

DN og skattelister

INNLEGG Skatt

På lederplass 19. oktober forsvarer DN offentliggjøring av skattelister. Det begrunnes blant annet med at åpenhet hemmer fremveksten av en svart økonomi, videre med en vidløftig sammenheng mellom denne og skattelisters tilgjengelighet.

Dersom 20–30 prosent av Hellas' økonomi er av kriminell art, synes det rimelig åpenbart at dette må tilskrives helt andre forhold enn skattelister.

Hevdet blir det også at tilliten til skattesystemet avhenger av «sjekking», en urimelig påstand såvel som et uttrykk for diskutabile holdninger. DN synes tydeligvis ikke at det å kikke naboen i kortene i seg selv er en uverdigg eller ufin handling. At informasjonen kan misbrukes, tillegges mindre vekt.

Saken sier litt om hva slags

samfunn vi vil ha. Skal mellommenneskelige relasjoner bygges på smålig nysgjerrighet, kikkende og misunnelse?

Høyre og Frp vil sikre personsensitiv informasjon. Urovekkende og uklar tale, skriver DN. Tvert imot. Mange vil hilse velkommen tilbake respekt for den private sfære, gradvis slipt ned i sann sosialdemokratisk ånd. Det er ingen selvfølge at privat informasjon ligger fremme til offentlig skue og forlystelse, informasjon som ikke angår andre enn personen selv og skattemyndighetene.

Forkledt som «åpent», oppfordrer DN i realiteten til et angiversamfunn? Det er i så fall overraskende. Faktisk så overraskende at man må lure på om lederen skal tas på alvor. Eller skal den kanskje bare leses som et forsvar av egen praksis med hensyn til å skrive side opp og ned om hva folk tjener?

■ Sverre Wichlund, Fredrikstad.

Politikere i svingdøren

INNLEGG Politikk

Det er mye styr og ståk i mediene om vår nye landbruksminister Sylvi Listhaug og hennes tidligere ansettelse i First House.

Et beslektet tema, som er betydelig mer interessant og har større dimensjoner og som det er liten indignasjon og oppmerksomhet omkring, er karavanen av tidligere statsråder, statssekretærer og stortingsrepresentanter som går til First House og lignende institusjoner.

Deres eneste kompetanse, erfaring og nytte for arbeidsgiveren er jo kontakter til tidligere kolleger og inngående kunnskap om hvordan byråkratiet fungerer: hva som skal til for



VIL HA ØKT INNSYN.
Odd Henrik Robberstad.

å gjøre inntrykk på «makta som rår». Det er First House og andre villig til å betale generøst for.

Et rimelig krav ville derfor være at det blir gjort kjent:

- hvilke kontakter den nye høytlynte eliten har med sine tidligere kolleger,
- hvilke temaer som drøftes,
- og hvilke honorarer som betales.

■ Odd Henrik Robberstad, advokat.

Listhaugs fortrinn

INNLEGG Politikk

Det kan se ut til at vi har fått en dyktig statsråd i landbruksminister Sylvi Listhaug. Hun kan gripe fatt i den erkekonserverende landbrukspolitikken, som over årtier stort sett har vist seg ikke å virke, eksemplifisert ved blant annet at antall bruk er blitt redusert fra år til år.

Det er et vesentlig fortrinn om Listhaug har vært rådgiver for Rema via tidligere arbeids-



SKRYTER AV LISTHAUG.
Herbjørn Hansson.

giver. Det burde gi henne spesielle forutsetninger for å skjønne hvorfor resultatene uteblir, blant annet planøkonomien som synes å styre landbruket.

■ Herbjørn Hansson, skipsreder.



Bommer

■ ■ ■ Noen eiere kan forsyne seg på andre eieres bekostning. Derfor er Rec Solar et eksempel på dårlig eierstyring, skriver BI-professor Øyvind Bøhren.

INNLEGG Finans

DN bruker lørdag 26. oktober NHHs Thore Johnsen som sannhetsvitne på at Recs storaksjonærer fortjener stor takk og ikke kritikk for sin rolle i salget av Rec Solar-aksjer til Recs egne aksjonærer. Argumentet er at storaksjonærene tok på seg mye risiko ved å love å kjøpe alle usolgte Solar-aksjer for 20 kroner dersom markedsverdien skulle falle under 20 kroner ved tegningsperiodens utløp. Derfor beriker ikke garantistene seg på småaksjonærenes bekostning, hevdes det.

«Det er pinlig å klage over

dette», sier Johnsen. Recs Ole Enger snakker også om etterpå-klokskap, trolig i lys av at markedskursen første omsetningsdag lå cirka 40 kroner over emisjonskursen.

Jeg er uenig. Det ligger ingen eierkonflikt i å kjøpe forsikring mot en markedsverdi under 20 kroner. Garantitavlen er til fordel for alle eierne og skaper ingen verdioverføring dem imellom, gitt at garantipremien på to prosent i Recs tilfelle representerer en riktig pris på den nedsiderisikoen garantistene overtar. Garantistene skal hverken takkes eller kritiseres på dette grunnlaget.

Min argumentasjon i Finansavisen 24. oktober, som DN refererer til, har da heller ingenting

med garantien å gjøre. Å bruke garantien som argument mot mulig eierkonflikt i Rec, er derfor å slå inn åpne dører.

Det er imidlertid to dører i Rec som det begge står eierkonflikt på, men som DN-artikkelen ikke analyserer.

Eierkonflikten oppstår for det første fordi avtalen med garantistene ikke bare gjelder hvis markedskursen faller under 20 kroner. Garantistene får også kjøpe Solar-aksjer for 20 kroner når markedsverdien ligger over 20 kroner, det vil si når ingen garantist trengs fordi det finnes et villig marked. Kostnaden ved dette dekkes imidlertid ikke proratarisk av alle aksjonærer, men bare av dem som ikke tegner.

Mandag
LEDELSETirsdag
KREDITTOnsdag
FINANSTorsdag
ØKONOMIFredag
TEKNOLOGILørdag
FORSKNING

41



■ **SAKENS KJERNE.** Eierkonflikten i Rec – her ved avtroppende konsernsjef Ole Enger (til venstre) og tidligere konserndirektør Jon Andersen jr. – har kun med utformingen av aksjesalget å gjøre, skriver artikkelforfatteren. Foto: Per Ståle Bugjerde

Om Rec

Og den eierkonflikten som ligger i dette, forsterkes av den andre kilden til eierkonflikt, som er at tegningsrettene er uomsettelige. Dette betyr at de Rec-aksjonærer som ikke kan, vil eller husker å kjøpe Solar-aksjer før kjøpsperioden utløper, taper differansen mellom markedsverdi og emisjonskurs. Hadde de kunnet selge tegningsrettene sine, ville de unngått dette tapet uten å tegne.

Tapet for dem som ikke kjøper, er tilvarende gevinst for garantistene, på tross av at ingen garantister trengs når markedsverdien er over tegningskursen. Derfor representerer Rec Solar dårlig eierstyring fordi avtalen muliggjør at noen eiere forsyner seg på andre eieres bekostning.

Det ser dessuten enkelt ut å redusere denne eierkonflikten. Ett alternativ er å bruke omsettelige tegningsretter. Et annet er å selge aksjene til markedspris på vegne av dem som ikke



■ **FEIL.** Det ligger ingen eierkonflikt i å kjøpe forsikring mot en markedsverdi under 20 kroner, skriver Øyvind Bøhren.

tegner. Disse aksjonærene mottar markedspris fratrukket emisjonskurs og et passende beløp for selskapets plunder og heft.

Eierkonflikten i Rec har kun med utformingen av aksjesalget å gjøre, det vil si kontrakten som ble skrevet før salget startet. Den gjelder ikke det som faktisk skjedde etterpå, det vil si hva markedsverdien ble og hvem som tegnet og ikke tegnet.

Derfor kan det heller ikke klages over det irrelevante forholdet at noen eiere hadde flaks og andre uflaks med utfallet av tegningen.

Den saklige etterpåklok-



DN 26. oktober

skapen, derimot, er å erkjenne at neste gang lønner det seg å være mer gjennomtenkt i eierstyringen. Ikke ved å fjerne fulltegningsgaranti, som gavner alle eierne, men ved å hindre at aksjonærer som ikke tegner, overbetaler dem som gjør det.

Jeg tror slik økt bevissthet om minoritetsvernet vil gavne både styret, Rec, storeierne og aksjemarkedet generelt.

■ **Øyvind Bøhren, professor, Senter for eierforskning ved Handelshøyskolen BI.**

■ ■ ■ Konkurstallene er lave. Det har vært et godt år for kredittobligasjoner. Kan det vedvare? Enda bedre tider?



**KREDITT
PÅL RINGHOLM**

Det har så langt vært en utmerket høst i kredittmarkedet. Markedene er vidåpne for nye gjeldsemisjoner. Prisingen av den mest risikofylte gjelden og aksjemarkedet har gått hånd i hånd gjennom hele høsten. Risikopåslaget for europeisk gjeld har ikke vært lavere siden uskylden rådet i januar 2008.

Er det mer å hente på sette sine penger i obligasjonsmarkedet?

Mest sannsynlig skal dette være en stund til, med enkelte korreksjoner underveis selvsagt. De ulike delene av kapitalmarkedet er ennå ikke blitt så dyre at frykten burde gjøre sin entre. Bak børsrekorder skjuler det seg det faktum at de underliggende verdiene har steget så mye at prisingene av bedriftenes kapitalstruktur, gjeld så vel som aksjer, er moderat.

Den tilleggsrenten man får, altså kompensasjonen for kredittrisikoen, er fortsatt godt over de nivåer vi ser på konjunkturtoppen.

For det norske kredittuniverset er det potensial for ytterligere positiv reprising av industriobligasjoner. Men andre ord bør finansieringskostnadene til bedrifter kunne falle.

Støttende for all prising av kreditt er åpenbart perioder med få konkurser, og ikke minst, dersom man tror det blir like få konkurser neste periode. Slik verden er i dag, er konkurstallene for globale høyrisikobedrifter under tre prosent, og selv i Europa er tallene under det historiske gjennomsnittet. Godt hjulpet av lave renter må vite. Prognoser for neste år indikerer en lav andel konkurser også neste år. Isåfall blir både industri- og bankobligasjoner lønnsomt fremover.

I det viktige amerikanske markedet, som er klart dominerende i sektoren høyrenteobligasjoner, har de siste måneder vært en hyggelig opplevelse. Uroen vi hadde i juni, eliminerte tilnærmet all avkastning aktivklassen hadde opparbeidet gjennom året. Men nå er avkastningen kommet tilbake med rundt seks prosent så langt i år. Dette er allerede i den øvre

delen av der forventningen lå ved inngangen til året. Norske høyrentefond ligger ikke langt unna, med rundt 5,5 prosent avkastning til kundene (medianfondet).

Adferden i syklusen er på sin side som den bruker å være. Når de gode tidene har vart en stund, søker investor enda mer rente.

Etterhvert blir investor mer tilgjengelig for å akseptere slappere lånebetingelser eller høyere risiko. I Nord-Amerika har andelen obligasjoner med lånebetingelser vi kan definere som slakke, doblet seg det siste året.

Det norske markedet krever derimot fortsatt strammere låneavtaler enn det vi ser eksempelvis i Europa. Vår egen risiko er og forblir eksponeringen mot oljerelatert industri.

Noe å være redd for? Alltid det. Ikke en dag uten angst. Nye bobler kommer, men mest sannsynlig er de ikke sprekkeferdige ennå.

Mine personlige bobblefavoritter innen kreditt er fortsatt å finne i øst. For Kina har høsten vært preget av gode makrotall, og uroen i pengemarkedet i juni er blitt et fjernt minne. Det var dog bevegelser i pengemarkedet igjen sist uke, uten at man skal legge altfor mye i det.

Men fortsatt er det slik at kredittveksten er rundt tre ganger den økonomiske veksten. Eiendomsprisene fortsetter å øke, spesielt i de store byene. En kredittvekst på rundt 20 prosent der veksten i det uregulerte kredittmarkedet er rundt det dobbelte av dette igjen, fremstår ikke bærekraftig. Det er det heller ikke.

Kommunistpartiets plenums-møte i november vil ta for seg dette, og vi kan forvente reformer innen finans som vil prøve å hindre den skadelige fordelingen av kapital som vi nå er vitne til. På kort sikt burde derfor nyhetsstrømmene fra Kina være av det positive slaget.

Det er dog grunn til å vise noe ydmykhet. Det ble bankkrise i alle land av typen «fremvoksende økonomier» som opplevde økning i privat sektors gjeldsgrad (gjeld i andel av bnp) på mer enn 30 prosentpoeng siden 1990. I Kina har veksten de siste årene vært mer enn det dobbelte av det igjen.

Risikoen for en kinesisk gjeldsmell er ikke blitt mindre i høst, selv om veksten i økonomien holder seg oppe. Tvert om.

Man bør fortsatt ta risiko i kredittmarkedet. Men det skader ikke å følge med på det som kan ødelegge festen noe lenger ute på tidsaksen.

■ **Pål Ringholm, analytisk leder for kredittobligasjoner i First Securities.**