enn hva de ble forsøkt tvangsinnløst til. Staten var forøvrig største minoritetseier.

Den andre metoden for minoritetsran kalles i eierstyringsfaget for tunneldrift. Da lar majoriteten selskapet overbetale for eiendeler fra et annet selskap som majoriteten kontrollerer. Så lenge majoritetens eierandel i det kjøpende selskapet er lavere enn i det selgende, vil majoriteten tjene på transaksjonen. Han raner riktignok seg selv i det kjøpende selskapet ved å overbetale som kjøper. Likevel blir han mer enn kompensert fordi han samtidig sitter med en større eierandel i selger enn i kjøper. Minoritetseierne i kjøperen bærer tapet. I alle fall i første omgang.

Dagens mistenkte tunnelgraver er Aker, hvor Røkke har 68 prosent. Kjøper er Aker Solutions, hvor Aker eier 24 prosent. For hver krone overpriset salg fra Aker til Solutions taper



RYKTE. – Økt risiko for minoritetsran gir dermed verditap for samfunnet, skriver Øyvind Bøhren.

derfor andre eiere enn Aker 76 øre (hvorav staten 12). Aker taper imidlertid ikke de resterende 24 øre. Aker tjener tvert imot de samme 76 øre som de andre Solutions-eierne taper.

Forklaringen er at riktignok taper Aker 24 øre i Solutions. Til gjengjeld mottar Aker hele overbetalingen fra Solutions. Dermed er nettoen 100-24, det vil si 76 øre. Røkke får 52 øre (68 prosent) av dette, mens Akers øvrige eiere får resten.

Det at markedsverdien i Solutions falt med cirka 500 millioner da handelen ble kjent tyder på mistanke om betydelig tunneldrift.

Hva beskytter i praksis minoriteten mot tunneldrift og underpriset tvangsinnløsning? For det første majoritetens eventuelle frykt for tillitstap. Får du rykte som minoritetsraner, reduseres andres vilje til å investere sammen med deg. Dette gir deg høyere kapitalkostnad, lavere vekstmulighet og mindre jobbtrygghet for dine ansatte.

For det andre lærer forhåpentligvis majoritetseiere av tidligere feil. Isåfall tilsier Røkkes tidligere renommétap som tvangsinnløser at risikoen for tunneldrift i Aker er lav. Konsernsjef Eriksen var dessuten partner i Røkkes advokatfirma under rettssakene og har neppe glemt utfallet. I samme



TUNNELGRAVER? Hovedeier Kjell Inge Røkke (til venstre) i Aker, her sammen med konsernsjef Simen Lieungh i Aker Solutions. Foto: Gunnar Bløndal

retning trekker at DnB Nor legger sitt renommé på blokken ved å gi sin tilslutning til verdsettelsen av de solgte eiendelene. Granskningene vil kanskje vise om disse disiplineringmekanismene har fungert.

De samfunnsøkonomiske kostnadene ved minoritetsran oppstår når minoritetseierne begynner å frykte forskjellsbehandling som en generell trusel. Derfor lager lovgiver rettsregler for tvangsinnløsning, transaksjoner mellom nære parter, minoritetens granskings- og saksøkningsrett, og forbud mot innsidehandel.

Forskning fra cirka 40 land påviser sammenhenger mellom minoritetsvern og velferd. Land med sterk minoritetsbeskyttelse har blant annet selskaper med lavere eierkonsentrasjon, færre særfordele for sterke eiere, større kapitalmarkeder, mer

kapitalflyt mellom selskaper og eiere, bedre realinvesteringer, høyere selskapsverdi per overskuddskrone og mindre manipulering av regnskapene. Økt risiko for minoritetsran gir dermed verditap for samfunnet.

Minoritetsvern er derfor ikke bare et spørsmål om fordeling av en kake med gitt størrelse. Godt minoritetsvern gir også større kake å fordele.

I Norge er ikke staten bare lovgiver for eierutøvelsen, men også medeier med private, slik som i Telenor, Hydro og Aker Holding. Senest på Eierskapskonferansen i mars oppmuntret næringsministeren til flere fellesinvesteringer av denne typen. Dette er en interessant modell i et land med svært mye kapital på statlig hånd, men liten tilgang på profesjonelt eierskap. Modellen får imidlertid politiske skudd for

baugen hvis private eieres adferd stiller den statlige medeieren i forlegenhet. Tunnelbråket i Aker er etter min vurdering allerede et slikt skudd.

Statens forhold til minoritetsran nasjonalt kan dessuten få politisk merverdi internasjonalt. Dette skyldes ikke bare Telenors minoritetskamper i Russland eller Folketrygdfondets minoritetskamper i Skandinavia. Like viktig er det at Statens Pensjonsfond – Utland har bitte små minoritetsposter i nesten 8000 utenlandske bedrifter.

Det er lettere å kritisere andre lands eierregulering for et land som holder sin egen i orden.

SE OGSÅ SIDE 6 TIL 12 →

Forskningsråd for uråd

SatoilHydro melde nylig om komande satsing på vindkraft utafor kysten av England/Skottland. Direktør Arvid Hallén i Norges Forskningsråd stod same tid fram som engasjert talsmann for vindmøller også utafor norskekysten.

I kva kapasitet kunne han dela med nasjonen si sterke overtyding om at vindkraft kan gi mange arbeidsplassar? Er han å rekna som teknologisk ekspert på feltet? Ikkje så langt eg veit. Høyrer han heime blant velrenommerte energi- eller miljøøkonomar? Ikkje som eg

har sett. Er han forskar eller aktiv innan vitskap? Ingen som eg kjenner, har oppdaga det. Står han i fremste rekke blant industrielle strategar? Eg tvilar litt på det.

Forskningsrådet styrer, dvs. det programstyrer. Det satsar til kvar tid tungt, om muleg helst prestisjetungt. Det avgjer, støtt og stadig, kva som synes viktig å forstå i dag, kva som fortener satsing og utgreiing akkurat no. Og kva prioriterer då rådet? Ved sida av vindmøller, vil ein styrka alt som synes godt og viktig, lett forståeleg, i pakt med konjunkturen og tidas krav. Og sjølv-

sagt: i full samklang med honnørord, oppdragsgivar og politisk dagsorden.

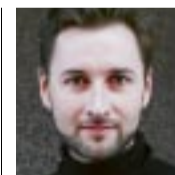
Denne bordellprega program- og visjonsfabrikken har uheldige utvalgsvalgskapar. Den favoriserer svakt meritterte opportunistar – desse som flyktar framover og ser spennande tema overalt. Ingen forskar vinn på å ha ei uavhengig, lita liste med egne tema. Det er god grunn for uro.

Sjur Didrik Flåm, professor ved institutt for økonomi ved Universitetet i Bergen

Løskrutt fra Hansen

Stortingsrepresentant Torbjørn Hansen (H) svarer i DN 2. april på min kronikk av 27. mars, der jeg blant annet skriver at Høyre bør skifte leder for igjen å bli et ledende parti. At Hansen ikke vil kaste sin samfylking Erna Solberg, kommer ikke som lyn fra blå himmel. Sjøkket består i at Høyre er villig til å ofre både valgresultat og ny borgerlig regjeringsdannelse for en inkompetent leder.

Hansen kaller mitt forslag om flat skatt for «virkelighetsfernt tull». Det er ikke meningene hans, men reaksjonen hans som graver Høyres grav. Til tross for



KONSERVATIV. Petter T. Stocke-Nicolaisen

sin fattigdom, er formuleringen en rik manifestasjon av den kreativt angst partiet lider av. Ideer ønskes ikke velkommen, men møtes av arrogant hoderysting.

Jeg beskyldes sågar for å være en vestkantliberal. Det er jeg ikke. Jeg er en konservativ brønnøyværing.

Petter T. Stocke-Nicolaisen