

**Loppet:** To av Norges fremste finansprofessorer er ikke i tvil: Kjell Inge Røkke-kontrollerte Aker har loppet Aker Solutions, der staten er på eiersiden, for rundt 300 millioner kroner.

## OLJESERVICE

ESPEN LINDERUD  
OSLO

**A**ker Solutions er blitt skrudd.

Det sier finansprofessor Thore Johnsen ved Norges Handelshøyskole.

– Jeg skjønner ikke at ledelsen i Aker Solutions kan ha tenkt på alle sine egne aksjonærs interesser. Varselklokkene burde ringt høyløyt.

Det sier Øyvind Bøhren, professor i finansiell økonomi ved Handelshøyskolen BI og leder for Senter for eierforskning.

De to reagerer på en transaksjon mellom to selskaper i Kjell Inge Røkkes selskapssystem:

På den ene siden Aker, Røkkes børsnoterte investeringselskap. På den andre siden oljeservice-selskapet Aker Solutions, der staten er største eier etter Aker.

## Gullgruve og tapssluk

Aker Solutions leier skipet «Aker Wayfarer» i ti år. Skipet benyttes til konstruksjonsoppdrag på oljefelt.

For Aker Solutions er skipet et tapssluk. For utleier Aker derimot er avtalen en gullgruve, har DN tidligere skrevet.

Aker og Aker Solutions aviser at leieavtalen for skipet er i stiveste laget og fastholder at den reflekterte markedspris da den ble inngått.

DN har gjort beregninger basert på regnskaper og andre selskapsdokumenter, samt opplysninger fra Aker og innspill fra de to professorene.



REAGERER. Finansprofessor Thore Johnsen.



REAGERER. Finansprofessor Øyvind Bøhren.



TJENER. Kjell Inge Røkke tjener på transaksjonen, siden han har en mye høyere eierandel i Aker enn i Aker Solutions.

På denne bakgrunn mener Bøhren transaksjonen er et eksempel på såkalt tunneldrift.

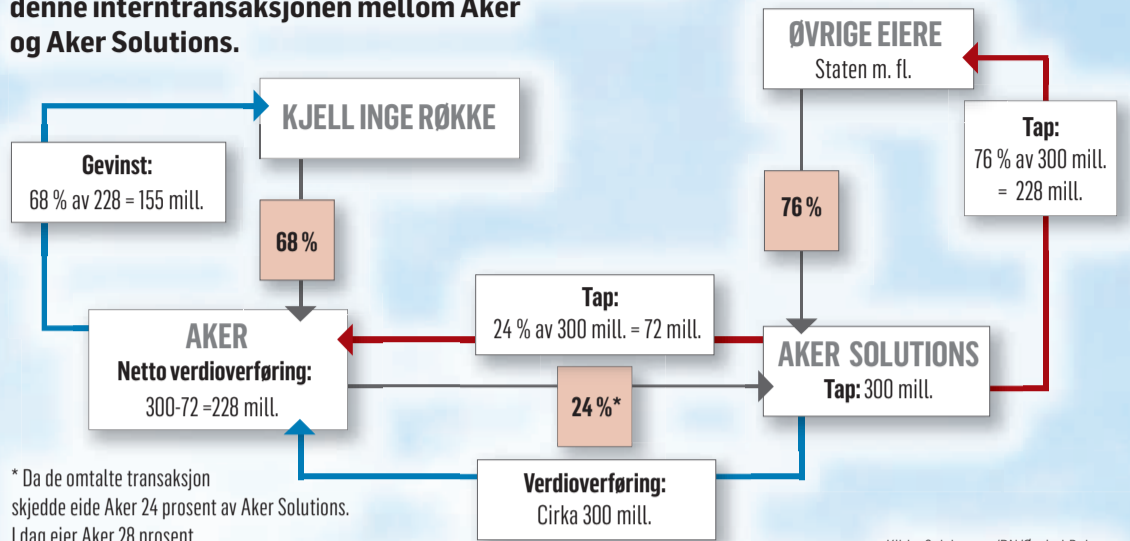
## Inn i tunnelen

Tunneldrift innebærer at verdier flyttes fra et selskap der en aksjonær har lav eierandel til et annet selskap der samme aksjonær har høy eierandel. Verdiene flyttes gjennom en transaksjon som ikke skjer til markedspris. Tunnelen som «graves» er større jo større avviket er mellom markedsprisen og transaksjonsprisen.

Overført til denne konkrete saken dreier det seg om en verdi-

## Slik overføres verdier

Oversikten illustrerer hvem som er tapere og vinnere i denne intertransaksjonen mellom Aker og Aker Solutions.



## Slik er verdioverføringen beregnet

Tabellen viser Akers kontantstrøm fra Aker Wayfarer»-investeringen slik den var forventet i 2009. Aker oppgir at det hadde et avkastningskrav på 13 prosent. Tabellen viser at «Aker Wayfarer» tilfredsstillte dette kravet.

Akers avkastningskrav (veid kapitalkostnad, wacc) kan beregnes basert på markedsdata i perioden frem til transaksjonen ble gjennomført. Ved å beregne nåverdi av beløpene i raden «Samlet kontantstrøm» med seks til ti prosent avkastningskrav gir det et uttrykk for verdioverføringen fra Aker Solutions til Aker. Tall i millioner kroner

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Investering skip	-342	-1206										
Forskuddsbetalte leie	310											
Leie		16	185	185	208	213	213	213	213	213	213	172
Restverdi**												450
Samlet kontantstrøm	-32	-1190	185	185	208	213	213	213	213	213	213	622
Akers årlige avkastning	13,0 %											
Avkastningskrav	6,0 %	7,0 %	8,0 %	9,0 %	10,0 %	Gj. snitt						
Verdioverføring/tunnel	459	371	291	220	156	299						

DN har lagt faktiske investeringer og periodisering av leieinntekter til grunn. Dette er neppe 100 prosent identisk med Akers forutsetninger, men siden avkastningen er 13 prosent kan det neppe dreie seg om store avvik.

\*\* Aker sier selskapet i 2009 forutsatte en restverdi på «Aker Wayfarer» på 450 millioner kroner. Men i 2010 ble avskrivningstiden endret, noe som gir restverdi på 630 millioner kroner. Hvis restverdien øker, øker også verdioverføringen.

20©13 DagensNæringsliv/Infografikk/KildeKilder: Opplysninger fra Aker, regnskap Aker Ship Lease, Aker Ship Lease I, Akofs Wayfarer, Ocean Yield, Bloomberg, Øyvind Bøhren og Thore Johnsen.

overføring fra Aker Solutions, der Kjell Inge Røkke har en lav eierandel, til Aker, der Røkke har en mye større eierandel.

Tunnelverdien – verdien som flyttes fra Aker Solutions til Aker – anslås til rundt 300 millioner kroner (se grafikk).

Akers aksjonærer med Røkke i spissen er vinneren i denne transaksjonen. Taperen er de øvrige Aker Solutions-aksjonærene med staten i spissen.

– Vi er helt uenig i premissene, påstandene og vurderingene til Øyvind Bøhren, sier Akers informasjonssjef Atle Kigen.

## Alarmen går

Det er flere forhold ved transaksjonen som Bøhren reagerer på. «Aker Wayfarer»-transaksjonen ble gjennomført 1. april 2009.

Da solgte Aker Solutions byggekontrakten for det som

skulle bli «Aker Wayfarer» til Aker. Byggekontrakten – en fastpriskontrakt – ble solgt til kost-

# Er blitt skrudd

## Risikopremien under finanskrisen

Grafen viser utviklingen til den amerikanske S&P500-indeksen fra Lehman Brothers kuppet 15. september 2008 til 1. april 2009, da den omtale avtalen ble inngått.



20©13 Dagens Næringsliv grafikk/Kilde: Reuters

pris, tilsvarende de innbetalinger som var foretatt til verftet.

Samtidig inngikk partene avtale om at Aker Solutions skulle leie skipet i ti år, en leieavtale som gir Aker en svært høy fortjeneste.

– Salget av byggekontrakten til kostpris utløser tunnelalarm hos meg. Grunnen er at en helt urimelig innbringende leiekontrakt for Aker ble skrevet allerede da Aker kjøpte byggekontrakten fra Aker Solutions til kostpris. For meg ser det ut til at den transaksjonsprisen Aker betalte til Aker Solutions ligger langt under den markedsprisen som er reflektert i leiekontrakten. Dermed er det tunnel for alle som har høyere eierandel i Aker enn i Aker Solutions, slik

som Akers majoritetseier, sier Bøhren.

### 13 prosent

Akers informasjonsdirektør protesterer. Atle Kigen viser til at Aker hadde både bygge- og finansieringsrisiko, samt risiko knyttet til restverdi, altså hvor mye skipet vil være verdt ved leieperiodens utløp. Leiekontrakten gir derfor ikke en urimelig høy fortjeneste.

Aker opplyser at selskapet la til grunn en kapitalkostnad, eller avkastningskrav, på 13 prosent. For at «Aker Wayfarer»-transaksjonen skulle være lønnsom for Aker, måtte derfor den årlige avkastningen minst være lik avkastningskravet på 13 prosent.

## TUNNELDRIFT

■ Tunneldrift sorterer under kategorien minoritetsran i finanslitteraturen.

■ Tunneldrift innebærer at en aksjonær beriker seg på øvrige aksjonærs bekostning gjennom en transaksjon som ikke skjer til markedspris.

■ Det er mange ulike varianter av tunneldrift. I dette konkrete tilfellet dreier det som om en verdioverføring fra Aker Solutions, der Kjell Inge Røkke har en lav eierandel, til Aker, der Røkke har en mye større eierandel.

Siden den forventede avkastningen i dette tilfellet er helt likt avkastningskravet, er det ingen verdioverføring eller tunnel, er Akers argument.

Her skurrer det for professorene.

### «Hinsides»

– Det er ikke mulig å regne hjem. Det er hinsides, sier Johnsen om avkastningskravet.

Et avkastningskrav for Aker på rundt åtte-ni prosent er innenfor rimelighetens grenser, ifølge professorene.

Men denne leieavtalen isolert sett har mye lavere risiko, siden årlig leie er fastsatt og Aker ikke har noen operasjonell risiko. Dermed bør avkastningskravet jekkes ytterligere ned.

– Derfor er skru-beløpet større enn den summen DN opererer med. Det er jo nærmest ingen forretningsrisiko, siden Aker leier ut til et selskap der Aker selv er største aksjonær og der

## «AKER WAYFARER»

■ Aker Solutions leier skipet «Aker Wayfarer» i ti år frem til 2020. Skipet er et tapssluk med 300 millioner kroner i driftsunderskudd per 2012.

■ Leieavtalen ble inngått med Aker i 2009. I leieperioden på ti år vil «Aker Wayfarer» gi sin eier et overskudd på cirka 1,2 milliarder kroner.

staten i tillegg er på eiersiden. Hvor sikkert skal det bli? spør Johnsen.

Verdioverføringen, tunnelen eller «skru-beløpet», er den avkastningen Aker får utover det professorene mener er normalavkastningen. Jo lavere avkastningskrav som legges til grunn, jo større er verdioverføringen (se grafikk).

Forvalter Truls Evensen i Storebrand Kapitalforvaltning har fulgt Aker Solutions tett i en årrekke og har tidligere uttalt seg kritisk til «Aker Wayfarer»-transaksjonen.

– Jeg er helt enig i at avkastningskravet ble satt altfor høyt. Tiårig utleie til Aker Solutions fremstår ikke som veldig risikabelt. Aker får en avkastning fra dette fartøyet som selskapet ikke hadde hatt sjanse til å oppnå ved å inngå en avtale med en annen motpart enn Aker Solutions.

Aker forsvarer 13 prosentkravet med at risikopremien i aksjemarkedet var svært høy vinteren og våren 2009 under finanskrisens etterdønninger. Risikopremien forteller hvor mye avkastning investorene

krever for å investere i aksjer fremfor statsobligasjoner, eller risikofri rente. Å benytte en risikopremie på rundt fem prosent, tilsvarende et historisk gjennomsnitt, er vanlig, ifølge professorene.

### 11 års finanskriser

Aker la til grunn en risikopremie på åtte-ni prosent. Det er enda høyere enn den risikopremien som kan beregnes ut fra markedsdata (se graf).

Å legge en så høy risikopremie til grunn, er det samme som å forvente at finanskrisen skulle vedvare frem til 2020.

– Akers logikk holder ikke, den gir et avkastningskrav som er hinsides. Prosjektet har 11 års levetid. Da kan ikke Aker regne med unntakstilstand i aksjemarkedet i alle de 11 årene. Ingen seriøs verdsetter dobler markedets risikopremie når et 11-årig prosjekt skal verdsettes, uansett hvordan det så ut i 2009, sier Bøhren, som legger til:

– Akers verdsettelse er sikkert langt mer profesjonelle enn dette i det daglige, når de ikke står med ryggen mot veggen og skal forsvare noe som er faglig uforsvarlig.

Næringsdepartementet avventer å kommentere saken til den har stått på trykk.

-----  
espen.linderud@dn.no

**Avfeier påstandene.  
Se neste side** →



■ TAPSSLUK OG GULLGRUVE. For Aker Solutions er skipet «Aker Wayfarer» et tapssluk. For utleier Aker derimot er avtalen en gullgruve, har DN tidligere skrevet. Foto: Einar Engdal

udd