

Surt sukker i Rec

INNLEGG Finans

DN 9. november opplyser Recs styreleder Mimi K. Berdal at en ren fulltegningsgaranti i Rec Solar-emisjonen ville ha kostet ni til ti prosent av emisjonsbeløpet. Opplysninger gitt tidligere viser at garantistene nøyde seg med kun to prosent. Grunnen var at Rec sukret garantipillen.

Sukkeret besto i at garantistene, som var Recs storeiere, kunne få overtegne ved å overta alle ubrukte tegningsretter gratis. Dette var mulig å få til fordi tegningsrettene ble gjort uomsettelige. Sukkeret var derfor søtere jo høyere sjansen var for at aksjens markedsverdi ville overstige tegningskursen i tegningsperioden.

Dette betyr at mens selve fulltegningsgarantien kostet cirka ti prosent av emisjonsbeløpet, var sukkeret verd cirka åtte prosent. Sukringen tilsvarer altså hele 80 prosent av kostnaden for fulltegningsgarantien. Siden emisjonsbeløpet var 800 millioner kroner, var kroneverdien av sukkeret cirka 80 millioner da kontrakten med garantistene ble skrevet i juli.



BETALTE. 80 prosent av regningen ble sendt til de småeierne som ikke kom til å tegne, skriver Øyvind Bøhren.

Hvem betalte dette sukkeret? Ikke alle Rec-aksjonærene, men bare de som ikke kom til å tegne selv om markedsverdien skulle bli høyere enn tegningskursen. Den virkelige garantikostnaden er altså cirka 100 millioner, men 80 av de 100 ble betalt av de minoritetseierne som ikke kom til å tegne.

Dermed lagde Rec-styret en interessekonflikt mellom eierne. Rec betalte full pris til storeierne for fulltegningsgarantien, mens 80 prosent av regningen ble sendt til de småeierne som ikke kom til å tegne. Derfor tar Berdal feil når hun skriver: «Denne modellen sparte aksjonærene for en ekstrakostnad på syv-åtte prosent av hele emisjonsbeløpet, uten usaklig forskjellsbehandling.» Mitt poeng er at modellen ikke sparte emisjonskostnader. Derimot fordelte den emisjonskostnadene usaklig fordi fordelingen



■ **REC-AVLEGGER.** Konsernsjef Øyvind Hasaas ringte i bjellen da det utskilte selskapet Rec Solar ble notert på Oslo Børs 25. oktober. Foto: Silje Eide

var omvendt proporsjonalt med eierandelene.

Berdal skriver også «Jeg er selvsagt enig med Bøhren i at tegningsretter normalt bør være omsettelige, men det kan ikke være en ubetinget regel når andre «pakkeløsninger» er bedre egnet til å fremme aksjonærfellesskapets interesser».

Det Berdal kaller pakkeløsning er det jeg kaller sukkerløs-

ningen. Jeg kan vanskelig forestille meg en løsning som er dårligere egnet til å fremme aksjonærfellesskapets interesser.

Sukkerløsningen gjør dessuten at mens det tilsynelatende koster cirka ti prosent å emitte, er den virkelige kostnaden enda høyere. Dette skyldes den ekstrakostnaden som oppstår når det overføres verdier mellom aksjonærgrupper.

Forskjellsbehandling i dag slår tilbake som dyrere egenkapital i morgen. Brente minoritetseiere blir til skeptiske minoritetseiere. Og da lider også storeierne i neste runde. Ikke bare i Rec, men dessverre også i andre selskaper.

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

GASELLEKONFERANSEN FOR HEDMARK OG OPPLAND 18. NOVEMBER

SCANDIC HOTEL HAMAR. FROKOST SERVERES FRA KL. 08.00. KONFERANSEN PÅGÅR FRA KL. 08.40 – 10.45.

- Innledning ved Sofie Mathiasen, politisk redaktør Dagens Næringsliv.
- Magne Østnor, analytiker DNB Markets – Lavere oljepris fremover. Hva betyr dette for Norge?
- Vegard Løvlén, partner i PwC – Gaseller med kondis: Verdiskaping som varer.
- Ulf Bjerknes, administrerende direktør Swix – Hvordan skape lønnsomme merkevarer i Norge.
- Kåring av Gasselvinner i Oppland.
- Kåring av Gasselvinner i Hedmark.

FOR PROGRAM OG PÅMELDING GÅ INN PÅ DN.NO/GASELLE
INGEN DELTAKERAVGIFT



SOFIE MATHIASSEN



MAGNE ØSTNOR



VEGARD LØVLIÉN



ULF BJERKNES



DN Gasselkonferansene

HOVEDSAMARBEIDSPARTNERE



PARTNERE



DE HISTORISKE
hotel & spisesteder