

The Parent Company Puzzle

Case: Opticom og Fast Search & Transfer

Daniel Frøyland og Arnt Ove Sørheim

Veileder: Einar Bakke

Utredning i fordypnings/spesialfagsområde: FIE - Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

The Parent Company Puzzle (TPCP) er tilfeller hvor et morselskap har en lavere markedsverdi enn eierandelen i et børsnotert datterselskap. I 18 måneder fra mai 2004 til november 2005 hadde det norske selskapet Opticom en lavere markedsverdi enn selskapets eierandel i Fast Search & Transfer. Generelt finnes det ingen forklaring på hvorfor denne feilprisingen oppstår, og ettersom vi i Norge kun kjenner til ett tilfelle av fenomenet, tar utredningen mål av seg å forklare dette tilfellet spesielt.

For å belyse dette fenomenet gjennomgår vi en rekke potensielle forklaringer, med hovedvekt på skatt, agentteori og corporate governance – regler. Eksempler på dette er ikke balanseførte skatteforpliktelser, suboptimal atferd av ledelsen, og brudd på god corporate governance som dårlig kommunikasjon og unorske kompensasjonspakker. Vi finner at disse momentene forklarer en rabatt i Opticom gjennom hele perioden, og i tillegg finner vi fire utløsende hendelser.

Den første er en potensiell skatteforpliktelse ved et eventuelt salg av Opticoms eierandel i Fast, som i 2004 overstiger 300 millioner kroner. I november samme år fremlegges imidlertid nye skatteregler som fjerner gevinstbeskatningen for aksjeselskaper. Rabatten reduseres på dette tidspunktet til nesten null.

I februar 2005 medfører to hendelser til at rabatten igjen begynner å stige. Først annonserer Intel at samarbeidet med Opticom om polymerforskningen er over. Ettersom Intel i motsetning til de fleste aktørene ved Oslo Børs hadde både kompetanse og informasjon til å vurdere verdien av forskningen, var dette et sterkt negativt signal om Opticoms fremtid. Like etter uttaler i tillegg Opticoms ledelse i sterke ordelag skepsis til selskapets fremtid, der halvårlige emisjoner må til for å finansiere den løpende driften.

Den 8. november 2005 blir så en større aksjepost tilhørende hovedaksjonærene Keith og Fussell tvangssolgt. Frem til dette var muligheten for (fiendtlige) oppkjøp svært begrenset, men dette utløser en kamp om Opticom som resulterer i at rabatten forsvinner. I denne perioden observeres de groveste bruddene på god corporate governance, bl.a. en rettet emisjon til én nærstående investor samme dag som tvangssalget skjer. Selv om vi har studert en anomali i markedet, finner vi altså rasjonelle årsaker til at situasjonen oppstod og vedvarte så lenge.

1.0 Forord

Høsten 2005 forsøkte en investorgruppe å frata majoritetsaksjonærene i Opticom makten. Bakgrunnen var en elendig kursutvikling i selskapet, der salg av eierandelen i datterselskapet i Fast Search & Transfer ville kunne gi en rask gevinst. Perioden var preget av et stort mediefokus, der de ulike aktørene fikk mye oppmerksomhet for sine kraftige utspill.

Formålet med utredningen var å avdekke årsakene til hvordan feilprisingen mellom Opticom og Fast Search & Transfer kunne oppstå og vedvare i halvannet år. Det var klart at forklaringen på feilprisingen var sammensatt, så for å belyse problemstillingen har vi gjennomgått internasjonale studier på lignende tilfeller, økonomiske teorier samt over 1200 børs- og nyhetsartikler.

Arbeidet har vært både underholdende og lærerikt, der utredningens tema for oss er en søm av både kjente og mindre kjente økonomiske teorier. Aktørene i striden om Opticom har i tillegg gjennom sine fargerike uttalelser gjort analysearbeidet tidvis meget fornøytelig.

Vi ønsker å takke veileder Einar Bakke, professor Kjell G. Nyborg og personalet på biblioteket ved NHH for verdifull hjelp underveis.

Med Vennlig Hilsen

Daniel Frøyland

Arnt Ove Sørheim

Innholdsfortegnelse:

1.0 Forord	3
2.0 Innledning	6
2.1 Motivasjon og presentasjon av problemstillingen.....	6
2.2 Analyse av problemstillingen.....	9
2.3 Valg og analyse av undersøkelsesdesign	10
2.4 Innsamling av data	11
2.4.1 <i>Beskrivelse av utregning av stubverdien</i>	11
2.5 Pålitelighet og gyldighet.....	12
2.6 Utredningens oppbygning	13
DEL I: Teori	14
3.0 Internasjonale studier	14
3.1 Can the Market Add and Subtract? Mispricing in Tech Stock Carve- outs.....	14
3.2 The parent company puzzle: when is the whole worth less than one of the parts?.....	16
3.3 The parent company puzzle on the German stock market	18
3.4 Oppsummering	19
4.0 Teoretisk fundament	20
4.1 Agentkostnader.....	20
4.1.1 <i>Free cash flow problemet</i>	21
4.1.2 <i>Ledelsens atferd når de eier mindre enn 100% av selskapet</i>	22
4.2 Corporate Governance.....	24
4.2.1 <i>Eierskap og lønnsomhet</i>	25
4.2.2 <i>Eierstruktur</i>	26
4.2.3 <i>Styrestruktur og teori om det optimale styret</i>	30
4.2.4 <i>Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (2006)</i>	31
4.3 Gratispassasjerproblemet ved oppkjøp.....	33
4.4 Skattevirkninger	34
4.5 Likviditetsbeskrankninger	34
4.6 Støytaderrisiko og begrensninger i arbitrasjemuligheter	35
4.7 Ikke balanseførte poster	36
4.8 Tunneling	36
DEL II: Analyse	38
5.0 Case: Opticom og Fast Search & Transfer	38
5.1 Presentasjon av selskapene.....	38
5.1.1 <i>Opticom ASA</i>	38

5.1.2 <i>Fast Search & Transfer</i>	39
5.2 Opticom i media siste 10 år.....	40
5.3 Analyse av The Parent Company Puzzle i Opticom og Fast.....	41
6.0 Hendelsesforløpet frem til oppkjøpet av Opticom	45
7.0 Analyse av negativ stubverdi i Opticom og Fast	59
7.1 Skattevirkninger i Opticom.	59
7.1.1 <i>Skattebelastning av kapitalgevinster</i>	59
7.1.2 <i>Timing av skattebelastning</i>	60
7.2 Likviditetsbetraktninger	60
7.3 Støytraderrisiko og arbitrasjebegrensinger.....	62
7.3.1 <i>Støytraderrisiko</i>	62
7.3.2 <i>Arbitrasjebegrensninger</i>	63
7.4 Ikke balanseførte poster	63
7.5 Agentkostnader.....	64
7.5.1 <i>Free cash flow problemet</i>	65
7.5.2 <i>Eierstruktur og ledelsens adferd</i>	66
7.6 Corporate Governance.....	67
7.6.1 <i>Eierskap og lønnsomhet</i>	67
7.6.2 <i>Eierstruktur</i>	70
7.6.3 <i>Styrestruktur og analyse av styret</i>	71
7.6.4 <i>Norsk anbefaling eierstyring og selskapsledelse</i>	72
7.7 Tunneling	73
7.8 Transaksjonskostnader og gratispassasjerproblemet ved oppkjøp.....	74
7.8.1 <i>Transaksjonskostnader</i>	74
7.8.2. <i>Gratispassasjerproblemet ved oppkjøp</i>	75
8.0 Avslutning	77
8.1 Konklusjon	77
8.2 Forbedringsområder ved utredningen	79
8.3 Forslag til videre studier.....	80
9. 0 Litteraturliste	81
Appendix	87
Vedlegg 1	87
Vedlegg 2	88
Vedlegg 3	89

2.0 Innledning

2.1 Motivasjon og presentasjon av problemstillingen

“(…) in this world nothing is certain but death and taxes” (B. Franklin, 1789)

Finansiell teori består av et sett av lover og regler for markeders virkemåte. Loven om tilbud og etterspørsel står vanligvis støtt. Aksjekursers sanne verdi er absolutte og har ingen relativt sikker målestokk. Men hvis det finnes forskjellige aksjer som har både identisk kontantstrøm og risiko, men ulik pris, må det da også finnes muligheter for å tjene ”gratis penger”. Slike tilfeller kategoriseres som brudd på loven om én pris (Rosenthal & Young, 1990).

Høsten 2005 ble Opticom ASA, et av de mest medieomtalte selskapene ved Oslo Børs de siste ti år, satt i spill. Selskapets hovedaksjonærer, britene Robert Keith og Thomas Fussell, var under et stadig økende press etter en lengre tid med meget svak kursutvikling. En aksjonærgruppe ledet an av investorene Øystein Stray Spetalen, Petter Stordalen og Orkla ASA signaliserte at de ønsket å kaste styret, og realisere de underliggende verdiene i selskapet.

Opticom hadde på dette tidspunktet to vesentlige eiendeler – heleide Thin Film Electronics og en 30 % eierandel i børsnoterte Fast Search & Transfer (heretter bare Fast). Raidforsøket fra aksjonærgruppen ble utløst etter at verdien av Opticoms eierandel i Fast i lengre tid hadde oversteget verdien av hele Opticom. Opticoms øvrige aktivitet ble på dette tidspunktet implisitt verdsatt av markedet med en negativ verdi på hele 750 millioner kroner. Denne differansen kalles ”stubverdien” ($MV_{Morselskap} - MV_{Datterselskap} - MV_{NetOtherAssets}$), der en negativ stubverdi antyder en feilprising av enten morselskapet, datterselskapet eller begge.

Hvordan kunne så denne tilsynelatende feilprisingen mellom selskapene oppstå, og hvorfor ble den ikke utnyttet av markedet tidligere?

Fenomenet, kjent som The Parent Company Puzzle, viser seg ikke å være unikt i sitt slag. Internasjonale studier viser at eierandeler i teknologiaksjer ved en rekke anledninger har oversteget morselskapets verdi, uten at det så langt har vært noen generelle forklaringer i økonomisk teori om hvordan dette kan skje.

Vi ønsker å finne isolerte forklaringer på fenomenet i tilfellet Opticom og Fast, og vi har dermed valgt følgende problemstilling;

”Hvorfor oppstod og vedvarte den negative stubverdien mellom Opticom og Fast Search & Transfer?”

Nedenfor har vi tatt med hovedmomentene i perioden fra da den negative stubverdien oppstod til den endelig forsvant høsten 2005. Vi kommer nærmere tilbake til caset og hendelsesforløpet i kapittel 5 og 6:

- 24.mai 2004: Den negative stubverdien oppstår første gang, 3 millioner kroner.
- November 2004: Nye skattelover som bl.a. omhandler skattepliktig gevinst ved aksjesalg i aksjeselskaper offentliggjøres. En potensiell skattepliktig gevinst for Opticom ved salg av Fast- aksjene forsvinner. Opticom stiger, og stubverdien er nesten null ved inngangen til 2005.
8. februar 2005: Opticom offentliggjør at samarbeidet med Intel definitivt er over. Intel tror ikke Opticoms teknologi er kommersialiserbar. Ledelsen i Opticom uttrykker like etter uvisshet om selskapets fremtid, og annonserer samtidig at de vil behøve halvårlige emisjoner for å dekke den løpende driften. Opticom- aksjen faller markant.
2. juni 2005: Opticom får inn 58 millioner kroner i en emisjon. Kursen stiger.
13. september 2005: Terra Securities presenterer en kjøpsanbefaling på Opticom etter at Fast kursen har steget voldsomt uten at Opticom har fulgt etter. Fast har nå steget 66 % siden nyttår, mens Opticom totalt er opp 20 %. Rabatten i Opticom er 550 millioner kroner. Kursen i Opticom stiger.
6. oktober 2005: Kursen i Fast og Opticom faller hhv. 6,6 % og 8,5 %. Fra 3. oktober til 19. oktober faller børsen ca. 15 %. Fast og Opticom fulgte med.
10. november 2005: Det blir kjent at Thomas Fussell og Robert Keith har måttet tvangsselge Opticom- aksjer etter krav fra kreditorer. Orkla og investor Øystein Stray Spetalen er blant kjøperne.

Samme dag gjør Opticom en rettet emisjon mot Hong Kong- baserte Eric K. Simpson på 68 kr pr. aksje. Markedet spekulerer i at Keith og Fussell med dette ønsker å sikre kontrollen i Opticom.

11. november 2005: En investorgruppe bestående av Orkla, Dnb Nor- fond, ABN AMRO og Øystein Stray Spetalen tilbyr Opticom 78 kr pr. aksje i den samme emisjonen. Dette vil gi Opticom 13 millioner ekstra. Opticom takker nei med begrunnelse i avtalen de har med Eric Simpson. Investorgruppen ber så om at emisjonen granskes av Oslo Børs. Rabatten er nå 700 millioner (se vedlegg 2 for oversikt over partene i striden).

Kampen om Opticom hardner til. Robert Keith kaller Øystein Stray Spetalen og de andre investorene for pirater. Spetalen svarer med å kalle Keith og Fussell for røvere og rovdyr.

- Å bli kalt pirat av Robert Keith er et stort kompliment. Det er stort å bli kalt det av togrøvere (Øystein Stray Spetalen til Dagens Næringsliv, 11.11.06).

18. november 2005: Rabatten er nede i 400 millioner.

19. november 2005: Det blir kjent at Keith og Fussell utøver 900 000 tegningsretter. Disse kan bidra i å tippe den forestående generalforsamlingen deres vei.

23. november 2005: Fast henter 600 millioner i en emisjon, noe som sender kursen ned. Samtidig stiger Opticom. Rabatten er nå 5 %.

24. november 2005: Rabatten er nå helt borte.

1. desember 2005: Det blir kjent at Fast har kjøpt 1,5 millioner aksjer i Opticom for 240 millioner kroner.

2. desember 2005: Opticomgründer Hans Gude Gudesen går overraskende ut med støtte til ”piratene” Spetalen & Co.

7. desember 2005: Piratene slår togrøverne med knappest mulig margin (21 000 stemmer) under generalforsamlingen i Opticom, og kaster Keith og Fussell fra

styret. Fast- sjef John Magnus Lervik krever ny generalforsamling ettersom Fast manglet 400 000 aksjer som var lånt ut til short- salg.

10. desember 2005: Fast legger inn bud på hele Opticom. Striden er over.

2.2 Analyse av problemstillingen

Utgangspunktet for denne utredningen har vært å gjennomføre en analyse av de faktorene som potensielt har forårsaket den negative stubverdien, og hvordan denne kunne vedvare i nesten et og et halvt år:

”Hvorfor oppstod og vedvarte den negative stubverdien mellom Opticom og Fast Search & Transfer?”

Foranledningen for enhver empirisk undersøkelse er et spørsmål. Problemstillingen må formuleres slik at den kan undersøkes empirisk, og må konkretiseres slik at den bringes fra et teoretisk til et operativt nivå. Problemstillingen vår inviterer til et beskrivende design. Vi avgrensner i tid, og ønsker dermed å konsentrere utredningen rundt den siste tiden av Opticoms levetid. Selv om stubverdien også var negativ gjennom store deler av 2004, velger vi å fokusere på hendelser som fant sted i 2005. Dette skyldes både at størrelsen på stubverdien ikke var særlig stor i 2004, men også fordi vi tror at mange av forklaringene for den negative stubverdien i 2004 gikk igjen og ble forsterket gjennom 2005.

En analyse av problemstillingen er viktig av flere grunner, men først og fremst fordi det er denne som bestemmer hva slags undersøkelsesdesign og metode som skal benyttes til å samle inn empirien. En bevissthet om de metodiske grunnreglene er viktig for å sikre seg en mest mulig korrekt tolkning av data, og unngå den endeløse rekken av potensielle feil i prosessen som kan gi seg utslag i de resultatene vi får. Likevel er det vanskelig for en utredning på dette nivå og omfang å ikke få et innslag av usikkerhet knyttet til resultatene vi kommer med.

Det første man ofte drøfter i en slik analyse, er om problemstillingen er av en klar eller uklar natur. Det en må spørre seg er om det i formuleringen går klart frem om hva vi ønsker å undersøke. En typisk klar problemstilling kunne for denne utredningen vært å spørre om det var skattehensyn som førte til den negative stubverdien. Likevel er ikke problemstillingen vår helt uklar. Det er gitt av en oppgave i finansiell økonomi at det er disse teoriene som skal

forklare fenomenet. Teknologiske eller psykologiske argumenter vil ikke drøftes inngående. Samtidig er det naturlig at problemstillingen gradvis blir klarere etter hvert som prosessen fremstiger.

Som en siste drøfting tar vi med de tre kriteriene for at en problemstilling skal være anvendbar; 1) spennende, 2) enkel, og 3) fruktbar. Dette innebærer først og fremst at gruppen selv skal føle at det er en spennende problemstilling, men et naturlig krav er at konklusjonene i hvert fall ikke er gitt på forhånd. Videre bør den ha et korrekt ambisjonsnivå i den forstand at den ikke bør prøve å favne for dypt, men snarere forsøke å avdekke en liten del av virkeligheten (derfor casestudium). Utredningen har ingen intensjoner om å generalisere, og ønsker utelukkende å si noe om dette tilfellet. I tillegg må den altså kunne belyses empirisk, tilføre ny kunnskap, og gjerne være tuftet på tidligere forskning, enten som en forlengelse eller kritikk (Jacobsen, 2003). Vi opplever disse kriteriene for å være på plass, med begrunnelse i teksten innledningsvis.

2.3 Valg og analyse av undersøkelsesdesign

Når valget av problemstilling er gjort, vil en måtte finne en metode for å belyse denne. Valg av undersøkelsesopplegg vil ha stor betydning for den gyldighet og pålitelighet studien vil ha tilslutt, og en bør derfor sørge for at en velger et design som er egnet til å finne det en ønsker å måle, samt at den i minst mulig grad påvirker det endelige resultatet. Ved valg av undersøkelsesdesign, vil vi derfor først måtte ta stilling til om vi ønsker å gå i dybden (intensivt) eller i bredden (ekstensivt).

Et intensivt design kjenner vi som et ønske om å få et så helhetlig bilde av et fenomen som overhodet mulig. Dette betyr at vi ønsker å få frem alle nyansene, som igjen innebærer at vi vil måtte inkludere alle variabler tenkelig. Et intensivt design forbinder vi ofte med et kvalitativt design, der en ser på et fåtall enheter. Grunnen til dette er at en naturlig forlengelse av at man ønsker en nyanserikdom, forutsetter en viss nærhet til det studerte. For de fleste vil det være et umulig ressursproblem å oppnå en detaljrik beskrivelse av et fenomen fra avstand. Samtidig ønsker man altså å forstå forholdet mellom undersøkelsesenheten og konteksten den går inn i. Et eksempel på et intensivt design er vårt casestudie av Opticom og Fast (Jacobsen, 2003).

Avveiningen mellom intensive og ekstensive design vil lett kunne være et valg mellom relevans og muligheten til å generalisere. Intensive design vil få frem en mengde relevante data, og vil ofte inneha høy intern gyldighet. Problemet blir ofte at en får for spesifikke studier, og at det blir vanskelig å påstå at de funnene man gjør gjelder for noen andre. Et ekstensivt design vil kunne gjøre dette (generalisere), men domineres ofte av overfladiskhet ved at kun de variabler en på forhånd har sett seg ut blir belyst. En klarer dermed ikke å fange opp eventuelle andre mål. Det er likevel verdt å nevne at avveiningen oftest gjøres på bakgrunn av ressursmessige spørsmål. Designtriangulering, en kombinasjon av de to, er ofte å foretrekke (Jacobsen, 2003).

Det er klart at The Parent Company Puzzle ikke oppstår ofte nok til at et rent ekstensivt design er mulig. Særlig vanskelig ville dette vært på norske data, der vi utelukkende kjenner til Opticom og Fast. Selv om vi har benyttet noe kvantitativ metode i analysen av aksjekursene, har vi likevel basert utredningen på kvalitative analyser av agentkostnader og god eierstyring. Utredningen referer imidlertid også til tre internasjonale studier, hvor kvantitative metoder i større grad har vært benyttet. Vi har derfor støttet oss på disse når vi har strukturert utredningens oppbygning og analyse. Vi opplever at vi på en hensiktsmessig måte har avdekket momentene som en god konklusjon bør basere seg på.

2.4 Innsamling av data

Når vi har valgt et undersøkelsesdesign må vi bestemme oss for hva slags type data vi ønsker å samle inn. Vi sonderer da mellom kvantitative (tall) og kvalitative (ord) data, og som redegjort for over har vi valgt å gjøre en hensiktsmessig triangulering av disse.

Selve datainnsamlingen har bestått av både ubehandlede rådata som aksjekurser, samt tekstkilder som børsmeldinger, avisartikler og årsrapporter.

2.4.1 Beskrivelse av utregning av stubverdien

Alle kursdata er hentet fra Børsprosjektet Amadeus ved NHH. Informasjon vedrørende utbytte og kapitalutvidelser er hentet fra Newsweb.no. Volumtall er hentet fra Netfonds internettsider. Balansevurdering er gjennomført med grunnlag i årsrapporter fra Opticom. I analysen finner vi det gunstig å beregne stubverdien i Opticom slik;

– Markedsverdi av Opticom

- Kortsiktig gjeld
 - Avsetning forpliktelser
 - + Anleggsmidler i Opticom
 - + Kontantbeholdningen i Opticom
 - + Markedsverdi av Opticoms FAST aksjer
-
- = Stubverdi / rabatt

Videre vil vi ved utregningen av stubverdien, redusere kontantbeholdningen med 24 millioner kr i kvartalet (tilsvarende driftsresultatet), samtidig som emisjoner vil øke kontantbeholdningen. Opticom betalte ikke ut utbytte i perioden.

Argumentet for regnestykket er.

1. Vi tenker at en kjøper hele Opticom fra børs og betaler observert markedspris.
2. Innfrielse av både den kortsiktige gjelden i selskapet og betaler ut avsetning for forpliktelser.
3. Selger ut anleggsmidlene i Opticom
4. Beholder kontantbeholdningen i Opticom
5. Selger ut FAST aksjene på børs til markedsverdi

Skulle en etter dette få en positiv verdi, har en oppnådd fortjeneste. Denne kalles også som kjent negativ stubverdi.

2.5 Pålitelighet og gyldighet

Det er klart at en undersøkelse på dette nivået er nødt til å ha en viss utfordring både i forhold til pålitelighet og ekstern- og intern gyldighet. Der vi har tolket rene statistiske undersøkelser beregnet av ubehandlet rådata vil den interne gyldigheten være stor, og det er også grunn til å forutsette at påliteligheten er det samme. I analysen av tekstkilder vil det imidlertid være en fare for at vi ikke har ivaretatt den distansen og objektiviteten som er nødvendig. I enhver forskning vil det være innslag av før-dommer o.l. som vil kunne påvirke resultatene (Jacobsen, 2003). Denne utredningen er tvilsomt et unntak.

I den kvalitative analysen har gruppen bl.a. basert seg på børsmeldinger og årsrapporter. Børsinformasjon må ansees som troverdig og underlagt strenge krav, og vi forutsetter dermed

at validiteten av denne informasjonen er høy. Kilder som avisartikler kan inneholde fargede synspunkter som påvirker de konklusjonene som vi tilslutt har kommet til enighet om.

2.6 Utredningens oppbygning

Utredningen tar sikte på å beskrive og analysere faktorene som kan forklare den negative stubverdien i forholdet mellom Opticom og Fast. For å belyse dette har vi valgt å strukturere utredningen i fem hoveddeler; internasjonale studier av TPCP, et teoretisk fundament, analyse av caset, analyse av hendelsesforløpet og analyse av forklaringsfaktorer.

I kapittel 3 starter utredningen med en gjennomgang og drøfting av internasjonale studier av TPCP. Dette kapittelet er en innledende analyse av fenomenet generelt som vi benytter som grunnlag for den senere analysen av vårt eget case.

I kapittel 4 presenterer vi en rekke teoretiske tilnærminger som kan forklare at feilprisingen oppstod i Opticom og Fast. Særlig vekt legger vi på agentkostnader og syn på rollen til corporate governance i aksjemarkedet.

I kapittel 5 presenterer vi så selskapene og ser på selskapenes historie frem til feilprisingen oppstod. Vi analyserer det relative forholdet mellom selskapene og hva som karakteriserer vårt case.

I kapittel 6 har vi samlet all offentlig informasjon fra perioden vi undersøker. Formålet med kapittelet er å gå grundig gjennom perioden hvor den negative stubverdien nådde sine største høyder og endte som følge av kamp om kontrollen.

I kapittel 7 tar vi for oss erfaringene fra internasjonale studier, analysene i kapittel 5 og 6, og gjennomgår i detalj teoretiske forklaringer på fenomenet presentert tidligere i utredningen.

I kapittel 8 trekker vi sammen trådene, og konkluderer.

DEL I: Teori

3.0 Internasjonale studier

The Parent Company Puzzle er diskutert i en rekke artikler de siste årene. Disse viser at det finnes flere påfallende likheter mellom de ulike casene, men også at forskjellene i blant er betydelige. I dette kapitlet vil vi gi innblikk i noen eksempler på negativ stubverdi, og hvilke synspunkter ulike forskere har hatt på disse.

3.1 Can the Market Add and Subtract? Mispricing in Tech Stock Carve-outs

Owen A. Lamont and Richard H. Thaler (Journal of Political Economy, 2003)

Den 2. mars 2000 solgte 3Com en andel av sitt heleide datterselskap Palm gjennom en IPO. 3Com annonserte samtidig at de i påvente av en forventet godkjenning av de amerikanske skattemyndighetene ville selge ut de resterende aksjene i Palm i løpet av året. 3Coms aksjonærer ville da motta 1,5 aksje i Palm for én 3Com- aksje.

Investorer kunne altså enten kjøpe 150 aksjer i Palm direkte, eller 100 i 3Com der de ville fått en indirekte eierandel i Palm samt en andel av 3Coms øvrige aktiviteter. Siden 3Com hadde \$10 per aksje i kontanter og verdipapirer i tillegg til andre aktiviteter, ville man forvente at 3Com- aksjen ville handles til minst noe over 1,5 ganger verdien av Palm- aksjen.

Etter den første dagen med omsetning i Palm- aksjen sluttet den på \$ 95,06. Dette skulle antyde at 3Com- aksjen som dagen før hadde vært handlet til \$104,13 ville stige kraftig til minimum \$ 145. Isteden falt 3Com til \$ 81,81. "Rabatten" i 3Com- aksjen var dermed \$ -63, noe som innebærer at markedet implisitt verdsatte alle aktiviteter utover eierposten i Palm til minus 22 milliarder dollar!

Nedenfor viser vi utviklingen i stubverdien til 3Com/ Palm.

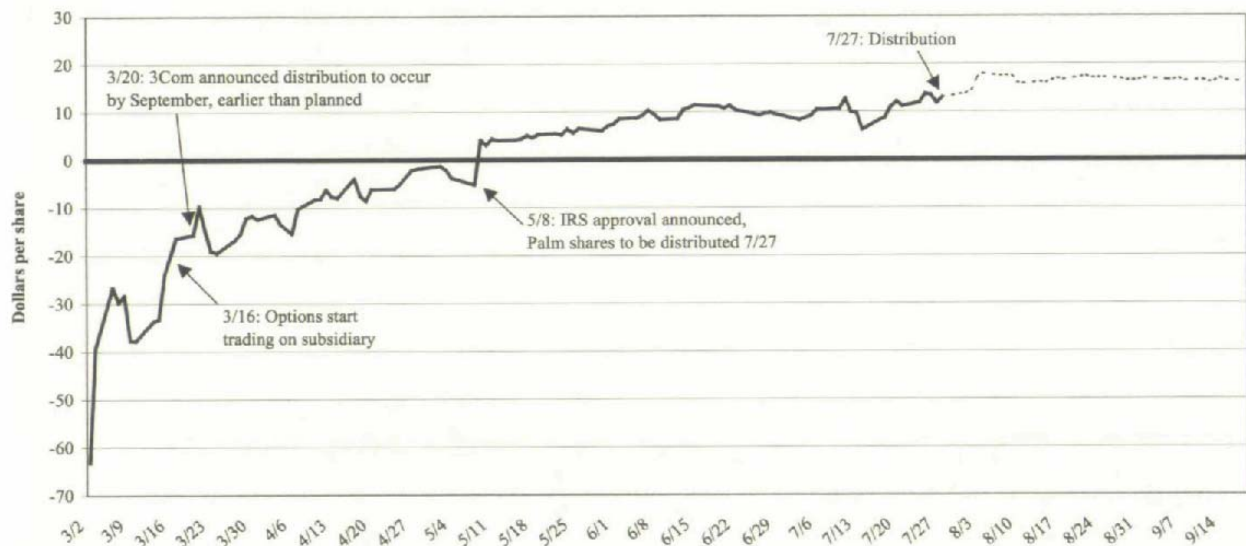


FIG. 3.—3Com/Palm stub, March 2, 2000–September 18, 2000

Til tross for at feilprisingen var diskutert i både Wall Street Journal og New York Times viser figuren over at markedet eliminerte feilprisingen meget langsomt. Forklaringene på dette kan være mange, men mye kan være knyttet til kostnader forbundet med short- salg i aksjen. Om dette enten er svært kostbart, eller simpelthen umulig, vil det kunne forklare hvorfor investorer ikke selger den overprisede aksjen. Det forklarer imidlertid ikke hvorfor noen kjøper den. Om investorene har risikosøkende atferd, informasjon som ikke markedet har, eller av andre grunner ønsker å holde overprisede aksjer, f.eks. greater fool theory (se Harrison og Kreps, 1978), kan dette være mulige forklaringer. Markedet kan altså være effisient samtidig som prisene er irrasjonelle.

Forfatterne av artikkelen fant totalt 6 tilfeller av teknologiaksjer med negativ stubverdi. Samtlige morselskaper, og de seks datterselskapene var notert på NASDAQ- børsen. I fem av tilfellene var stubverdien negativ i over to måneder. Felles for alle selskapene var også en rekke investorkarakteristikker. Datterselskapene hadde gjennomgående høyere turnover blant investorene og lavere institusjonelt eierskap. Det kan også synes som at investorene på emisjonsdatoen har solgt morselskapet til fordel for å kjøpe i datterselskapet. Dette kan støtte opp om at irrasjonell atferd har drevet opp prisene.

Tilbud og etterspørsel holder dermed fortsatt i økonomien. Om optimistiske investorer er villige til å by opp prisene, og treghet i short-salg markedet ikke evner å oppveie for dette, vil det være optimistene som setter prisen.

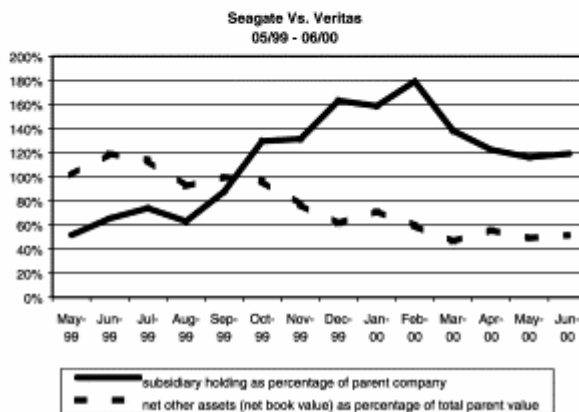
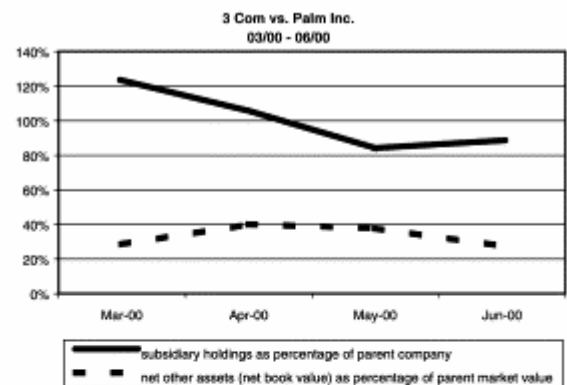
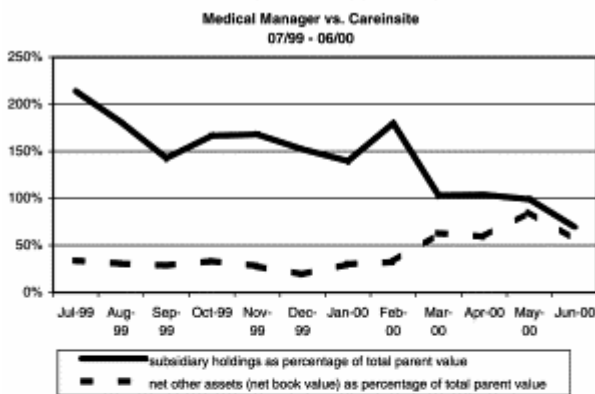
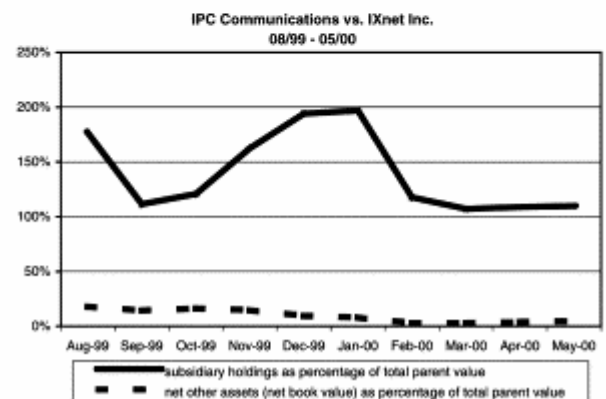
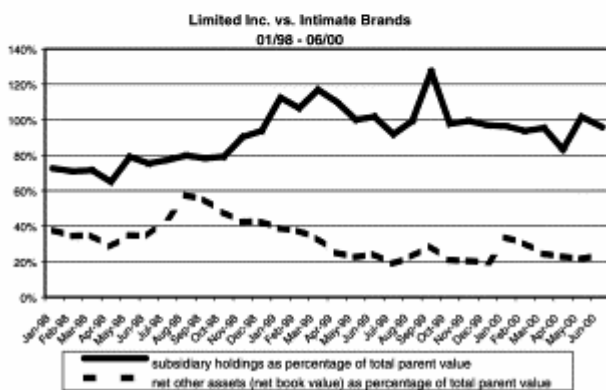
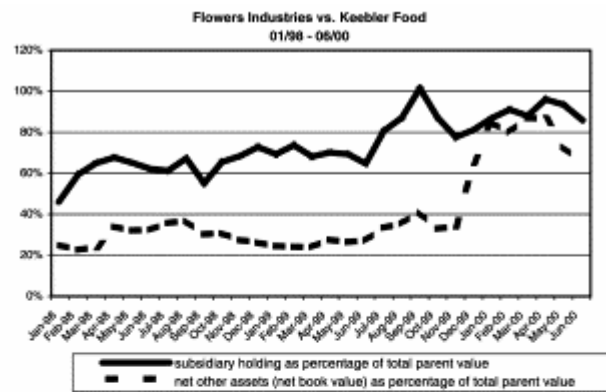
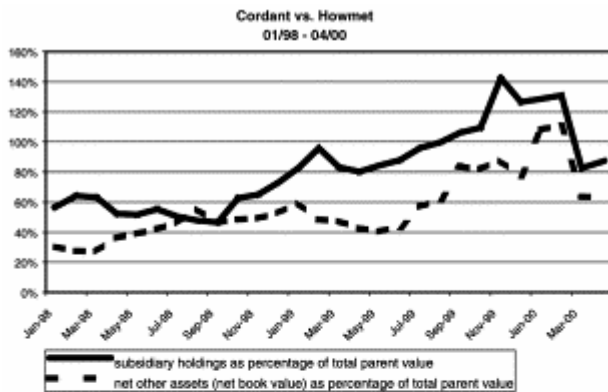
3.2 The Parent Company Puzzle: When is the whole worth less than one of the parts?

Bradford Cornell & Qaio Liu (Journal of Corporate Finance, 2001)

Medical Manager hadde 3. januar 2000 en markedsverdi på 2,92 milliarder dollar. Selskapet hadde fire store eierposter; 100 % eierskap i Medical Manager Health Systems (MMHS), 100 % eierskap i Porex, om lag 325 millioner dollar i likvider, og en 72 % eierandel i Careinsite. Samme dag var markedsverdien i Careinsite 5,87 milliarder dollar. De tre andre eierpostene i Medical Manager var dermed priset av markedet til minus 1,31 milliarder dollar. Det bemerkelsesverdige var at både MMHS og Porex var stødige selskaper med lang historie, god ledelse og positive resultater.

Artikkelen tar for seg ytterligere seks case med børsnoterte mor- og datterselskaper hvor morselskapets eierandel i datterselskapet verdsettes høyere enn markedsverdien til morselskapene. Selskapene er fra ulike bransjer, men synes å ha én felles nevner. Med ett unntak er datterselskapene den ”sexy” komponenten – enten et høyteknologiselskap eller en produsent av kjente merkevarer. Selv om dette ikke burde være relevant, kan det isolert likevel synes som at det er det.

Nedenfor gjengir vi figurene for de syv morselskapene med tilhørende datterselskap. Den fete linjen angir markedsverdien av datteren i prosent av markedsverdien av selskapet. The parent company puzzle oppstår der denne er over 100 %, noe den med bare ett unntak (Flower Ind./Keebler Food) er over en lengre periode.



Forfatterne utførte studien gjennom tre steg. Først undersøkte de finansielle data hos morselskapet for å avdekke mulige skjulte forpliktelser. Deretter studerte de analytikerrapporter for å vurdere om det fantes betydelige operasjonelle problemer. Til slutt så

de på P/E- tall med sammenlignbare selskaper. Med to mindre unntak avdekket de ingen tegn til feilprising i morselskapet. Som en siste mulig rasjonell forklaring, undersøkte de om markedet ikke var klar over feilprisingen mellom mor- og datterselskapet. De avdekket heller ikke her noen god forklaring på feilprisingen – alle tilfellene hadde vært omtalt i analytikerrapporter, internettdiskusjoner eller avisoppslag.

De hadde nå dermed fire alternative forklaringer; likviditetsbeskrankninger, skattehensyn, støy fra meglere e.l., og agentteori. Alle de aktuelle selskapene hadde god likviditet på børsen, og dette kunne altså ikke være en god forklaring. De pekte også på at skatteforpliktelsene først oppstod om man solgte (aksjeposten i) datterselskapet, og at derfor heller ikke skattetiming kunne forklare fenomenet. De fant ingen gode grunner til at det skulle være en systematisk favorisering av datterselskapene fra støytrudere eller meglere.

Til slutt brukte de agentteori og intern allokering av kapital som en mulig forklaring. Et eksempel kan være om datterselskapet blir tappet for kontanter for å finansiere andre mindre lønnsomme prosjekter. Dersom dette er tilfellet kan det representere en fordel i å eie i datterselskapet direkte. The parent company puzzle oppstår imidlertid kun når morselskapet eier en kontrollerende andel i datterselskapet. Hvis morselskapet opptrer suboptimalt vil dette også påvirke alle andre aksjonærer i datterselskapene.

Artikkelen forsøker altså å forklare de syv casene med rasjonelle teorier som agentproblemer, likviditet eller skatter. Det eneste som støtter alle resultatene, er imidlertid at markedet er ineffisient, f.eks. gjennom short- salg beskrankninger. Som i den foregående artikkelen er det likevel vanskelig å forklare hvorfor datterselskapet ble irrasjonelt høyt priset. Varigheten av denne feilprisingen synes det heller ikke å være noen gode forklaringer på.

3.3 The parent company puzzle on the German stock market

Martin Eling & Frank Schumacher (Swiss Society for Financial Market Research, 2005)

Den 25. august 2003 sluttet markedsverdien av Mobilcoms eierandel i Freenet 31 % høyere enn Mobilcoms markedsverdi. Den negative stubverdien hadde da økt gradvis i nesten 12 måneder. På dette tidspunktet kom det imidlertid en rekke kjøpsanbefalinger på Mobilcom, og den 3. september 2003 oversteget markedsverdien i Mobilcom igjen markedsverdien av

eierandelen i Freenet. Den 30. desember 2003 var Mobilcom verdt 839,67 millioner euro, mens eierandelen i Freenet var verdt 551,75 millioner euro.

Artikkelen tar for seg 11 tilsvarende tilfeller i det tyske aksjemarkedet fra 1999 til 2003. De fant at en "long"-strategi i morselskapene i gjennomsnitt ville gitt 20 % meravkastning på markedet, mens en tilsvarende posisjon i datterselskapene ville gitt 1,32 % (innsignifikant) mindreavkastning. I gjennomsnitt var det dermed bare morselskapet som konvergente, mens datterselskapet beveget seg med markedet. Dette tyder på at morselskapene var underpriset, og ikke at datterselskapene er overpriset som følge av short-salg beskrankninger som de ovennevnte artiklene pekte på.

I motsetning til de ovennevnte artiklene forklares om lag halvparten av tilfellene med rasjonelle teorier. Det vises bl.a. til Essential Wagniskapital som gjorde en rekke mindre suksessfulle investeringer i teknologiindustrien. Agentkostnader kan dermed forklare denne samt et par andre tilfeller. Dårlig likviditet sannsynliggjøres som god forklaring i to andre tilfeller, der lavt volum i aksjene bidrar til at omsetning i mindre børsposter kan drive kursene. Støytrading og ikke balanseførte poster kan heller ikke utelukkes i et par av tilfellene. Noen generell forklaring på negative stubverdier finnes imidlertid heller ikke her.

3.4 Oppsummering

De to første artiklene tar for seg amerikanske tilfeller av negative stubverdier. De finner at fenomenet oftest forekommer når teknologiselskaper selger ut deler av et datterselskap. Disse datterselskapene blir ofte veldig populære, og delvis på grunn av beskrankninger i short-salg, blir de irrasjonelt høyt priset.

Den siste artikkelen er på tyske data og konkluderer noe annerledes. Særlig synes følgende faktorer å være gjeldende; i) morselskapet er underpriset, ii) det har vært mindre suksessfulle investeringer i teknologiindustrien, og iii) støytrading og ikke balanseførte poster har sannsynligvis spilt en rolle.

Erfaringene fra disse studiene er grunnlag for den videre analysen og drøftingen.

4.0 Teoretisk fundament

I dette kapitlet vil vi presentere teorier og mulige forklaringer på hvorfor The Parent Company Puzzle oppstår. I kapittel 7 anvender vi disse på Opticom og Fast.

Kapitlet starter med en definisjon av en prinsipal- agent relasjon og eksempler på hvordan denne kan føre til agentkostnader for aksjonærene. Senere presenteres corporate governance aspektet og retningslinjene fra Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse. Til slutt diskuteres momenter som gratispassasjerproblemet ved fiendtlige oppkjøp, skattehensyn, likviditets- og short-salg- beskrankninger, støytraderrisiko, ikke balanseførte poster og tunneling.

4.1 Agentkostnader

Vi definerer et agentforhold som en kontrakt hvor en eller flere personer (prinsipalene) setter en annen person (agent) til å utføre tjenester (f.eks. lede en bedrift) på deres vegne. Dette innebærer at noe av kontrollrettighetene overføres til agenten, og vi får en separasjon av eierskap og kontroll. Hvis begge aktørene i relasjonen søker å maksimere egen nytte, er det grunn til å anta at agenten ikke alltid vil handle i prinsipalens beste interesse. Ettersom prinsipalen ikke har fullstendig informasjon om agentens handlinger, vil prinsipalen benytte ulike metoder for å minimere denne informasjonsasymmetrien. Prinsipalen kan også minimere agentens avvik fra egne interesser ved å tilby agenten incentiver som sammenfaller med sine egne. Det er likevel tilnærmet umulig å sikre at agenten i ethvert tilfelle vil gjøre optimale valg sett fra prinsipalens side.

Kostnadene ved agentforholdet (agentkostnadene) defineres som summen av

- (1) overvåkningskostnader (prinsipalens overvåkning av agenten gjennom revisor, styre o.l.),
- (2) bindingskostnader (agentens bruk av tid og ressurser til å vise prinsipalen at han handler i prinsipalens beste interesse), og
- (3) residualkostnader (som oppstår der agenten handler mot prinsipalens beste interesse (moralsk hasard)).

(Jensen & Meckling, 1976)

I det følgende vil vi ta for oss hvordan ulike innfallsvinkler forklarer hvordan agentkostnader kan oppstå i et selskap.

4.1.1 Free cash flow problemet

Den frie kontantstrømmen er summen av nettoresultatet og endret finansieringsstruktur (f.eks. økt gjeld, emisjoner eller dividende) fratrukket nye investeringer. Det er her formålstjenelig å definere den frie kontantstrømmen som den kontantstrømmen som ikke går med til å finansiere prosjekter med positiv netto nåverdi. Konflikten mellom aksjonærene og ledelsen kan dermed bli forsterket i selskaper med en vesentlig fri kontantstrøm. Utfordringen er altså å motivere ledelsen til å betale dette i dividende, fremfor å investere i ulønnsom vekst.

En mulig løsning for et selskap med en vesentlig fri kontantstrøm kan være å primært bruke kontantstrømmen til å økt dividende eller tilbakekjøp av aksjer. Et løfte til markedet om en permanent økning av dividenden, vil imidlertid ikke være særlig troverdig. Ledelsen kan når som helst gå tilbake på dette løftet, og markedets konsekvente straff av dividendekutt er konsistent med teorien om agentkostnader ved fri kontantstrøm.

Et alternativ til et løfte om økt dividende er å øke gjeldsandelen. Ved å øke gjelden forplikter selskapet seg til fremtidige rentebetalinger og avdrag, og reduserer samtidig ledelsens muligheter til å investere i ulønnsomme prosjekter. Dette vil i tillegg motivere ledelsen til å yte høyere innsats for å møte kostnadskravene.

Den økte gjelden har likevel kostnader, gjennom en økt sannsynlighet for konkurs og påfølgende konkurskostnader. Den optimale gjeldsraten er hvor den marginale fordelene av gjeld ikke er større enn den marginale kostnaden.

Kontrollfunksjonen til gjeld er viktigst i selskaper med en stor kontantstrøm uten særlige vekstmuligheter. I selskaper som bør redusere sin aktivitet, er den enda viktigere ettersom høye faste kostnader vil øke ledelsens incentiver til å kutte i de minst lønnsomme prosjektene.

Som tidligere nevnt er også ulønnsomme oppkjøp ofte også et resultat av en høy fri kontantstrøm. Selskaper av denne typen er ofte gode kandidater til enten å gjennomføre oppkjøp eller selv å bli kjøpt opp. Mange fiendtlige oppkjøp av selskaper med høy kontantstrøm er gjennomført fordi ledelsen ikke disponerer ressursene som selskapets

aktiviteter genererer optimalt. Ofte blir disse selskapene pålagt stor gjeld (f.eks. gjennom en LBO), for å tvinge (den nye) ledelsen til å kutte de ulønnsomme aktivitetene. Over tid er målet at selskapet skal finne en konkurransedyktig form og et mer opprettholdbart gjeldsnivå. (Jensen, 1986)

Det klassiske eksemplet på free cash flow problemet er hentet fra oljeindustrien på 1970 tallet hvor det ble brukt enorme summer på oljeleting selv om det var billigere å gjøre indirekte investeringer i oljeselskaper direkte fra børsen. Samtidig mistet de fokuset på kjernevirksomheten og investerte i områder de manglet kompetanse på (Jensen 1986). Tilsvarende viser en studie (Blanchard et al. 1994) at selskaper som vinner store erstatninger i rettssaker gjør mindre gode investeringer fremfor å returnere pengene til investorene gjennom utbytte.

Et element i denne konflikten er ledelsens incentiver til å la selskapet vokse utover sin optimale størrelse. Vekst øker ledelsens makt gjennom økte ressurser i deres kontroll, og vekst er ofte også grunnlaget i ledelsens kompensasjonsplan.

Opticoms frie kontantstrøm bestod tilnærmet utelukkende av hyppige emisjoner (se bl.a. kapittel 6), men investeringene i Thin Film Electronics gjennom 10 år viste seg å aldri bli lønnsomme.

4.1.2 Ledelsens atferd når de eier mindre enn 100% av selskapet

Hans Gude Gudesen, Robert Keith og Thomas Fussell eide om lag 42 % av Opticom. De utgjorde også selskapets ledelse. Kunne dette medføre en rabatt i Opticom?

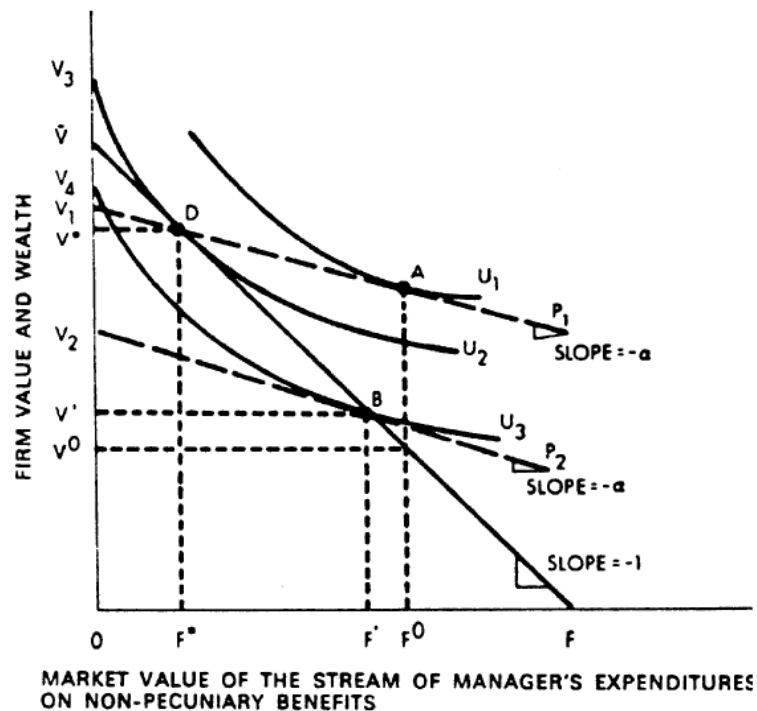
Hvis en leder eier 100 prosent av egenkapitalen i et selskap, vil hun gjøre valg som maksimerer hennes egen nytte. Etersom hun eier hele selskapet er det ikke viktig om hun samtidig maksimerer verdien av selskapet. Hun står fritt til å velge private goder som å jobbe mindre, kjøpe varer og tjenester fra venner, leie fasjonable kontorlokaler etc. Den optimale kombinasjonen er der den marginale nytten av disse private godene er lik den marginale nytten av økt formue.

Hvis lederen selger en andel av selskapet til eksterne investorer, vil agentkostnader oppstå i avviket mellom lederens og investorenes interesser. Hvis lederen selger 10 % av selskapet, vil hun nå bære kun 90 % av kostnadene ved de private godene. Samtidig vil hun bare få 90 % av verdiøkningen ved økt innsats. Begge disse momentene reduserer lederens incentiver til å

maksimere selskapets verdi. Dette vet de eksterne investorene, og de ønsker ikke å betale "full pris" for sine 10 % av selskapet. Alle kostnadene ved agentrelasjonen vil som en konsekvens pålegges agenten.

Modellen ble først presentert av Jensen & Meckling (1986), og kan formelt forklares ved hjelp av figuren under: Markedsverdien av selskapet er gitt av den vertikale akse (V), mens lederens bruk på private goder er gitt av den horisontale akse. Nyttekurven (U) er gitt av lederens foretrukne valg mellom maksimering av selskapets verdi og bruk av private goder. Den maksimale verdien av selskapet er \bar{V} , altså der lederen ikke bruker noen private goder. Om lederen eier 100 %, vil verdien av selskapet være V^* , gitt av nyttekurven U_2 .

Lederen selger nå en andel $(1-\alpha)$ i selskapet til eksterne investorer, og beholder α selv. Investorene som vil ønske å betale $(1-\alpha)$ av selskapets verdi, ser at budsjettbetingelsen til lederen endres når hun selger seg ned i selskapet. Som nevnt over, vil hun nå bare få en andel α av verdiskapningen, og vil dermed foretrekke høyere forbruk av private goder. Hun vil altså ende i punktet A, som er gitt av helningen $-\alpha$ og nyttefunksjonen U_1 . Prinsipalen vil ikke ønske å betale $(1-\alpha)V^*$.



For at både lederen og investorene skal få en pris de er fornøyd med må nyttekurven U være lik tangenten VF (punkt B). Prisen blir dermed V' . Her vil investorene se at lederen ikke vil ønske å øke konsumet av private goder etter at de har overtatt andelen $(1-\alpha)$ i selskapet. Lederen vil dermed ende opp med å betale for de private godene selv.

For å maksimere prisen hun kan få for selskapet, vil lederen ønske å gjøre ulike bindinger (rapportere til prinsipalene etc.). Ved å redusere sitt eget handlingsrom for bruk på private goder, vil de eksterne investorene kunne akseptere en høyere pris. Den endelige prisen vil ligge et lite stykke opp på linjen mellom $V2$ og B .

4.2 Corporate Governance

Corporate Governance, eller eierstyring og selskapsledelse, definerer Shleifer og Vishny (1997) slik: *"Corporate governance relates to the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment"*

Definisjonen kan med norske referanserammer kunne virke noe snever ettersom den ikke inkluderer andre interessenter i bedriften som ansatte, miljø og kunder (såkalte stakeholdere). (Albert, 1991)

Corporate Governance problematikk oppstår i situasjoner hvor ledelsen og aksjonærene ikke har sammenfallende incentiver. Gjennom god corporate governance ønsker en å redusere denne asymmetrien gjennom kontraktsreguleringer. Virkeligheten er imidlertid så kompleks at alle tenkelige situasjoner ikke kan reguleres gjennom kontrakter, og en støtter seg isteden til konsensusbaserte regler.

Maktfordelingen mellom investorer og bedriftsledere er definert av reglene for corporate governance. Gomper et al. (2003) gjorde en studie der de delte selskapene i to grupper etter hvor strengt de fulgte Corporate Governance regler. Selskapene som fulgte demokratiske regler og ivaretok alle investorene, hadde i studien en signifikant meravkastning på 8,5 % i forhold til de "diktatoriske" selskapene.

Corporate Governance – regler følger et 'følg eller forklar' – prinsipp. Med dette menes at selskapene må begrunne eventuelle avvik fra det som oppfattes som god eierstyring og selskapsledelse. Det er viktig å analysere disse forklaringene (eller mangel på slike), ettersom

de gir verdifull informasjon i å separere de godt drevne selskapene fra de dårlige (Arcot & Bruno, 2006).

I det følgende vil vi beskrive hvordan eierskapsstyring og selskapsledelse relaterer til lønnsomheten i et selskap. Vi vil vise at eierskap er en produksjonsfaktor som reflekterer at egenkapital både finansierer realkapital og tilfører eierfunksjoner. Hvis markedet har ment at det har vært alvorlig brudd på god eierstyring og selskapsledelse, er dette en viktig forklaring på rabatten i Opticom.

4.2.1 Eierskap og lønnsomhet

I tabellen nedenfor er det gjengitt ti symptomer på svak eierstyring.:

Symptom	Kjennetegn
1. <i>Stinn</i>	Høy likviditet, men få lønnsomme prosjekter
2. <i>Dorsk</i>	Lav inntjening i kjernevirksomhet
3. <i>Vimsete</i>	Vekst, men ufokusert og kortsiktig
4. <i>Overtrygg</i>	Lite gjeld
5. <i>Påholden</i>	Lavt utbytte
6. <i>Ordknapp</i>	Liten kommunikasjon med eierne
7. <i>Gulrotfattig</i>	Lavt innside-eie; svak kopling prestasjon-->lønn
8. <i>Foreldreløs</i>	Passive utside-eiere
9. <i>Styreløs</i>	Lav eier-representasjon; administrasjonsdrevet
10. <i>Partisk</i>	Storeieren stjeler fra småeierne

(Bøhren, 2005)

De tre første symptomene omhandler investeringer og drift, og beskriver et selskap med mye kapital, men få lønnsomme investeringer. De to neste symptomene vedrører selskapets finansiering, og diskuterer situasjoner med lav gjeld og utbytte som medfører at ledelsen har få disiplineringsmekanismer. I slike situasjoner kan kapitalen allokere til ulønnsomme prosjekter.

Hvis ledelsen ønsker å beholde denne kontrollen, vil de ofte kommunisere minimalt med eierne. Dette vil gjøre det enklere for ledelsen å kontrollere både styret og generalforsamlingen.

De fire siste symptomene omhandler eierskap og incentiver. I tilfeller der eierne er fraværende i styret, eller ledelsen opplever å ha lav kobling mellom resultater og kompensasjon, vil incentivene til å gjøre de riktige veivalgene underveis være lave.

Punkt 10 referer til tilfeller med en stor eier som beriker seg selv på bekostning av minoritetsaksjonærer. Eksempler er en storeier som overfører verdier til egne, private selskaper ved at det offentlige selskapet kjøper tjenester av disse. Andre eksempler kan være når storeieren sitter med mer informasjon enn resten av aksjonærene, og bruker dette til kursmanipulasjon i selskapet (Shleifer og Vishny, 1997).

Forskning fra ca 40 land tyder på at godt rettsvern av eierskap gir større økonomisk vekst, bedre kapitaltilgang, høyere verdsettelse, og større andel børsnotert næringsvirksomhet. Selskapene utbetaler også en høyere del av overskuddet som utbytte, og oppkjøpsaktiviteten er høyere (Shleifer og Vishny, 1997).

Dessuten viser det seg at et bedre lovvern av småaksjonærers rettigheter, gir lavere eierkonsentrasjon og en åpnere eierstruktur. Dette funnet tyder på at aksjonærbeskyttelse og eierkonsentrasjon er substitutter: Hvis loven gir eieren sterke rettigheter overfor andre interessenter, behøver ikke eieren selv være stor for å være sterk. Er derimot lovbeskyttelsen svak, må eieren ta vare på seg selv gjennom en høy eierandel. Aksjekursen vil imidlertid lide, siden småeiere er villig til å betale mindre for en aksje når lovens minoritetsbeskyttelse er svak. Derfor er altså eierkonsentrasjonen lav og selskapsverdien per krone overskudd høy når eierbeskyttelsen er sterk. Dette mønsteret er i tråd med empirien. Det er verdt å nevne at Norge rangerer relativt høyt på listen over land med god aksjonærbeskyttelse (Becht, Bolton og Roëll, 2002).

4.2.2 Eierstruktur

Fire dimensjoner ved eierstrukturen er potensielt relevante for forholdet mellom eierstyring og lønnsomhet. Disse dimensjonene er henholdsvis eierkonsentrasjon, eiertype, innsideeierskap, og eiervarighet.

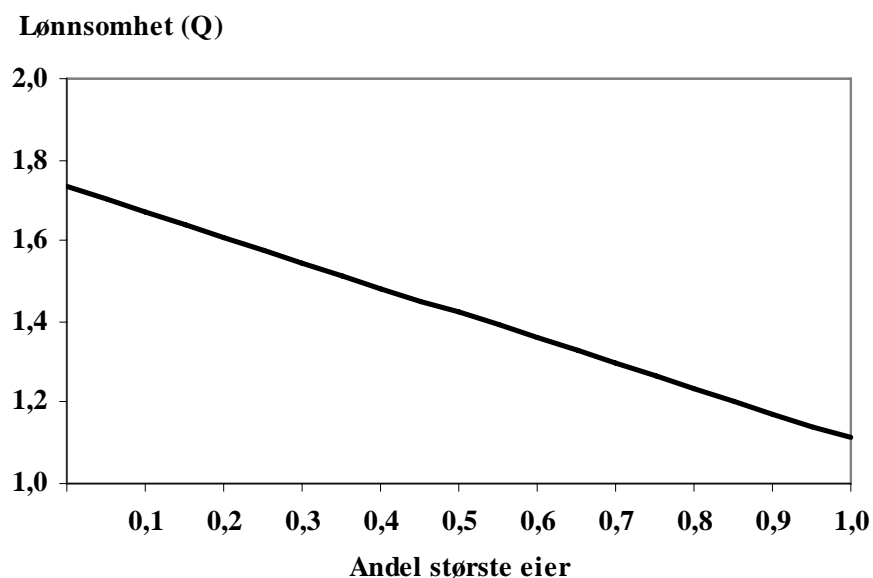
- Eierkonsentrasjon

Teorien tilsier at det finnes både positive og negative sider ved at noen har en høy eierandel i et selskap. Fordelene dreier seg om sterkere incentiver, mer makt og færre gratispassasjerer. En eier vil ha større incentiver til å utøve aktivt eierskap til større eierandelen er. Finnes det

mange og betydelige ”gratispassasjerer”, vil ønsket om å arbeide aktivt for å bedre selskapets inntjening være liten. Likeledes vil en ha større innflytelse på generalforsamlinger og i styret om en har en stor eierandel. (Bøhren, 2005)

Ulempene med konsentrert eierskap vil for investorene være at eierskapet gir en udiversifisert portefølje. Aksjen vil også kunne bli lite likvid og det vil kunne oppstå en rabatt i aksjekursen. For minoritetsaksjonærer oppstår problemet nevnt tidligere, hvis majoritetsholderen kan utøve et partisk eierskap (Demsetz og Lehn, 1985).

I figuren under er det vist den empiriske sammenhengen mellom eierkonsentrasjon og lønnsomhet i norske børsnoterte selskaper. Her måles lønnsomhet ved Tobins Q og er operasjonalisert med forholdet mellom selskapets markedsverdi og bokverdi på egenkapitalen. Kurven, som kommer fra koeffisientene i en lineær, multipl regresjon, reflekterer den marginale lønnsomhetseffekten av eierkonsentrasjon når alle de andre eiermekanismer fra figur 1 settes til sin medianverdi i utvalget.



(Bøhren, 2005)

Kurven viser at eierkonsentrasjon har en negativ verdiskapningseffekt. Det typiske selskapet på Oslo Børs produserer derfor mer verdier per krone bokverdi når eierstrukturen er flat og åpen enn konsentrert og lukket.

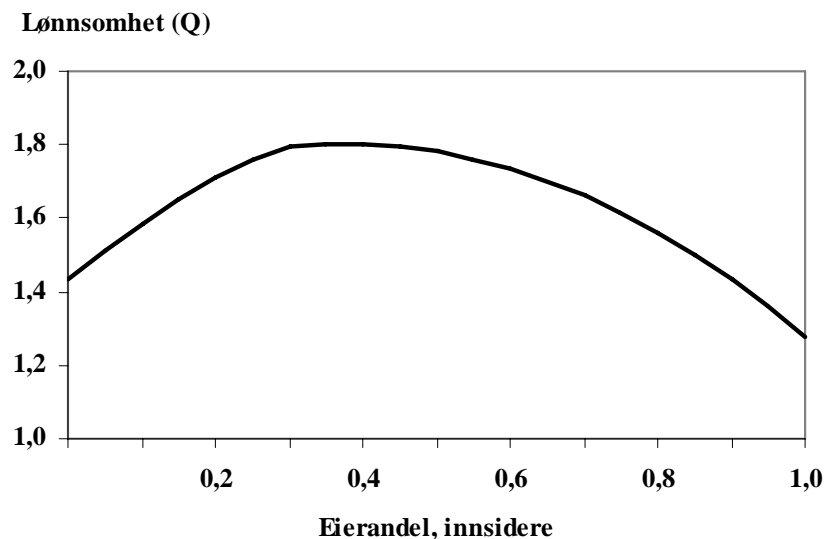
- *Eiertype*

Teorien sier på dette området at direkte eiere, dvs. prinsipaler som bare overvåker én agent, er bedre eiere enn de indirekte. Dette skyldes at indirekte eierskap innebærer at én agent skal overvåke en annen agent på prinsipalens vegne. Empiri fra både Norge og USA støtter denne oppfatningen, der direkte eierskap er positivt og signifikant korrelert med verdiskapningen. (Bøhren, 2005)

- Innsideeierskap

Med dette menes eiere som deltar i både styre og daglig ledelse. Fordelene med at ledelsen eier aksjer i selskapet, er at separasjonen mellom eierskap og kontroll reduseres. I tillegg har en aksjonær bedre informasjon og mer innflytelse som innsideeier enn som utsideeier. Ulempene henger som tidligere nevnt ved diversifiseringstap og maktutnyttelse hos innsideeierne.

Empiri viser at det er en positiv sammenheng mellom økt eierandel hos innsidere og lønnsomhet inntil et visst nivå (ca. 40 %), og deretter en negativ sammenheng. Kurven illustrerer at forholdet er positivt når insentiv- og kontrolleffekten dominerer, mens det er negativt når eierkonflikten og likviditetsbegrensningene overtar (Morck, Shleifer og Vishny, 1988).

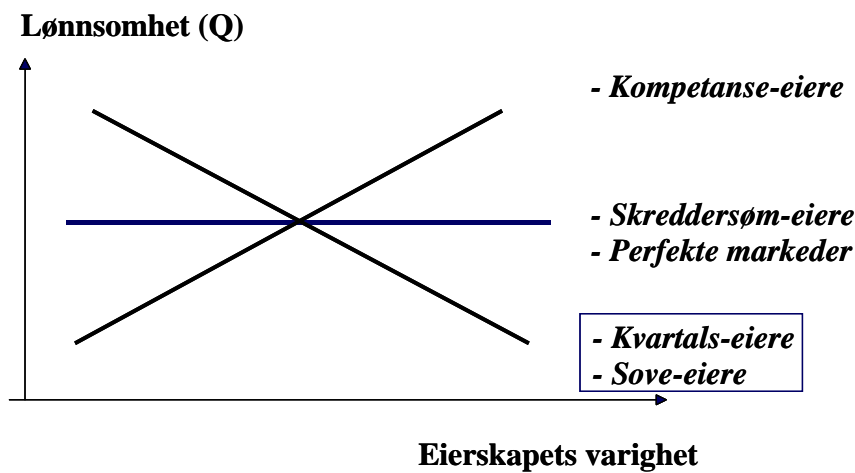


(Bøhren, 2005)

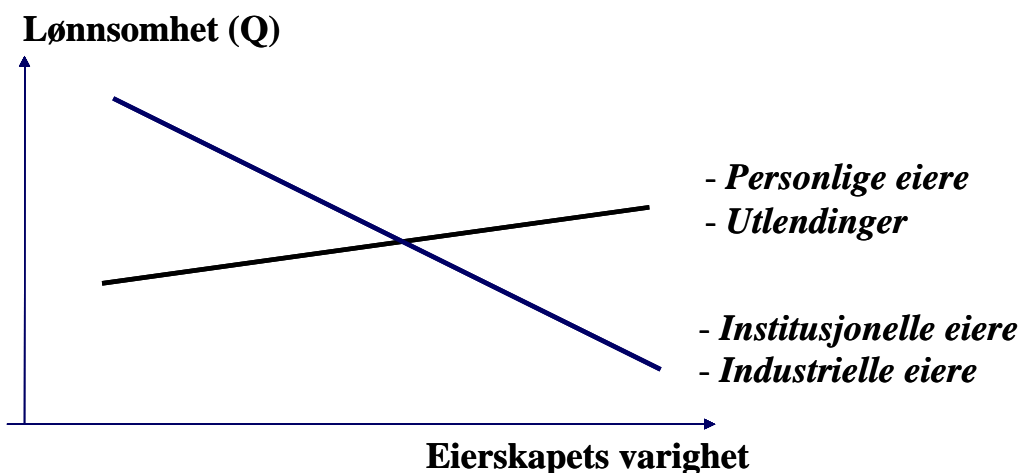
- Eiervarighet

Det finnes mange teorier om hvorvidt lønnsomhet har en positiv sammenheng med lengden på eierskapet. Fra Miller og Modigliani (1958) vet vi at med perfekte kapitalmarkeder, symmetrisk informasjon og ingen agentkostnader vil eierskapets varighet være uten betydning. Det finnes imidlertid argumenter for at det med løsere og mer realistiske forutsetninger både kan være avgjørende og uten betydning med lange eierskapsforhold.

Argumentet for langsiktighet er at godt eierskap forutsetter kompetanse, og at innsikten i selskapets utfordringer først kommer når eierne har vært i selskapet en stund og lært tilstrekkelig om dets særpreg (kompetanseeiere). Motsatt kan det hevdes at langsiktige eiere er slappe og ettergivende fordi de tar seg for god tid og krever for lite av ledelsen (soveiere). I så fall er de beste eierne de som er troløse og krevende. (Bøhren, 2005)



Figuren over viser imidlertid ingen ting om typen eiere. Figuren nedenfor nyanserer derfor bildet, ved å vise at eierskapets varighet faktisk er negativt korrelert med lønnsomhet for industrielle og institusjonelle eiere. Den positive effekten for private og utenlandske eiere oppveier ikke for dette bildet.



Gjennomgående tyder empirien på at det er lettere å påvise negative enn positive sammenhenger mellom eierlengde og lønnsomhet. Det bør her også nevnes at langsiktig eierskap er unntaket, og ikke regelen i det norske aksjemarkedet. (Bøhren, 2005)

4.2.3 Styrestruktur og teori om det optimale styret

Styrets oppgaver reguleres gjennom aksjelovens §§ 6 – 12 og 6 – 13, hvor det fremheves at styret skal lede forvaltningen av selskapet og sørge for forsvarlig organisering av virksomheten, i hovedsak gjennom tilsyn og instruksjoner til daglig ledelse. I kommende del vil fokusere på to kriterier som styret anbefales å oppfylle, samt underpunkt for de.

- Uavhengighet og informasjonstilgang

Med bakgrunn i agentteori kan det hevdes at daglig leder i selskapet ikke bør være medlem av styret med tanke på at det er styret som foretar overvåkning av nettopp daglig leder. Utelukkelse av daglig leder vil for aksjonærene fortelle at noe av den ønskede uavhengigheten er til stede. Det negative momentet ved å utelukke daglig leder er naturligvis at det lettere kan forekomme utilstrekkelig informasjon som kan være viktig i sentrale beslutninger. Det er dette som representerer balansegangen mellom uavhengighet og informasjonstilgang. (Fama og Jensen 1983)

- Beslutningsevne og design av styret

1. Størrelse

Et stort og mangfoldig styre sammensatt med høy alderspredning, sammensetning av både kvinner og menn med spredt kulturell bakgrunn og ansattevalgte vil kunne gi mangfold og et bredt beslutningsgrunnlag. De negative sidene ved et bredt sammensatt styre er at det vanskeliggjør kommunikasjon og koordinasjon, beslutningene kan bære preg av å være kompromiss for å tilfredsstille alle styremedlemmene. (Fama, 1980)

Et mindre styre kan gi en effektiv beslutningsprosess og resultere i klare løsninger. Et homogent styres fordeler er at det vil kunne gi hurtige beslutninger gjennom lettere kommunikasjon. Det er likevel større sannsynlighet for gruppetenkning. Et høyt antall styremedlemmer vil gi følelsen av at mindre ansvar hviler på den

enkelte, og en kan ta lettere på vervet sitt. I slike situasjoner er det rimelig å anta at makten og kontrollen tilfaller ledelsen i selskapet. Empiri antyder at et ekstra styremedlem må tilføre en ny ressurs til selskapet for å gi en merverdi til selskapet. (Cadbury, 2002)

2. Demografi

Med demografi mener vi her både kjønn, alder og utdanning/erfaring. Argumentene for stor aldersspredning, forskjellige utdannelse og erfaringer og høy kvinnerepresentasjon er de samme for under størrelse.

3. Ansatte.

Ansatterepresentanter vil ofte kunne gi et mer stakeholderrettet perspektiv og inkludere de ansattes interesser i sine valg. Med en eller flere ansattevalgte i styret vil likeledes kommunikasjonen med de ansatte forbedres. En mulig ulempe er at de ansatte er for nært tilknyttet selskapet og vil kunne foretrekke prosjekter med lavere forventet avkastning og risiko. Styrer med ansattevalgte styremedlemmer kan gi underinvestering i kapitalmidler, som på sikt kan resultere i lavere produktivitet. (Bøhren og Strøm, 2005)

4.2.4 Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (2006)

Etter de uheldige selskapskandalene som skjedde rundt årtusenskiftet, ble det et oppsving i interessen rundt corporate governance. Dette resulterte i at en bred gruppe av interessenter (bl.a. Aksjonærforeningen, Oslo Børs, Verdipapirfondenes forening, Finansnæringens Hovedorganisasjon) satte ned en gruppe for å utarbeide et sett med anbefalinger under området eierstyring og selskapsledelse. Selskaper som ønsker å etterstrebe oppfyllelse av anbefalingene bes om å følge anbefalingene eller å forklare hvorfor ikke gjennom et ”etterfølg eller forklar” -prinsipp. De viktigste anbefalingene er;

1. Styret skal gi en samlet redegjørelse for selskapets eierstyring og selskapsledelse i årsrapporten. Styret bør klargjøre selskapets verdigrunnlag og i samsvar med dette utforme etiske retningslinjer.
2. Selskapets virksomhet bør tydeliggjøres i vedtektene, og vedtektenes formålsparagraf og selskapets mål og hovedstrategier bør fremgå av årsrapporten.

3. Bedriften bør ha en egenkapital som er tilpasset mål, strategi og risikoprofil.. Dividendepolitikk bør være klar og forutsigbar og gjøres kjent. Styrefullmakt til å foreta kapitalforhøyelse bør begrenses til definerte formål og ikke gis for et tidsrom lenger enn frem til neste ordinære generalforsamling.
4. Selskapet bør ha én aksjeklasse, og dersom eksisterende aksjeeieres fortrinnsrett ved kapitalforhøyelser fravikes, skal det begrunnes. Ved ikke uvesentlige transaksjoner mellom selskapet og aksjeeier, styremedlem, ledende ansatte eller nærstående av disse, bør styret sørge for at det foreligger en verdivurdering fra en uavhengig tredjepart.
5. Aksjer i børsnoterte selskaper skal i prinsippet vært fritt omsettelige, det bør ikke vedtektsfestes noen form for omsetningsrestriksjoner.
6. Det bør legges godt til rette for lett utøvelse av aksjonærenes rettigheter på generalforsamling gjennom fullmakter. Saksdokumenter bør være utførlige og påmeldingsfristen settes så nær generalforsamlingen som mulig.
7. Selskapet bør ha en valgkomitè, valgt av generalforsamlingen. Valgkomiteen bør sammensettes slik at brede aksjeinteresser representeres, og være uavhengig av ledelsen og styret.
8. Bedriftsforsamlingen bør sammensettes med sikte på bred representasjon av selskapets aksjeeiere. Det bør tas hensyn til at styret kan fungere godt som et kollegialt organ. Minst halvparten av de aksjeeiervalgte medlemmene bør være uavhengige av selskapets daglige ledelse og vesentlige forretningsforbindelser. Minst to av de aksjeeiervalgte medlemmene bør være uavhengige av selskapets hovedaksjeeiere. Representanter fra den daglige ledelsen bør ikke være medlem av styret. Styremedlemmer bør oppfordres til å eie aksjer i selskapet.
9. Styret bør fastsette instruksjer for styret og for den daglige ledelsen med særlig vekt på klar intern ansvarlig og oppgavefordeling.
10. Godtgjørelse til styret bør reflektere styrets ansvar, kompetanse, tidsbruk og virksomhetens kompleksitet. Godtgjørelse til styret bør ikke være resultatavhengig. Opsjoner bør ikke utstedes til styremedlemmer, eller selskaper som de er tilknyttet. Styremedlemmer bør ikke påta seg særskilte oppgaver for selskapet i tillegg til styrevervet. Det bør informeres om alle godtgjørelser til styremedlemmene i årsrapporten.
11. Opsjonsordninger bør forhåndsgodkjennes av generalforsamlingen.

12. Informasjon til selskapets aksjeeiere bør legges ut på selskapets internettside samtidig som den sendes aksjeeierne.
13. Styret bør ikke uten særlige grunner søke å forhindre eller vanskeliggjøre at noen fremsetter tilbud på selskapets virksomhet eller aksjer. Dersom det fremsettes tilbud på selskapets aksjer, bør ikke selskapets styre utnytte emisjonsfullmakter eller treffe andre tiltak som søker å hindre gjennomføringen av tilbudet, uten at dette er godkjent av generalforsamlingen etter at tilbudet er kjent.

4.3 Gratispassasjerproblemet ved oppkjøp

Det er bred enighet om at et selskap som ikke ledes i aksjonærenes interesse vil være sårbare overfor oppkjøp. Det finnes imidlertid flere eksempler der gratispassasjerer surfer på en oppkjøper, og slik reduserer oppkjøpers fortjeneste ved overtakelse. Om gratispassasjerene er tilstrekkelig mange vil det være en viss sannsynlighet for at oppkjøperen ikke får stor nok eierandel til å gjennomføre oppkjøpet.

Om en potensiell oppkjøper forsøker å kjøpe hele selskapet med mål om drive selskapet bedre, og en aksjonær tror hun vil lykkes med dette, vil hun ikke ønske å selge andelen sin til dagens lave kurs. Hun vil vente til oppkjøperen har gjennomført oppkjøpet, og verdien av selskapet har nådd sitt potensielle nivå. Den potensielle oppkjøper vil dermed ikke få en tilstrekkelig gevinst til at det ressurskrevende oppkjøpet er gjennomførbart. Problemet blir at ingen aksjonærgruppe har incentiver til å bevilge resurser til å sikre aksjonærvennlig ledelse av selskapet.

Det finnes likevel veier ut av gratispassasjerproblemet. En utvei er for minoritetsaksjonærene å godta en frivillig utvanning, f.eks. ved å la oppkjøper få kjøpe aktiva i selskapet til under markedspris. Da vil oppkjøpet bli gjennomført, noe som er til fordel for alle aksjonærer, samt at oppkjøper får sin rettmessige betaling (Grossman og Hart, 1980).

Gratispassasjerproblemet kan være med å forklare hvorfor Opticom ikke ble forsøkt raidet på et tidligere tidspunkt.

4.4 Skattevirkninger

Det finnes to skattevirkninger som kan forklare TPCP; aspektene ved urealiserte kapitalgevinster og skatte- timing. Førstnevnte kan forklares ved et eksempel fra rabatten i såkalte closed-end funds. En investor som kjøper seg inn i fondet, kjøper også en andel av opparbeidet, men ikke realisert gevinst. Som følge av skatteforpliktelsen ved realiseringen, kan fondsandeler derfor handles til en rabatt på reelle verdier (Makiel, 1977). På samme måte kan dette medføre rabatter i morselskaper. Om en aktør kjøper et selskap med det formål å realisere verdiene gjennom likvidering, vil skattebelastningen som oppstår redusere substansverdien.

Det er likevel to viktige forskjeller mellom closed- end funds og forholdet mellom mor- og datterselskap. For det første er morselskapets eierpost ofte basert på et langsiktig eierskap, slik at skatteforpliktelsen ved salg ikke er reell på kort sikt. For det andre er det i de fleste land mekanismer for å unngå skatteforpliktelser ved salg av andeler i datterselskap (Elling & Schumacher, 2005). I Norge er det etter innføringen av fritaksmodellen for selskapsaksjonærer (i 2005) ikke skatt på kapitalgevinster (Skatteetaten.no).

Det andre momentet er timing av tidspunktet for skattebelastningen. Ved å planlegge tidspunktet for når skatten inntreffer, kan investorer minimere den reelle belastningen. Ettersom dette momentet inntreffer både ved en direkte og en indirekte eierandel, kan argumentet likevel kun forsvares ved forskjeller i volatilitet. Fra opsjonsteori vet vi at en opsjons verdi øker med volatiliteten. En rabatt i eksempelet med closed- end funds kan dermed bare forsvares om fondet har lavere volatilitet enn investeringene. Likeledes vil det være i forholdet mellom mor- og datterselskap. Hvis volatiliteten i morselskapet er lavere enn volatiliteten i datteren, kan skattetiming være en forklaring på lavere verdi i morselskapet. (Constantinides, 1983).

4.5 Likviditetsbeskrankninger

Vi kan belyse hvordan likviditetsbeskrankninger kan redusere markedsverdier ved som ovenfor å se på forskjellen mellom direkte og indirekte eierskap i closed- end funds. Om en stor post i fondet ble lagt ut for salg vil dette skape et ekstraordinært tilbud og stor likviditet. Samtidig vil en få den motsatte effekten om store poster er illikvide eller blokkert av andre

kontraktsforhold. Det er funnet empiriske bevis på at rabatter i closed- end funds kan forklares av slike forhold (Makiel, 1977).

Hvis store deler av aksjene i et selskap er kontrollert av et morselskap, eller omsetningsvolumet er begrenset av andre forhold, kan dette dermed forklare en rabatt.

4.6 Støytraderrisiko og begrensninger i arbitrasjemuligheter

Markedsaktører kan ofte deles i to grupper; rasjonelle investorer og støytradere (noise traders), der den siste gruppen baserer sine forventninger på støy i markedet (rykter e.l.) (De Long, Schleifer, Summers & Waldman, 1990). Rabatten i closed- end funds kan her forklares med risiko som er påført av disse. Dette kan forklares med tre antakelser; i) De holder og kjøper mer i fondet enn i de underliggende aksjene. ii) De skifter handling tilfeldig, men er korrelert over ulike verdipapirer. iii) Det finnes arbitrasjebegrensninger i markedet som hindrer rasjonelle aktører i å fjerne feilprisingen. Under disse forutsetningene kan det vises at en investor i et closed- end fund bærer en høy støytraderrisiko i tillegg til risikoen i de underliggende verdipapirene. Den indirekte investeringen i fondet bærer dermed høyere risiko enn direkte investeringer i verdipapirene, og vil som en konsekvens handles til rabatt (Lee, Schleifer & Thaler, 1991).

Betraktningene rundt closed- end funds kan også her overføres til feilprising i forholdet mellom et mor- og datterselskap. Om man ønsker eierandel i et selskap, bør man eie dette direkte fremfor indirekte gjennom moren. Slik unngår man økt risiko knyttet til støy i morselskapets aksjer. Morselskapets aksjer vil da handles til rabatt i markedet.

En viktig forutsetning i loven om én pris, er arbitrasjemuligheten i shortsalg om optimister (støytradere) driver prisene høyere enn de underliggende verdiene skulle tilsi. For at shortsalg skal være mulig, må det imidlertid finnes aksjonærer som er villige til å låne ut aksjer, og finansielle institusjoner gjør typisk mye av denne utlåningen. I noen tilfeller ber selskapene aksjonærene om ikke å låne ut aksjen, for å forhindre at kursen drives ned. Aksjer som primært er eiet av private, aksjer med lav markedsverdi, og lite likvide aksjer kan dermed være vanskelige å selge short. Ettersom det ikke finnes noe sentralisert marked for short- salg, må aktørene i tillegg finne hverandre på egen hånd. Dette kan derfor være både ressurs- og tidkrevende (Lamont & Thaler, 2003).

Ettersom shortsalg- begrensninger ofte er betydelige, kan investorer utnytte at negative forventninger til aksjen ikke vil påvirke kursutviklingen. Aktører med et negativt markedssyn kan kun unnlåte å kjøpe aksjen, og om det er tilstrekkelig med irrasjonelle investorer (støytradede) vil aksjen bli overpriset (Lamont & Thaler, 2003).

Et tilleggsmoment er at en rekke fond gjennom selvpålagte reguleringer er forhindret fra å handle short (én undersøkelse viste at 30 % tillater det, mens bare 2 % benytter seg av muligheten). Disse kan dermed ikke utnytte eventuelle arbitrasjemuligheter de mener å se (Almazan, Brown, Carlson & Chapman, 2001). Forvaltere kan også ha mandat til bare å handle en growth- strategi som gjør at de må investere i aksjer de selv mener er overvurderte fremfor såkalte value- aksjer (Lamont & Thaler, 2003).

4.7 Ikke balanseførte poster

To momenter tilknyttet ikke balanseførte poster er viktig å merke seg; et datterselskap er beskyttet mot potensielle forpliktelser i morselskapet, og egenkapitalen i morselskapet kan være utvannet av finansielle instrumenter som aksjeopsjoner til ansatte eller konvertible obligasjoner (Schill & Zhou, 2001).

Om investorer tror det finnes potensielle forpliktelser i morselskapet, kan dette forklare en rabatt i forhold til datterselskapet. En rekke analytikere ser særlig nøye på selskapers pensjonsforpliktelser. Her har regnskapsstandarder etter manges mening vært for mild, og flere justerer pensjonsforpliktelsene betydelig opp i verdsettelsen av selskapene. Særlig gjelder dette for selskaper som har eksistert lenge, og har store pensjonsforpliktelser til tidligere og nåværende ansatte. (Elling & Schumacher, 2005).

Opsjoner til ansatte og andre finansielle instrumenter vil kunne medføre skjeve verdier av aksjekapitalen. Har de ansatte et betydelig antall tegningsretter "in the money" kan dette medføre en utvanning for de eksisterende aksjonærene (Elling & Schumacher, 2005).

4.8 Tunneling

Begrepet tunneling var opprinnelig myntet på å karakterisere utnyttelsen av minoritetsaksjonærer i Tsjekkia (gjennom fjerning av eiendeler via en underjordisk tunnel);

”the expropriation of minority shareholders to describe the transfer of assets and profits out of firms for the benefit of those who control them”. Eksempler på tunneling kan være en kontrollerende eier som har interesser i to selskaper og benytter sin posisjon i det ene selskapet til for eksempel å selge aktiva til seg selv under markedspris. Markedspris kan i noen tilfeller også være vanskelig å fastslå, slik at dette kan gjøres uten ubekvem oppmerksomhet. Det vanligste eksemplet på tunneling er kanskje utvanning av minoritetsaksjonærer (Simon et al., 2000).

Beskyttelsen av småaksjonærer gjennom lover og ovennevnte ”regler” for god eierstyring anses generelt å være sterk i Norge, og brudd kan bli møtt med sterke reaksjoner blant investorer (Bøhren, 2005).

DEL II: Analyse

5.0 Case: Opticom og Fast Search & Transfer

I dette kapitlet presenterer vi først selskapene og gir en innføring i den historiske utviklingen til Opticom. Vi analyserer så TPCP i Opticom og Fast i detalj, og gjør sentrale konklusjoner for den videre analysen.

5.1 Presentasjon av selskapene

5.1.1 Opticom ASA

Selskapet ble stiftet i 1994 som et norsk forsknings- og utviklingselskap, og har siden 1997 vært notert på Oslo Børs. Den 1. januar 2000 ble selskapet overført til hovedlisten. Forskningen har vært innen feltet polymerteknikk, hvor målet har vært å utvikle lagrings- og minneenheter fra polymere materialer som kan prosesseres i flytende tilstand.

Utviklingen av polymerbaserte minnebrikker har skjedd i datterselskapet Thin Film Electronics (TFE). På eiersiden i TFE var Opticom hovedeier, mens Intel var både samarbeidspartner og minoritetsaksjonær fra november 1999. Selskapet hadde ingen andre aksjonærer. Samarbeidet med Intel ble imidlertid avsluttet i februar 2005 på grunn av tekniske og kontraktsmessige årsaker. TFE ble deretter et heleid datterselskap av Opticom.

Nedenfor har vi tatt med Opticoms balanse pr 31.12.2004 (justert):

Balanse Opticom konsern i 1000 NOK			
Varige anleggsmidler	11 256	Egenkapital	47 865
Finansielle anleggsmidler (1)	9 427	Avsetning forpliktelser	1 235
Sum anleggsmidler	20 683	Kortsiktig gjeld	7 871
Fordringer	1 707		
Bankinnskudd	34 581		
Sum omløpsmidler	36 288		
Sum eiendeler	56 971	Sum egenkapital og gjeld	56 971

- (1) Vi har her tatt ut Opticoms FAST aksjer fra balansen som var oppført med en verdi på 245 millioner kroner, tilsvarende har vi redusert egenkapitalen med samme sum, slik at balansen fortsatt er lik på begge sider.

Fra den omgrupperte balansen ser vi at Opticom foruten Fast- aksjene ikke besitter vesentlige store poster. Ved å ta ut Fast- aksjene fra balansen reduseres den fra ca 300 millioner kr til ca 57 millioner kroner. Finansieringen er i hovedsak gjennom egenkapital. Både fordringer og kortsiktig gjeld er små poster.

Datterselskapet Thin Film Electronics som er inkludert i balansen, sitter på en omfattende portefølje av patenter som regnskapsmessig er uten verdi.

Fra kvartalsrapporter i 2004 har vi at driftsinntektene er null og de betalbare kvartalsmessige driftskostnadene i konsernet er om lag 24 millioner kr, og Opticom behøver dermed over tid en løpende finansiering på om lag det samme, gitt at situasjonen vedvarer. Kontantbeholdningen pr 31.12.2004 vil kunne sørge for fortsatt drift i ca 6 måneder. Vi vil komme tilbake til disse momentene senere.

5.1.2 Fast Search & Transfer

Selskapet ble stiftet som et heleid datterselskap i Opticom av Hans Gude Gudesen i Trondheim i 1997. Dette skjedde etter at Opticom kjøpte rettighetene til programmet FTP Search for 150 000 kr. Programmet var videreutviklet fra en studentoppgave av Tor Egge ved NTNU. Fast ble skilt ut fra Opticom og notert på Oslo Børs som et eget selskap høsten 2001. Selskapet er representert i Tyskland, Italia, Frankrike, Japan, England, USA, Brasil og Mexico, og har i dag om lag 750 ansatte.

Fast Search & Transfers forretningsidé er å levere løsninger for søk på internett etter filer, HTML-sider, og databilder. I tillegg leverer de teknologi for andre søk, samt komprimering av databilder og video slik at dette kan sendes over Internett uten å kreve høy overføringshastighet.

5.2 Opticom i media siste 10 år

Den 20. april 1996 omtales Opticom for første gang i Dagens Næringsliv. I en reportasje om bobler i gråmarkedet heter det at Opticom *"ikke vil kunne komme til kommersialisering av sine produkter før om noen år"*. Selskapet blir raskt konfrontert med den manglende informasjonen rundt selskapets produkter, og gründer Gude Gudesen uttaler da at; *"det er bedre at det går rykter om Opticom, enn at vi går ut med informasjon før vi har noe konkret"* (Dagens Næringsliv, 19.07.96).

I november 1999 stiger aksjen kraftig og Opticom verdsettes til 4,7 milliarder kr etter å ha inngått en samarbeidsavtale med det amerikanske selskapet Intel. I desember samme år forsetter den voldsomme oppgangen, og markedsverdien øker med 4 milliarder på én enkelt dag. Administrerende direktør Stein Onsrud kommenterer samme dag at *"Opticom fortsatt er billig"* (Dagens Næringsliv, 11.12.99).

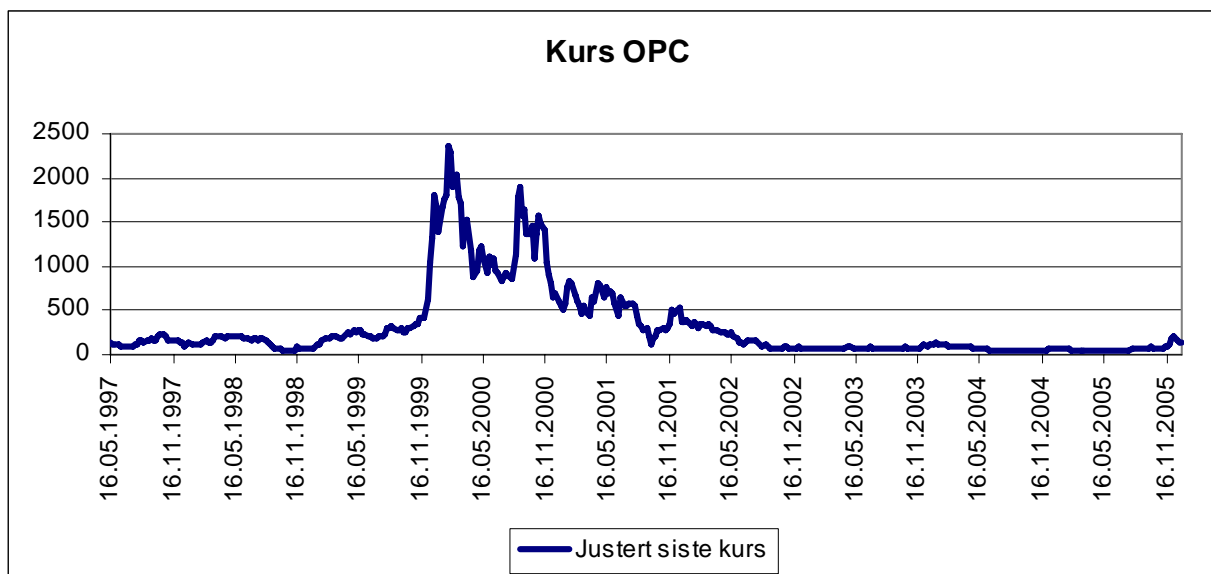
Flere av de store meglerhusene følger likevel ikke Opticom aksjen. Analysesjef Christian Bergby i Orkla Finans begrunner det med at de *"ikke er i stand til å vurdere teknologien"* (Dagens Næringsliv, 14.12.99).

I januar 2000 stiger aksjen med 410 kr (ca. 22 %) på en enkelt dag og slutter på 2290 kr 4. januar.

Den 2.februar 2000 verdsettes selskapet til 27 milliarder kroner til tross for at det fortsatt ikke har hatt noen inntekter.

Da it- boblen sprakk rundt mars 2000 ble Opticoms verdi halvert i løpet av én måned. Med unntak av enkelte (ekstreme) kursopp ganger, oftest basert på rykter om gjennombrudd i teknologien, vedvarte fallet i årene som fulgte. Aksjen har i hele perioden vært en favoritt blant daytradere, noe som i mange tilfeller resulterte i store kursutslag uten selskapsrelaterte nyheter (Oslo Børs, Markedskommentar, 07.01.2004).

Aksjekursen i selskapet fra børsnotering 16.mai 1997 til stryking fra Oslo børs i mars 2006;

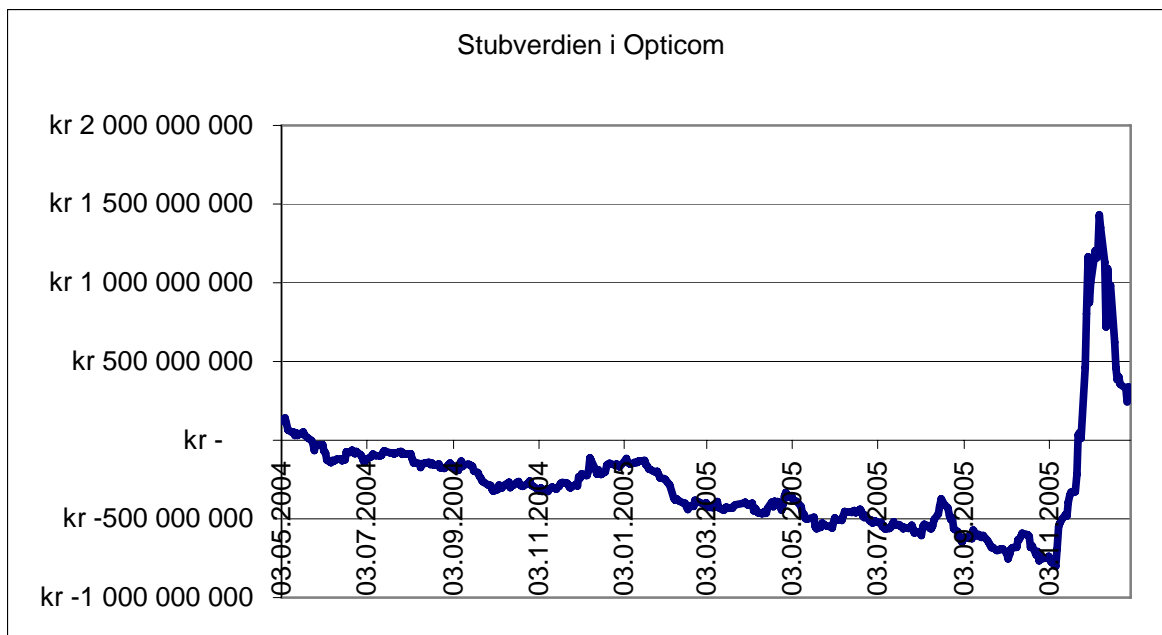


5.3 Analyse av The Parent Company Puzzle i Opticom og Fast

Hypotesen om effisiente markeder gir først og fremst to viktige implikasjoner. Det første er at det ikke er enkelt å få meravkastning (no free lunch), mens det andre er at priser er "korrekte" i den forstand at de reflekterer fundamentale verdier (Fama, 1991). Det siste er kanskje det viktigste. Hvis markedsverdien av et selskap betydelig avviker fra den underliggende verdien, vil selskapet enten tiltrekke seg for mye eller for lite kapital. I absolutte termer vil det være vanskelig å vite verdien av et selskap er, men relativt kan en hevde at like kontantstrømmer bør verdsettes likt (Miller & Modigliani, 1958). Loven om én pris er dermed sentral. (Rogoff & Froot, 2001).

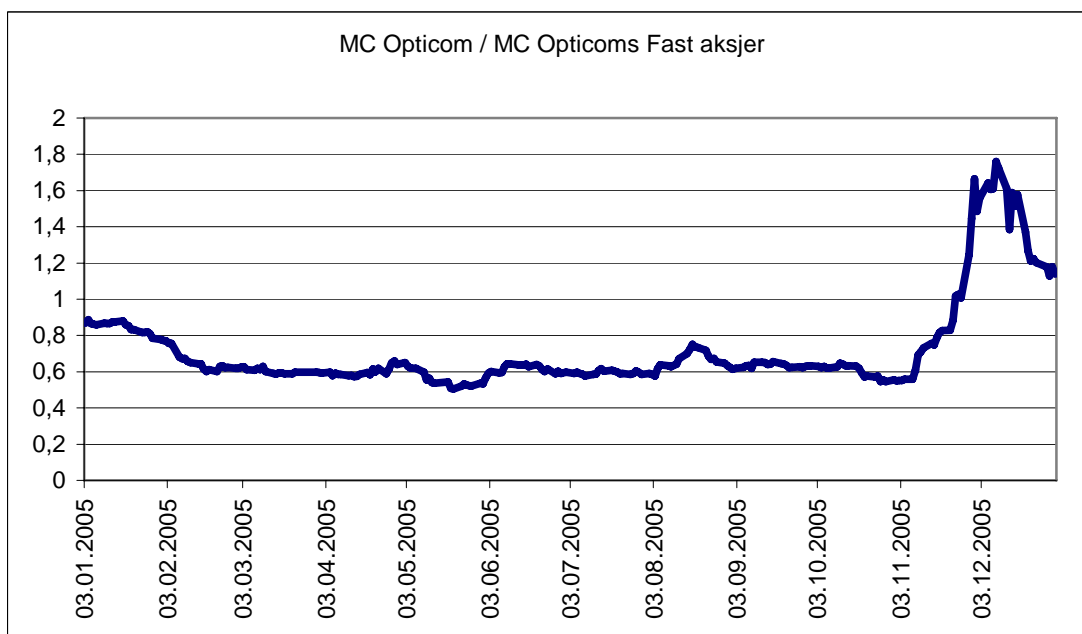
Den 24.juni 2004 ble markedsverdien av Opticoms Fastaksjer for første gang større enn markedsverdien av selve Opticom. Opticoms øvrige aktivitet ble på dette tidspunktet priset av markedet med en negativ verdi på hele 750 millioner kroner. Denne differansen kaller vi som nevnt tidligere 'en negativ stubverdi' ($MV_{Morselskap} - MV_{Datterselskap} - MV_{NetOtherAssets}$).

I figuren nedenfor har vi vist utviklingen i den negative stubverdien fra mai 2004 til januar 2006. Den viser at feilprisingen 3. november 2006 var på hele 750 millioner kroner.



Vi kan også imidlertid også illustrere forholdet slik;

$$\text{Valuation ratio} = \frac{\text{Markedsverdi}_{\text{Opticom}}}{\text{Markedsverdi}_{\text{Opticoms}}_{\text{Fast - aksjer}}}$$



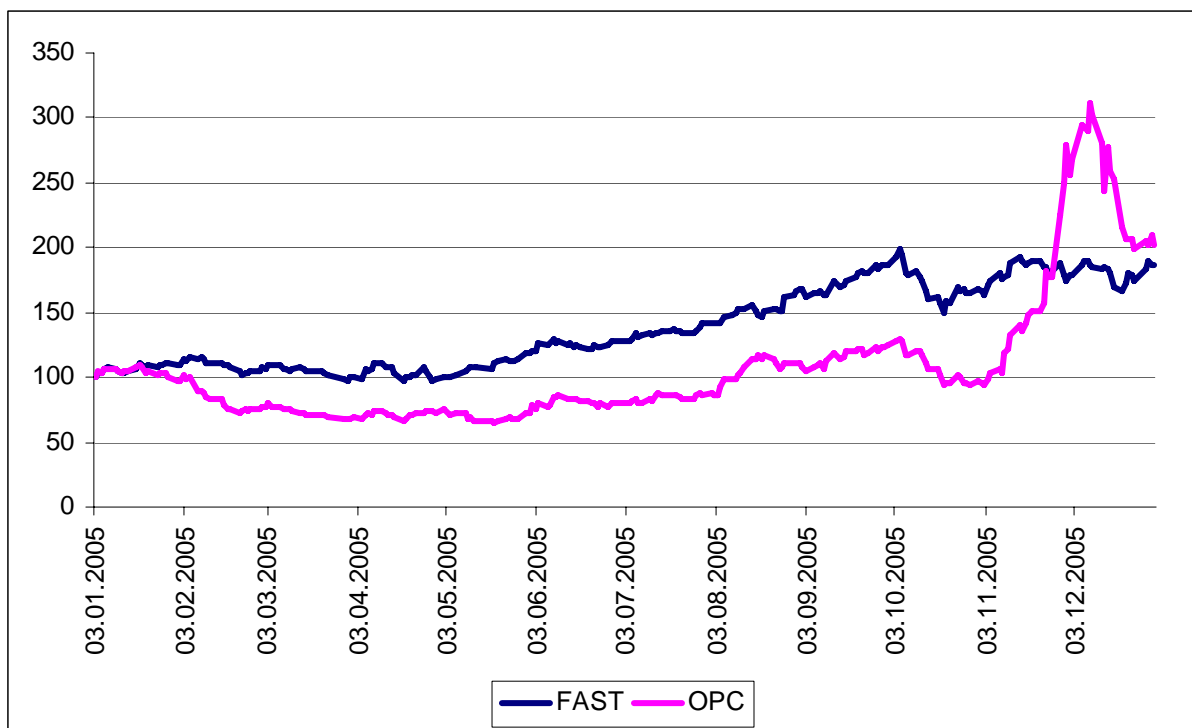
I figuren over ser vi at Opticom fra medio februar 2005 til starten av november 2005 var verdsatt til om lag 60 % av eierposten selskapet hadde i Fast. I slutten av november ble

Opticom så priset identisk med eierandelen sin i Fast, før selskapet i begynnelsen av desember på det meste var verdsatt nesten 80 % mer.

En negativ stubverdi antyder altså en feilprising i Opticom, Fast eller i begge. Når vi skal undersøke forklaringer på den negative stubverdien, er det viktig om hvilke av feilprisingene nevnt overfor er tilstede.

I figuren under har vi vist utviklingen i Fast og Opticom gjennom 2005. Vi merker oss her tre momenter;

- 1) Fast- aksjen var tilnærmet uendret de fem første månedene. Deretter steg den nesten 100 % i de neste månedene. Det er dermed lite som tyder på at investorene mente aksjen var overpriset.
- 2) Opticom- aksjen falt markant i begynnelsen av februar, hvor den så ble liggende til rundt mai. Dette tyder på at markedet fikk negativ informasjon om aksjen i denne perioden. Samarbeidet med Intel ble avsluttet 8. februar.
- 3) I begynnelsen av november og rundt én måned fremover, steg Opticom- aksjen meget sterkt (ca. 200 %). Dette tyder på at markedet fikk positiv informasjon om aksjen.



Vi mener med begrunnelse i dette at det var et negativt markedssyn på Opticom- aksjen som førte til den negative stubverdien mellom Opticom og Fast (i kapittel 3 har vi tatt for oss Elling og Schumacher, 2005 som gjør tilsvarende konklusjon på sine data). Det negative markedssynet støttes også av en uttalelse fra analytiker Anders Hagen i Terra Securities;

”Vi tillegger fortsatt (Opticoms datterselskap) Thin Film en negativ verdi.” (Dagens Næringsliv, 13. september 2005)

I begynnelsen av 2005 var stubverdien nesten null, men negativ informasjon i Opticom i begynnelsen av februar sendte aksjen ned. Positiv informasjon i begynnelsen av november endret så investorenes syn. Dette forklarer kurssvingene i Opticom gjennom 2005. Det forklarer imidlertid ikke hvorfor stubverdien var negativ. Aksjeselskaper kan ikke ha negativ verdi.

Vi vil i kapittel 8 drøfte både overprising av Fast og en underprising av Opticom. Med begrunnelse i det ovennevnte vil vi likevel fokusere analysen mot å forklare hvorfor investorene mente en rabatt i Opticom var berettiget inntil november 2005.

6.0 Hendelsesforløpet frem til oppkjøpet av Opticom

I det følgende tar vi for oss hendelsene i Opticom i den hektiske perioden fra mai 2005 frem til Fasts oppkjøp januar 2006. Med dette ønsker vi å gjennomgå i detalj hvilken offentlig informasjon som medførte først den kraftige eskaleringen av, og senere slutten på, den negative stubverdien i Opticom. Vi har i hovedsak basert analysen på offisiell informasjon fra børsmeldinger.

Mai 2005

4.mai. (Privat plassering av aksjer)

Opticom annonserer ønske om en privat plassering av mellom 1 - 1,3 millioner aksjer. Selskapet opplyser om redusert aktivitet ved forskningsanlegget i Lindköping og færre ansatte i deres datterselskap Thin Film Electronics. Dette skjer etter at Intel besluttet å vesentlig redusere sine aktiviteter innen polymerminner. Thin Film Electronics understrekes likevel å være ledende innen polymerelektronikk og har en omfattende patentportefølje. Med bakgrunn i dette menes det at å nedlegge Thin Film ”vil forringe TFEs evne til noensinne å realisere den verdien som dette representerer”.

Selv med den kommende emisjonen påpekes det at en ny emisjon ved utgangen av 2005 må anses som nødvendig og sannsynlig. Finansiering av TFE gjennom et salg av Opticoms eierandel i FAST vurderes ikke fordi Opticom mener at,

”kursen i Fast ikke avspeiler virkelig verdi av selskapet, enn si dets framtidsmuligheter.”

Styret uttaler også at salg av eierandelen i Fast vil utløse uheldige skattemessige konsekvenser for selskapet/aksjonærer.

Ellers begrunnes Opticoms valg med å ikke selge Fast aksjene på følgende måte;

”Styret anser også at dersom aksjeposten selges og/eller delvis ut vil den strategiske merverdi som en samlet post har, forvitte og samtidig føre til negativt press på Fast kursen. Trykket for å gjøre noe kommer fra markedsdrevne investorer som har som mål å gjøre kortsiktig spekulasjonsgevinst på kursene i Fast og Opticom. Styret anser at strategien er feilslått og at de langsiktige Opticom investorene, som har bidratt med å bygge selskapet og verdien av det, i liten grad vil klare å oppnå fordel av kortsiktige gevinster som finnes for spekulanter. Derfor

anser styret at det ikke er i aksjonærenes interesse å selge aksjer i Fast nå eller overskuelig fremtid.”

Allmennheten bes om å gi bud på aksjene som skal plasseres, og budene vil bli vurdert ut fra antall aksjer, tegningskurs og hvor lenge budgiveren godtar omsetningsrestriksjoner på aksjene. Til slutt understrekes det at emisjonen ikke sikrer Opticom noe langsiktig finansiering og at nye emisjoner sannsynligvis vil komme ved utgangen av 2005.

I tilbudsdokumentet fremheves det at de ønsker å emittere 1,3 mill aksjer til maksimum 20 aksjonærer, hvor pris, omsetningsrestriksjoner og volum passer best. Styret tillater seg å selv velge investorer fra deres egne vurderinger. Prospekt for emisjonen vil ikke bli utarbeidet.

For å understreke styrets diskresjon fremheves dette:

”The Board has the right, exercisable at its sole and absolute discretion, to accept one and more Tender Offers in full or in part, and to reject Tender Offers in full or part. Opticom further reserves the right to (i) withdraw the Invitation to submit Tender at any time prior to the final submission date of Tender (ii) declare the Tender Procedure unsuccessful, notwithstanding the validity of the Tender Offers submitted; and (iii) modify the terms of Tender Procedure to the extent allowed by applicable law.”

Overnevnte sitat skal vise seg å få stor betydning på et senere tidspunkt.

10.mai. (Resultatfremleggelse Q1)

Opticom hadde ikke inntekter i Q1 2005. Med driftskostnader på 22 millioner kr ble driftsresultatet i første kvartal på - 22 millioner kr.

Opticoms verdi av deres Fast beholdning økte med 13 millioner kr, men dette får ingen kontanteffekt da Opticom anser Fast beholdningen som en langsiktig investering. Finanskostnader og finansinntekter utgjøre en marginal andel av kvartalsresultatet, og forklares gjennom endringer i valutakursen.

Sentralt er også at selskapets kontantbeholdning er redusert med 15 millioner kr gjennom kvartalet og det nevnes igjen; *”(...) there is a cash requirement of at least 50 MNOK in order to fully fund the Company trough the end of the financial year.”*

Det nevnes at Opticom er gjenstand for bokettersyn av en hendelse fra 2001.

Styret uttaler; ”(...) *it remains the Board`s advice and opinion that any claim is without merit and no provision is required at this stage*”

19.mai. (Forlengelse av emisjonstilbud)

Det vises til Opticoms melding 4. mai, der investorer ble invitert til å gi bud på tegning av nye aksjer i Opticom. Til nå er markedets interesse mindre enn minste antall aksjer. Styret har vedtatt å forlenge perioden for tegning iht. invitasjonen til å gi bud på privat plassering av nye aksjer til kontortidens slutt 31. mai 2005.

Juni 2005

1.juni. (Privat plassering gjennomføres)

”Samlet volum av mottatte bud overstiger nå minimum antall aksjer i invitasjonen til å gi bud. Selskapet har derfor vedtatt å gjennomføre privat plassering av mellom 1 million og 1 293 274 aksjer til kurs NOK 45 med tre måneders binding av aksjene. I henhold til innbydelsen til å gi bud vil selskapet nå skriftlig informere budgiverne hvis bud er akseptert og gjennomføre tegningen”

2.juni. (Informasjon vedrørende plassering)

Plasseringen gjennomføres og 1,3 millioner aksjer tegnes til kurs 45 kr og det settes en begrensning på omsetning av aksjene på 3 måneder.

6.juni. (Flagging)

Selskapet Man Financial Limited flagger for å ha fått ervervet 695 000 aksjer i plasseringen som tok sted 1.juni. Dette representerer 5,23 % av aksjekapitalen i selskapet. 3 dager senere selger Man Financial Limited seg ned til 610 000 aksjer og eier da 4,59 % av aksjekapitalen i Opticom

August 2005

3.august (Fremleggelse av delårsresultat)

Opticom rapporterer om ingen store endringer i forhold til Q1, selskapet hadde ingen inntekter og driftskostnader på 23,5 millioner kr. Finanskostnader og inntekter var ubetydelige. Verdien av Fast aksjene steg med 13 millioner kr, men hadde ingen kontanteffekt

grunnet vurderingen av formålet med aksjeposten. Kontantbeholdningen økte kvartalet sett under ett og var på 62,5 millioner kr 1.juli. Totalt var det en forbedring i finansieringen grunnet emisjonen på 60 millioner kr og driftskostnader på 23 millioner kr.

Oktober 2005

26.okober (Resultat Q3)

Selskapet fortsetter som i de to tidligere kvartalene. Kontantbeholdningen er redusert med 14,1 millioner kr i løpet av kvartalet til 48,5 millioner kr. Selskapet rapporter å ha vært i tekniske samtaler med flere mulige partnere, men uten resultat og melder om å ikke være i formelle samtaler. Styret vil fortsette å vurdere aktivitetsnivået i TFE.

November 2005

9. november. (Tvangssalg av aksjer eid av innside eier)

Meglerhuset Carnegie ASA kjøpte 8. november 2 130 521 aksjer i Opticom for 68 kr stk på grunn av et tvunget salg fra en innsider eier gjennom en finansinstitusjon. Carnegie solgte videre samme dag alle aksjene for 68 kr pr. stk. Denne aksjeposten tilsvarer ca 15 % av Opticom.

Fra påfølgende børsmelding opplyses det om at både Robert Keith og Thomas Fussell har fått tvangssolgt 380 000 Opticom aksjer hver. Samtidig har det blitt tvangssolgt 1 370 521 aksjer i Charles Street International som i sin helhet er kontrollert av Keith og Fussell. Totalt summerer dette seg til de 2 130 521 aksjene som Carnegie midlertidig overtok. På dette tidspunkt eier Keith 509 750 aksjer og 575 000 tegningsretter. Charles Street International eier 641 433 aksjer og ingen tegningsrettigheter. Fussell eier 332 000 aksjer og 519 000 tegningsrettigheter.

10 minutter senere samme dag flagger Orkla ASA etter å ha kjøpt 800 000 aksjer som tilsvarer 5,5 % av Opticoms stemmeberettigede og utestående aksjekapital.

Tilslutt informerte Opticom om at det var inngått en bindende avtale 8. november om å plassere 1 327 985 nye aksjer til gårsdagens sluttkurs 68 kr. Dette utvidet egenkapitalen med 10 % og var i samsvar med de fullmakter de var gitt av aksjonærene på generalforsamlingen 10. mai.

10.november (Supplerende melding om kapitalendring)

Opticom informerer om at de har inngått en avtale med Simpson Financial Limited i Hong Kong der Simpson har avtalt å plassere de nye aksjene blant sine `client managed funds`. Aksjetegningen vil bli gjennomført som en privat plassering til 68 NOK per aksje, som var sluttkurs 8. november, slik at selskapet tilføres 90,3 millioner NOK. Dersom Simpson ikke lykkes med å skaffe tilstrekkelig tegning, har de garantert for å tegne seg for eventuell underdekning.

Rett før stengetid samme dag får Oslo Børs beskjed om at en aksjonærgruppe som representerer ca 18 % av aksjene i Opticom krever en ekstraordinær generalforsamling for å behandle 1) informasjon vedrørende selskapets beslutning 8. november 2005 om å utstede aksjer, og 2) valg av styremedlemmer.

11.november (Alternativ til tidligere foreslått kapitalendring)

Opticom mottar 10. november en uoppfordret henvendelse fra Carnegie som hevder å representere en gruppe av aksjonærer i Opticom. I henvendelsen fremmer Carnegie et betinget tilbud som et alternativ til plasseringen av aksjer som selskapet offentliggjorde 9. november, der gruppen vil tegne seg for 1 327 985 aksjer til 78 kr per aksje. Tilbudet er 10 kr høyere enn avtalen inngått med Simpson Financial Limited. Tilbudsfristen settes til 15:30 samme dag. Selskapet kommenterer at tilbudet vil vurderes i sammenheng med selskapets forpliktelser iht. den eksisterende avtalen om å plassere aksjer som selskapet inngikk 8. november.

På formiddagen henvender Opticoms styreleder seg til alle aksjonærene i brevets form. Brevets noe uvanlig tone gjør at vi legger ved brevet i sin helhet.

Det kjennes nødvendig for meg å kommentere hendelsene som har funnet sted i løpet av de siste dagene. Videre synes jeg det er på sin plass å gi en offentlig redegjørelse heller enn å hviske rykter i mørke kroker.

Etter at markedet hadde stengt 8. november, plasserte Carnegie 2,1 millioner aksjer i Opticom til 68 NOK til en begunstiget gruppe spekulerende investorer. Omstendighetene om denne transaksjonen eller størrelsen på Carnegies honorar er ikke offentlig kjent. Det som er kjent er

at Carnegie ikke gjorde noe forsøk på å henvende seg til Opticom for å diskutere saken eller å tilby aksjene pro rata til Opticom-aksjonærene.

På det tidspunkt handlet Opticom iht. aksjonærgodkjenning og som bebudet i tredje kvartalsrapport. Opticom dro fordel av en så stor markedstransaksjon ved å gjøre en privat plassering av aksjer til uavkortet markedspris og uten fradrag av honorarer eller kommisjoner.

På tross av gjentatte oppfordringer fra spekulerende investorer og kortsiktige aksjetradere til Opticom om å selge sin aksjebeholdning i Fast, har styret holdt fast ved sitt uttrykte mål om å bevare den langsiktige fordel av denne aksjebeholdningen for alle aksjonærer. I løpet av de siste tolv måneder har denne strategien sikret en verdiøkning av aksjebeholdningen på 1 milliard NOK. Dersom spekulantene hadde fått sin vilje ville denne verdiskapningen tilflytt dem og ikke de langsiktige aksjonærene i Opticom. Fast er et svært vellykket selskap som viser vedvarende vekst kvartal for kvartal og Opticoms aksjebeholdning er en ekstremt verdifull strategisk post i selskapet. Jeg forventer å se fortsatt sterk verdiøkning og denne burde ikke ødsles bort som kortsiktig gevinst for spekulative aksjonærer.

Etter å ha ervervet sine poster, brukte spekulantene én dag på å innlede et angrep på Opticom, ved å kreve ekstraordinær generalforsamling for å bestride plasseringen av aksjer og søke å endre styresammensetningen. Hvorfor? Det er klart etter dagens melding at de simpelthen ønsker å rette en plassering av aksjer til seg selv og deretter ta over styringen av selskapet. Er dette i beste interesse for alle aksjonærer? Bedøm selv.

Hvorfor? Fordi, og jeg siterer fra pressen, `..det er en billig vei inn i Fast`. I dag antyder spekulantene at de vil selge Fast til den som byr høyest. Det er unødvendig å si det, men dette er skaper ekstrem usikkerhet for Fast og er neppe måten å sikre høyest mulig pris for en slik strategisk og verdifull eierandel. Fasts suksess er bygget på hardt arbeid av et engasjert og sammensveiset team av interessenter gjennom et antall år, og ikke på en kjapp handel med sikte på kortsiktig gevinst. Dersom denne minoritetsgruppen av spekulanter oppnår kontroll over Opticom, er det uunngåelig at Fast selges til en utenlandsk kjøper og en av Norges store suksesshistorier innen høyteknologi vil være stjålet av personer som foregir å representere aksjonærer, men som i virkeligheten har vært med i to eller tre dager og søker gevinst på å tvinge gjennom salg av Fast til den som byr høyest før selskapet har nådd noe i nærheten av sitt fulle potensial.

Det er klart for styret at det er vår plikt å søke å oppnå et rettferdig utfall for alle aksjonærer. Ved å gjøre dette, ivaretar vi interessene til de mange småaksjonærer som har støttet selskapet i ni år.

11. november 2005

Thomas Fussell, Styreformann

Før stengetid samme dag svarer Opticom på Carnegies tilbud.

Opticom har gjennom juridiske råd kommet til en klar konklusjon at selskapet er klart juridisk bundet til avtalen det har inngått med Simpson Financial Limited om plassering av nye aksjer. Vedgående Carnegies tilbud kommenteres det følgende av styreformann Thomas Fussell,

”Tilbudet om å tegne aksjer på vegne av en aksjonærgruppe som allerede var i ferd med å angripe selskapet og dets interessenter er et fullstendig kynisk initiativ. Carnegie var fullt ut kjent med at Opticom hadde inngått en bindende avtale om plassering av aksjer til samme pris som Carnegie allerede har plassert en større aksjepost.”

14. november. (Forlenget frist)

Ettersom Carnegies tilbud utløp allerede 11. november, henvender Carnegie seg til Opticom og informerer om at fristen for tilbudet forlenges frem til 14. november kl 15:30. Opticom ber om ytterligere tid for at Carnegie skal kunne svare på Opticoms spørsmål og at Opticom skal få behandlet tilbudet fornuftig og veloverveid.

15.november. (Svar på tilbud)

Opticom har etter ytterligere korrespondanse med Carnegie har de utvidet fristen til kl 10:00 samme dag. Rett før kl 10 melder Opticom om akkurat dette og meddeler at de *”tror ikke at tilbudet deres er i selskapets eller våre aksjonærers beste interesse og at Opticom ikke kan akseptere tilbudet”*.

17.november. (Forslag om granskning)

Opticom informerer om at en aksjonærgruppe som påstår å representere 18 % av aksjene i Opticom fremmer forslag om granskning av selskapet. Saken som ønskes gransket er ”*alle forhold knyttet til avtalen om plassering av 1 327 985 nye aksjer og styrets beslutning om å foreta rettet emisjon.*”

Senere samme dag bekrefter styret å ha gjennomført den planlagte emisjonen på 1 327 985 aksjer til en kurs på 68 kr pr aksje. Samtidig flagger Simpson Financial Limited en eierandel på de aksjene som tilsvarer 11,3 % av de utestående aksjene i Opticom.

23.november (Informasjon om ekstraordinær generalforsamling)

Opticom informerer om at det vil avholdes ekstraordinær generalforsamling 7. desember, hvor følgende punkter vil behandles.

- Registrering av frammøtte aksjonærer og valg av møteleder.
- Godkjenning av møteinnkalling og dagsorden.
- Valg av styremedlemmer.
- Orientering om rettet emisjon.
- Forslag om granskning av den rettede emisjonen nevnt i punkt 4 på dagsorden.

24.november (Flagginger)

I forkant av den kommende generalforsamlingen ble det gjort en rekke aksjekjøp som resulterte i følgende flaggmeldinger. Food International Limited kjøper 633 100 aksjer og eier etter det 8,7 % av aksjene i Opticom. Kjempestorfart AB kjøpte 23. november kjøpte 800 000 aksjer i Opticom og eier etter kjøpet 5,03 % av aksjene i selskapet.

28.november (Flagging)

Orkla flagger etter å ha kjøpt 236 200 aksjer i Opticom. Eier nå totalt 1 600 000 aksjer i Opticom, tilsvarende 10,1 % av aksjekapitalen.

29.november (Oppfordring fra styrets formann)

Styreformann Thomas Fussell oppfordring om støtte, ”Kjære medaksjonær, for noen dager siden mottok du innkalling til en svært viktig ekstraordinær generalforsamling og jeg skriver for å be om din støtte i møtet eller fullmakt fra deg”

Før stengetid flagger Fast at de har kjøpt 1 574 000 aksjer i Opticom, og representerer dermed 9,9 % av aksjekapitalen av selskapet. Intensjonen med kjøpet forklares på følgende måte, “The shareholding has been bought for strategic reasons in order to have an influence on the future control of Opticom and therefore the management and control of Fast itself. Fast does not intend to buy any more shares in Opticom.”

Desember 2005

5 – 7. desember. (Utøvelse av tegningsrettigheter)

Frem til den ekstraordinære generalforsamlingen som tar sted 7. desember, utøvde Thomas Fussell, Robert Keith og Ralph Carballal henholdsvis 118 750, 118 750 og 19 000 tegningsrettigheter. Dette bidro da til å øke deres relative stemmeandel på den ekstraordinære generalforsamlingen.

7 desember kommer styreformann Fussell med et åpent brev til aksjonærene med håp om forsoning.

Kjære medaksjonær,

Jeg skriver som langsiktig aksjonær i Opticom ASA med et sterkt ønske om å avslutte den senere tids uro i selskapet. Uansett hvilken side som har flertall på den ekstraordinære generalforsamlingen så vil jeg med dette fremme et kompromissforslag i et forsøk på å skape stabilitet for både Opticom og Fast Search & Transfer ASA (Fast).

Jeg foreslår at Opticom skiller ut forsknings- og utviklingsvirksomheten i Thin Film Electronics ASA (TFE) og pro-rata deler ut aksjene i TFE til Opticom-aksjonærene. TFE vil være fullt kapitalisert og vil ledes av Hans Gude Gudesen, som er forskeren som har ledet forskningen og utviklingen helt fra begynnelsen.

Gude får anledning til å sette sammen et styre i TFE som han anser best egnet til å styre og støtte forskningen hans i fortsettelsen. Robert Keith og jeg gir full støtte til aktivitetene, men

vil ikke være styremedlemmer i TFE. Gude vil opprettholde full styring med de vitenskapelige utviklingsaktivitetene som gründer og forskningsdirektør.

Etter den foreslåtte utskillelsen av TFE vil Opticom stå tilbake som et eierselskap i Fast. Jeg foreslår videre at Opticoms styre engasjerer en egnet, uavhengig finansiell rådgiver til å undersøke og foreslå for styret den beste måten å opprettholde Fasts selvstendighet, samtidig som man maksimerer aksjonærverdiene i Opticom.

For å gjennomføre disse foreslåtte endringene er det nødvendig med et nytt styre i Opticom som representerer alle aksjonærer og sørger for stabilitet. Jeg foreslår et nytt styre i Opticom som består av disse personene: Thomas Fussell (styreformann), Anders Eckoff, Brita Eilertsen, Hans Gude Gudesen, Robert Keith og Kjersti Wiklund.

Det nye styret i Opticom vil samarbeide til fulle med granskningen av den nylig gjennomførte plasseringen av aksjer. Det nye styret vil også iverksette en uavhengig gjennomgang av forretningsmessige og finansielle transaksjoner i Opticom og TFE. Gjennomgangen utføres av Jon Wiggen i revisjonsfirma Kjelstrup & Wiggen AS og Jan-Fredrik Wilhelmsen i advokatfirma Sørlie Wilhelmsen, og rapporterer til styret.

Når den foreslåtte restruktureringen og undersøkelsene er gjennomført - forhåpentligvis innen kommende ordinære generalforsamling - kan styret på det tidspunkt stille seg åpent for ytterligere endringer som best mulig avspeiler virksomheten og aksjonærstrukturen.

7. desember 2005

Thomas Fussell

Styreformann

Generalforsamlingen 7. desember endte med at det ble valgt et nytt styre bestående av Anders Eckoff (styreformann), Henrik Christensen, Brita Eilertsen, Hans Gude Gudesen and Olav Dalen Zahl. Det ble også vedtatt å gjennomføre en granskning vedrørende plassering av aksjer og styrets beslutning om emisjon som tok sted 8. november 2005.

9.desember (Fast informerer om sine intensjoner)

Fast meddeler at de har som intensjon å by på Opticom og at deres bud vil basere seg på markedsverdien av Opticoms Fast aksjer samt Opticoms kontantbeholdning. I tillegg vil Thin Film Electronics skilles ut fra Opticom og bli et eget selskap.

11. desember (Oppdatering vedrørende kommende bud fra Fast)

Opticom informerer om at de har stått til rådighet for dialog med Fast siden morgenen lørdag 10. desember. Det viste seg umulig for Fast å presentere et forslag til Opticom lørdag 10. desember. Etter påtrykk fra Opticom ble partene enige om å avholde et klargjøringsmøte søndag 11. desember. I møtet presenterte Fast ikke en skisse til et tilbud, men en skisse til en fusjon. *”Som vanlig i slike prosesser stilte Opticom blant annet krav om et gjensidig handleforbud i hverandres aksjer som en forutsetning for videre dialog. Dette ble ikke akseptert av Fast.”*

12. desember (Suspending av adm.dir Robert Keith)

”Styret i Opticom ASA har i dag besluttet å suspendere selskapet administrerende direktør Robert Keith. Suspensjonen vil foreløpig ha virkning frem til det er avholdt ny ekstraordinær generalforsamling i Opticom ASA.

Suspensjonen er begrunnet i at styret har grunn til å anta at Robert Keiths medvirkning til den rettede emisjon mot Simpson Financial Limited kan representere brudd på aksjerettslige og verdipapirrettslige regler. Dette forhold vil bli avklaret i forbindelse med den granskning som ble vedtatt på ekstraordinær generalforsamling 07.12.05. Det er i ettertid sendt begjæring om slik granskning og styret avventer resultatet av denne. I tillegg legges det vekt på, bl.a. under henvisning til Robert Keiths uttalelser til presse m.v., at det ikke er den nødvendige tillit mellom styret og administrerende direktør. Styret har konstituert øk. direktør Erling Svela som administrerende direktør i Robert Keiths suspensjonsperiode.”

Videre droppes kravet om ekstraordinær generalforsamling, med bakgrunn i at Opticom er i en oppkjøpssituasjon og dermed ikke finner det hensiktsmessig med en generalforsamling.

I tillegg fattes det en midlertidig føyning i Oslo Skifterett med følgende kjennelse,

”Anders Eckhoff, Olav Dalen Zahl, Henrik Christensen, Hans Gude Gudesen og Brita Eilertsen forbyr å fatte vedtak eller gjennomføre vedtak om kjøp og/eller salg av aksjer i Fast Search & Transfer ASA.”

Det sittende styret i Opticom tar kjennelse til etterretning, men mener den er fattet på uriktig grunnlag og kommenterer,

”Styret i Opticom ASA har ikke på noe tidspunkt vurdert eller arbeidet med salg av Opticoms aksjepost i Fast. Det foreligger således ikke grunnlag for den midlertidige begjæring og Skifterettens kjennelse”.

Helt til slutt hevdes det fra Opticoms tidligere juridiske rådgiver Advokatfirmaet Rader, og på vegne av styret i Fast at den avholdte generalforsamlingen 7. desember er ugyldig da, *”(…)...fordi det foreligger uriktig opptelling av aksjene. På denne bakgrunn hevdes det at styret ikke skal være lovlig valgt.”*

Styret i Opticom med styreleder Anders Eckoff, anser anførselen som grunnløs og henviser til generalforsamlingsprotokollen.

13. desember. (Fast fremsetter tilbud på Opticom)

Fasts tilbud betyr at for hver Opticom aksje vil Opticom-aksjonærene motta 5,25 Fast aksjer. Fast aksjen sluttet 12. desember på 24,20 kr. Dette gir isolert sett Opticom aksjene en kurs på 127,05 kr. For hver Opticom aksje får hver Opticom aksjonær også 1 aksje i det nyopprettede Thin Film Electronics. TFE tar med seg hele Opticoms kontantbeholdning og blir verdsatt til 61,95 kr pr aksje. Tilbudet inkluderer dermed et premium ift. sluttkursen i Opticom forrige dag på 11,5 %.

Tilbudet forutsetter 90 % aksept, men innebærer i praksis at spillet om Opticom er over.

15. desember (Avgjørelse i Oslo skifterett)

Oslo Skifterett avsier følgende kjennelse vedrørende den tidligere nevnte på følgende måte,

”Oslo Skifterett har i dag avgjort kravet om midlertidig forføyning, fremsatt av Fast Search & Transfer ASA den 9. desember 2005. Skifterettens kjennelse ble truffet med følgende slutning:

1. Kjennelsen av 12. desember 2005 oppheves, og begjæringen om midlertidig forrøyning tas ikke til følge. Kjennelsen er truffet med følgende hovedbegrunnelse; Etter det som kom fram i de muntlige forhandlinger, kan retten ikke anse tilstrekkelig sannsynliggjort at det foretatte styrevalg er ugyldig.”

16. desember (Skattekravet mot tidligere styremedlemmer)

I strid med tonen i Opticoms tidligere kommunikasjon med aksjonærene, vurderer det nye styret i Opticom skattesaken noe mer negativt for selskapet.

Det er på det rene at skattekravet pr dags dato er ikke betalt. Dersom ansvar mot selskapet blir gjort gjeldende etter skattebetalingsloven, vil dette innebære at selskapet må innbetale eller stille sikkerhet for et beløp på ca NOK 100 millioner. Hvorvidt dette endelig belastes selskapet vil ikke bli avgjort før skattesaken er rettskraftig avgjort eller styremedlemmene innbetaler skattekravet.

Ellers meldes det at den planlagte ekstraordinære generalforsamlingen utsettes fra 20. desember til 5.januar.

19.desember (Flagging)

Tycoon Industrier AS heleid av Øystein Stray Spetalen solgte fredag 16. desember etter børsens stengt tid totalt 600 000 aksjer i Opticom. Etter salget eier Tycoon Industrier AS og tilknyttede selskaper totalt 231 502 aksjer i Opticom tilsvarende 1,43 % av selskapet.

20.desember (Flagging)

Kjempestorfart AB har den 19. desember 2005 avgitt forhåndsaksept for sitt samlede innehav på 1 025 000 aksjer tilsvarende 6,3 % av utestående og stemmeberettiget aksjekapital i Opticom.

Hans Gude Gudesen har den 19. desember 2005 avgitt forhåndsaksept for sitt samlede innehav på 2 200 208 aksjer tilsvarende 13,6 % av utestående og stemmeberettiget aksjekapital i Opticom.

Orkla ASA med datterselskaper har 19. desember 2005 avgitt forhåndsaksept for sitt samlede innehav på 1 770 000 aksjer, tilsvarende 10,95 %, av utestående og stemmeberettiget aksjekapital i Opticom.

Januar

5.januar (Generalforsamling)

Generalforsamlingen som ble avholdt 5.januar resulterte i valg av nytt styre med følgende sammensetning. Styreformann Thomas Fussell, styremedlemmer Robert Keith og Ralph Carballal. Ellers vedtas det at ”*resultatene av den interne undersøkelsen av styrets handlinger i årene 2000-2005 ikke skulle presenteres i møtet*”.

25.januar. (Overtredelsesgebyr)

Oslo Børs vedtar å ilegge Opticom et overtredelsesgebyr for angivelige brudd på børsforskriften gjennom uberettiget forskjellsbehandling av aksjonærer og for sen offentliggjøring av informasjon. Overtredelsesgebyret tilsvarer åtte ganger årlig kursnoteringsavgift og utgjør totalt 880.000 NOK.

Opticom uttaler seg i relasjon med overtredelsesgebyret på følgende måte,

”Vi anser at Oslo Børs har basert vedtaket på uriktig og til dels irrelevant faktum samt feil rettsanvendelse. Under enhver omstendighet er størrelsen på overtredelsesgebyret urimelig. Opticom ASA vil påklage vedtaket til børsklagenemnden.”

30.januar (Uttalelse fra Opticom om tilbudet fra Fast)

Ralph Carballal som er eneste styremedlem i Opticom uten også å ha tilknytning til Fast uttaler seg på vegne av Opticom som positivt innstilt til tilbudet fra Fast.

18. april

Opticom strykes fra Oslo Børs.

7.0 Analyse av negativ stubverdi i Opticom og Fast

I dette kapittelet drøfter vi mulige forklaringer på hvordan den negative stubverdien i forholdet mellom Opticom og Fast kunne oppstå og vedvare. Vi tar utgangspunkt i erfaringer fra internasjonale undersøkelser (kapittel 3), det teoretiske fundamentet (kapittel 3), analysen fra kapittel 5, samt hendelsesforløpet belyst gjennom medie- og børsinformasjon (kapittel 6).

7.1 Skattevirkninger i Opticom.

7.1.1 Skattebelastning av kapitalgevinster

Årsrapporten til Opticom for 2003 kommenterer hvilke konsekvenser et salg av Fast aksjene ville gitt for Opticom aksjonærene.

”I det svært usannsynlige tilfelle at Opticom skulle selge sine aksjer i Fast, vil det påløpe en betalbar skatt på om lag 28 % av salgssummen. På markedsverdi ved utgangen av 2003 ville denne skatten utgjøre 310,419 millioner kroner.

Store deler av Opticom rabatten i 2004 kan altså forklares gjennom skattevirkninger.

I juni 2004 utøvde Intel sin rett til å bytte sine aksjer i TFE til aksjer i Opticom. Etter dette eide Opticom 100 % av aksjene i TFE, som medførte at TFE kom i et skattemessig konsernforhold med Opticom. Dermed kunne TFEs skattemessige framførbare underskudd (utsatt skattefordel) utnyttes av Opticom. Opticom rapporterer at dette medførte en regnskapsmessig skattebesparelse på 62 612 000 kr.

Stortinget vedtok i november 2004 nye regler for skatt på gevinst/tap på aksjer, de nye reglene virket fra 2004;

”De nye reglene, medførte imidlertid ikke regnskapsmessig skatteeffekt for Opticom, fordi utsatt skatt på gevinst av aksjene i Fast allerede var fullt ut motregnet i utsatt skattefordel av tidligere års underskudd. Bortfallet av (utsatt) skatt på aksjeselskapers gevinst på aksjer hadde derfor ingen virkning på Opticoms regnskapsmessige skatteposisjon.” (Årsrapport Opticom 2004)

Vesentlige deler av rabatten i Opticom fra rabatten oppstod i mai 2004 frem til offentliggjørelse av de nye skattereglene i november 2004 kan dermed forklares med skattevirkninger. Etter november 2004 ble skattereglene endret slik at selskapet ikke får fradrag for verken gevinst eller tap ved realisasjon ved kapitalgevinster i andre selskaper. Skattevirkninger kan altså ikke forklare rabatten etter november 2004.

Etter utspill i media mars 2005 fra aksjonærer om at Fast- aksjene i Opticom bør selges svarer styret på følgende måte 4. mars 2005;

”Styret har innhentet juridiske og finansielle råd om dette, og det er klarlagt at selskapet og/eller enkeltaksjonærer ville påføres uheldige skattemessige konsekvenser ved slik utdeling. Styret anser også at dersom aksjeposten selges og/eller deles ut vil den strategiske merverdi som en samlet post har, forvitre og samtidig føre til negativt press på Fast- kursen.”

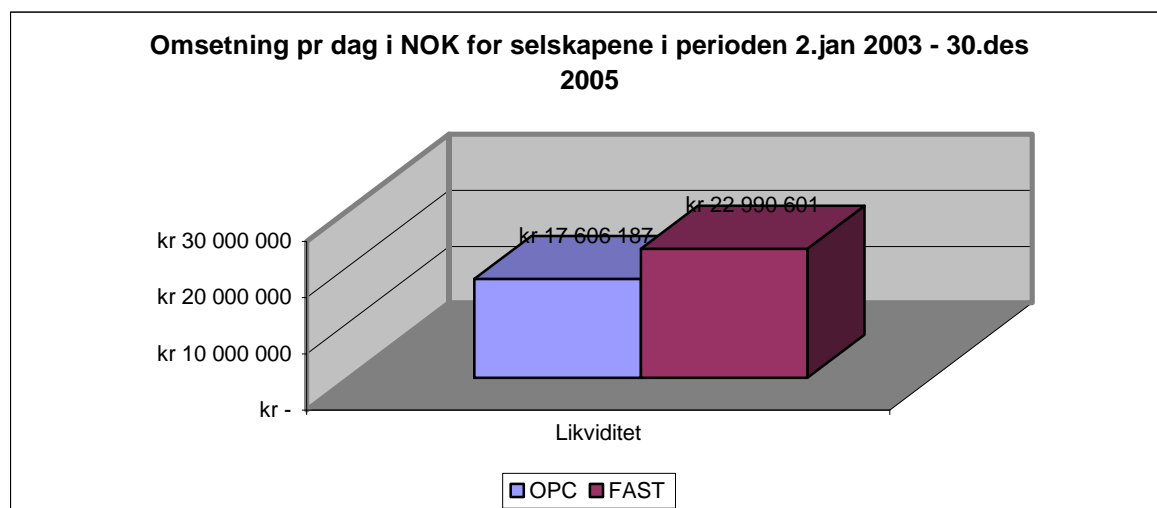
Argumentene om uheldige skattemessige konsekvenser mener vi ikke har gyldighet gjennom revisors godkjenning av det motsatte i årsrapporten for 2004. Et så stort salg av en eierpost uten en industriell kjøper ville nok ha medført et negativt press på Fasts aksjekurs.

7.1.2 Timing av skattebelastning

Siden de nye skattereglene medførte fritak for skatt ved realisasjon av kapitalgevinster for selskaper, kan ikke timing av skattebelastning forklare deler av rabatten i Opticom.

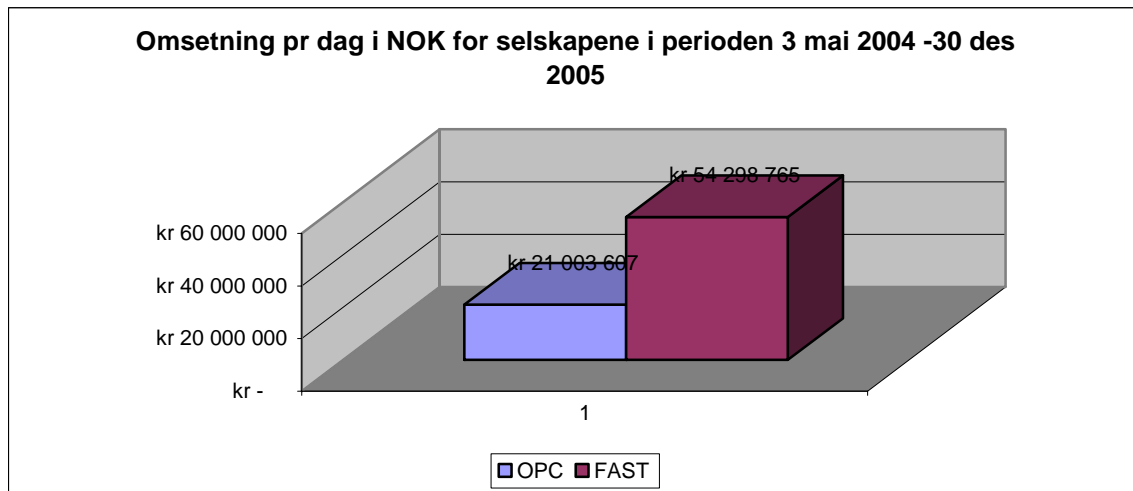
7.2 Likviditetsbetraktninger

Undersøkelse av likviditet i Opticom og Fast aksjen.



Ved å beregne et enkelt gjennomsnitt for omsetningen i begge selskapene for den tidligste perioden 2. januar 2003 – 20. desember 2005, observerer vi at det er marginale forskjeller i likviditet på de to aksjene. Fra likviditetsbetraktninger i aksjene synes ikke likviditeten å ha noen forklaringseffekt på rabatten i Opticom for året 2004.

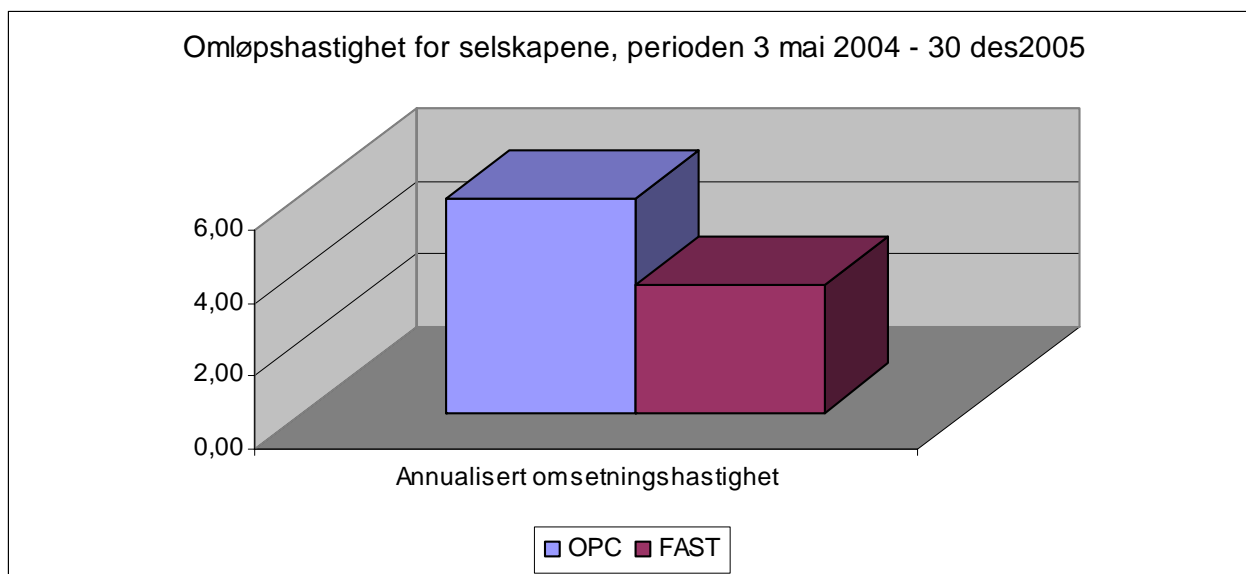
Gjennom å gjøre en tilsvarende analyse for en senere periode (3.mai 2004 – 30. desember 2005), får vi et noe annet bilde.



Vi observerer her at omsetningen i Opticom er tilnærmet uendret fra den tidligere perioden. Fast opplever imidlertid en betraktelig økning i gjennomsnittlig omsetning, og mer enn doubler den gjennomsnittlige daglige omsetningen til over 50 millioner kr pr dag.

Det absolutte volumet i begge aksjene må kunne vurderes til å være akseptabelt. For mindre aksjonærer må et slikt volum kunne vurderes som tilfredsstillende, og ikke representere en stor risiko for lav likviditet.

Ser vi på det relative volumet for selskapene i den siste perioden, altså gjennomsnittlig daglig omsetning i forhold til markedsverdien på selskapet blir bildet noe annerledes.



Selv om den daglige omsetningen i OPC er lavere enn i Fast, finner vi at den relative omsetningen i OPC er høyere på grunn av at OPC har en lavere markedsverdi enn Fast. Bildet gir altså ikke en entydig forklaring på situasjonen.

Likviditet kan om noe forklare mindre deler av rabatten i Opticom, men ikke tidlig i perioden.

7.3 Støytraderrisiko og arbitrasjebegrensinger

7.3.1 Støytraderrisiko

Opticom ble børsnotert under it- boblen på slutten av '90- tallet, og ble raskt blant favorittene til mange investorer ved Oslo Børs. Dette førte til voldsomme kurssvingninger, og Opticom vil for mange stå igjen som selve symbolet på it- boblen i Norge. Mediekommentarene under illustrerer dette bildet;

”Investorene går skoene av seg for å sikre seg aksjer i Opticom. Verdien av selskapet økte med over fire milliarder kroner bare i går.” (Dagens Næringsliv, 11.12.1999)

”It- selskapene på hovedlisten på Oslo Børs er blitt nesten 40 milliarder kroner mindre verd i løpet av fem uker. Verst har det gått ut over datalagringsselskapet Opticom. Selskapets pris ved børs slutt den 10. mars var 20,6 milliarder kroner. I går mente markedet at selskapets verdi var 8,0 milliarder kroner” (Dagens Næringsliv, 18.4.2000).

”Opticom- feberen er tilbake på Oslo Børs. I går sendt en svært positiv analyse kursen opp 27% til 1690 kroner. Orkla Enskilda Securities mener Opticom- kursen skal opp mot 4000 kroner per aksje.” (Dagens Næringsliv, 25.7.2000)

Opticom var forbundet med betydelig volatilitet i all den tid aksjen var notert på Oslo Børs. Også Fast har siden børsnoteringen i 2001 hatt stort fokus fra medier og investorer, og kursen har variert kraftig (laveste kurs var ca 2,50 kr i oktober 2002, og høyeste ca. 26 kr i oktober 2005). I 2005 hadde Opticom- aksjen et standardavvik på hele 66 %, mens Fast- aksjen hadde et standardavvik på 36 %. Om en ønsket å holde et indirekte eierskap i Fast gjennom Opticom- aksjen, ville en få en betydelig høyere risiko (standardavvik) enn ved et direkte eierskap. Det virker fornuftig at dette bidrar til at markedet priser inn en liten rabatt i Opticom i forhold til Fast.

7.3.2 Arbitrasjebegrensninger

Studier på amerikanske data har pekt på at begrensninger i shortsalg- muligheter kan forklare negative stubverdier. Uten at vi har undersøkt dette nærmere, ser vi ingen grunn til å tro at shortsalg er billigere eller enklere ved Oslo Børs. Om den negative stubverdien delvis var forklart av et irrasjonelt positivt markedssyn i Fast drevet av støytrudere, holder vi det dermed sannsynlig at rasjonelle investorer ikke har kunnet oppveie dette ved å inngå et tilstrekkelig antall shortsalg- kontrakter.

I denne utredningen har vi imidlertid argumentert for at Fast ikke har vært betydelig feilpriset, og at det er underprising av Opticom som er årsaken til den negative stubverdien. Dette er som tidligere nevnt understøttet av den sterke kursutviklingen i Opticom i siste kvartal 2005. Den 13. september 2005 går i tillegg Dnb Nor ut med kjøpsanbefaling på Fast, begrunnet i en forventning om at inntektene vil stige rundt 40 % i 2006.

7.4 Ikke balanseførte poster

Om det eksisterte kostnadsforpliktelser i Opticom som ikke var balanseførte, kan dette delvis forklare hvorfor selskapet ble omsatt til rabatt i markedet. Med ett unntak, har vi imidlertid ikke funnet indikasjoner på at slike forpliktelser har forekommet.

Den 9. august 2004 fattet ligningsnemnda et vedtak mot Robert Keith og Thomas Fussell med bakgrunn i deres inntektsgrunnlag. Foranledningen var et bokettersyn i Opticom påbegynt i

2001. Vedtaket gjaldt opsjoner tildelt fra Opticom, og at disse skal beskattes til Norge. Dette skattekravet forfalt så til betaling 31. oktober 2005, uten at betalingen forelå. Etter skattebetalingsloven har selskapet ansvaret for skatten som ilignes utenlandske styremedlemmer. Dette ville om styremedlemme ikke betalte, bety en ekstraordinær skattekostnad på om lag 100 millioner kroner for Opticom. 6. juni 2007 tapte Keith og Fussell skattesaken i Fylkesskattenemnda, og skattekravet står på om lag 100 millioner kroner for hver av dem. I de to første rundene i skattenemndene ble de ikke funnet skyldig mer skatt. Det opplyses også at den nye dommen vil ankes til Riksskattenemnden og domstolene. Dette illustrerer kompleksiteten og langvarigheten i søksmålet fra staten (pr. 14.06.07 er saken enda ikke avgjort). Resultatet er en stor usikkerhet for aksjonærene som i siste omgang kan bli pålagt skatten om ikke Keith og Fussell betaler (Dagens Næringsliv, 06.6.2007).

Det er også klart at opsjonspolitikken i Opticom siden starten har vært liberal. Den 9. november 2005 satt styremedlemmene Keith og Fussell med tegningsretter som tilsvarte om lag 8 % av aksjevolumet i selskapet. Disse var gitt en utøvelseskurs på ca. 54 kr pr stk og dermed klart ”in the money”. Ved utøvelse ville de redusere de øvrige aksjonærenes relative andel av aksjekapitalen, og med det redusere aksjekursen.

Den 5. desember, to dager før generalforsamlingen, utøvde Fussell, Keith og Carballal sine tegningsretter. Opticoms kurs var da 193,50 kr. Den urealiserte gevinsten var på 35 millioner kroner. Opticom hadde på dette tidspunktet en markedsverdi på om lag tre milliarder, noe som førte til at de eksisterende aksjonærenes verdier skulle reduseres med ca. 1 %. På dette tidspunktet hadde imidlertid Opticom- kursen steget voldsomt, og stubverdien var ikke lenger negativ.

7.5 Agentkostnader

Agentforholdene i Opticom og Fast må kunne beskrives som kompliserte. Majoritetsaksjonærene Fussell og Keith satt som henholdsvis styreformann og administrerende direktør i Opticom, mens Keith var styreformann i Fast og Fussell styremedlem. I tillegg hadde de oppdrag som konsulenter i selskapene. Dette ga de fullstendig oversikt over informasjonen og kontrollen i begge selskapene. I det følgende vil vi drøfte om agentkostnadsperspektivet kan forklare deler av rabatten i Opticom.

7.5.1 Free cash flow problemet

Den 2. juni 2005 melder Opticom at de har fått inn mellom 45 og 58 millioner kroner i en emisjon. Styreleder Robert Keith hadde på forhånd presisert at emisjonen kun ville holde på kort sikt, for allerede samme år forventet han at selskapet ville trenge en tilsvarende kapitalinnskytning. Likevel stiger Opticom 7 % på børsen. I et intervju med Dagens Næringsliv uttaler Keith;

- *"I England kaller vi det "dead cat bounce". Jeg ser på katten. Den ser død ut, den lukter død, og når jeg sparker den, beveger den seg ikke. Kanskje er den død, men det skal vi finne ut de neste ukene."* (Dagens Næringsliv, 2. juni 2005)

Gjennom det heleide datterselskapet Thin Film Electronics hadde Opticom blitt påført betydelige negative resultater over en lang periode. I årene 2001 til 2003 hadde Opticom alene hatt et akkumulert tap på over 250 millioner kroner. 2004 og 2005 ga heller ingen positive bidrag. Thin Film Electronics hadde ingen driftsinntekter.

Likevel valgte Opticom å fortsette å allokere kapitalen fra en rekke emisjoner inn i TFE sin forskningsavdeling. En rekke ukommersialiserbare patenter var alt de hadde å vise til, og i februar 2005 annonserte derfor selskapet at samarbeidet med Intel var over. Styreleder Robert Keith forsøkte heller ikke å beskytte aksjen mot kursfall;

- *"Det er kanskje den siste spikeren i kista for vår polymerdivisjon, jeg vet ikke. Vi vil over de neste ukene bestemme oss for om det er en fremtid i Thin Film Electronics og polymerteknologien. Det er ikke noe vits å kaste gode aksjonærpenge etter dårlige."* (Dagens Næringsliv, 2. februar 2005)

Noen få måneder senere gikk likevel Opticom ut i markedet for å hente kapital. En rekke empiriske undersøkelser (se bl.a. Jensen, 1986) har vist at ledere som *kaster* kapital etter prosjekter med lav verdi slettes ikke er uvanlig. Ledere får sterk tilknytning til såkalte "pet projects", og ønsker i det lengste å se at det lykkes. At forskningen på polymerer etter nesten ti år fortsatt ikke hadde skapt kommersialiserbar teknologi, stoppet ikke ledelsen i å fortsette å finansiere prosjektet. Alt tyder på at selskapet burde konsentrert forskningen på andre områder. Det var ikke snakk om lav avkastning, men ingen avkastning overhodet på over 8 år.

Opticom- kursen fortsatte i denne perioden å falle, og implisitt ble verdien av TFE stadig mer negativ. Aksjeselskaper kan normalt ikke ha en negativ verdi, men så lenge Opticom fortsatte

å bidra med kapital inn i et ”tapssluk”, var det ikke urimelig å regne dette som en negativ kontantstrøm i selskapet. Når Intel i tillegg trakk seg ut av samarbeidet, var dette et meget tydelig signal om at forskningen hadde lav verdi. Det bør her nevnes at Intel i motsetning til mange investorer hadde informasjon og teknologisk kompetanse til nettopp å vurdere forskningen.

Selv om polymerforskningen potensielt hadde en tilnærmet ubegrenset oppside om de hadde lyktes i å revolusjonere datalagringsteknologien (Thin Film Electronics, Presentasjonsmateriale 2001), begynte markedet etter om lag ti år å miste tålmodigheten. Styreleder Robert Keith gjorde også sitt for å holde forventningene på et absolutt minimum. At kursen i Opticom i dette tidsrommet falt betraktelig synes dermed på ingen måte urimelig.

7.5.2 Eierstruktur og ledelsens atferd

Som omtalt i teoridelen vil en ledelse med 100 % eierskap i selskapet stå fritt til å velge mellom maksimering av selskapets verdi og egen velferd. Ved lavere eierandel vil incentivene mellom eksterne investorer og ledelsen ikke være sammenfallende. Ledelsen vil da fortsatt kunne bevilge seg selv fordeler og tilpasse arbeidsdagen mer komfortabelt, uten at formueseffekten rammer de med mer enn deres egen eierandel.

Opticoms ledelse ved Keith, Fussell og Gude Gudesen hadde drøyt 40 % eierskap i selskapet. Om de gjorde valg som ikke ville maksimere selskapets markedsverdi, ville eksterne investorer dermed ta 60 % av denne kostnaden.

Opticom hadde nær 90 % egenkapitalfinansiering, og ledelsen hadde dermed nesten ingen disiplinering fra gjeldsbetjening (Jensen, 1986). Ved en høyere gjeldsandel ville kostnadene i selskapet vært høyere, og ledelsen måtte ha prioritert aktivitetene etter finansiell avkastning. Om valget hadde stått mellom konkurs og aggressiv bevilgning til forskning og utvikling, er det gode grunner til å tro at sistnevnte ville vært valgt bort. Ledelsen måtte også ha ytt høyere innsats for å finne inntektsbringende prosjekter.

Likevel er det gode argumenter for en lav gjeldsandel i Opticom. Selskapet hadde nesten ingen inntekter, og aktiviteten tilsa at inntektene i beste fall ville komme om flere år. Dette er ikke uvanlig for teknologiselskaper i oppstartsfasen, hvor finansieringen er tilnærmet 100 % egenkapital. Det ville vært uansvarlig å finansiere Opticom med en høy gjeldsandel.

Andre atferdsmønstre hos ledere med stort eierskap, er en mykere behandling av ansatte og leverandører samt ekstravagante frynsegoder. Vi har ikke funnet indikasjoner på at dette har vært tilfelle i Opticom. Selskapet har hatt lokaler sentralt i Oslo, men det er ikke vår oppfatning at dette har vært verken urimelig eller bemerket av aksjemarkedet. Lokaler ble delt av selskapene Fast og Opticom.

Hans Gude Gudesen har hatt et lidenskapelig forhold til polymerforskningen. At han ville ønsket å finansiere dette også uten eksterne investorer opplever vi som sannsynlig. I Opticom hadde han imidlertid eksterne investorer med seg på eiersiden. At disse investorene har sett at Gude Gudesen har hatt polymerforskningen som sitt 'pet project', skal vi ikke utelukke. En rabatt i tråd med modellen til Jensen og Meckling (1976) er fra de eksterne investorenes side derfor sannsynlig.

7.6 Corporate Governance

Corporate Governance -regler følger et 'følg eller forklar' – prinsipp. Med dette menes at selskapene må begrunne eventuelle avvik fra det som oppfattes som god eierstyring og selskapsledelse. Det er viktig å analysere disse forklaringene (eller mangel på slike), ettersom de gir verdifull informasjon i å separere de godt drevne selskapene fra de dårlige (Arcot & Bruno, 2006). Etske rammeverk, lik behandling av aksjonærer og god informasjonstilgang er sentrale stikkord. I det følgende vil vi drøfte en rekke aktuelle momenter rundt disse temaene i relasjon til Opticom.

7.6.1 Eierskap og lønnsomhet

I debatten så langt har vi fokusert på tilfeller hvor separasjon mellom eierskap og kontroll kan redusere markedsverdien av et selskap gjennom agentkostnader. Dette ønsker vi å utdype nærmere ved følge opp de ti symptomene på svak eierstyring omtalt i teoridelen;

1. *"Stinn"; høy likviditet, men få lønnsomme prosjekter.*

- Opticom har gjennom en rekke emisjoner hatt høy kapitaltilgang og likviditet. Lønnsomme prosjekter har imidlertid vært tilnærmet fraværende.

2. *"Dorsk"; lav inntjening i kjernevirksomhet.*

- Polymerdivisjonen Thin Film Electronics har skapt en rekke patenter, men forskningen og samarbeidet med Intel ga likevel aldri virkelig lønnsomhet.

3. *"Vimsete"*; vekst, men ufokusert og kortsiktig
 - Grunnet Opticoms lave inntekter har veksten ikke vært til stede, og dette mener vi i seg selv er et større problem enn at veksten eventuelt hadde vært ufokusert og kortsiktig. Symptomet med ufokusert vekst er dermed ikke tilstede grunnet mangel på vekst.
4. *"Overtrygg"*; lite gjeld
 - Dette er drøftet overfor, og mye taler for at lite gjeld har vært fornuftig i Opticoms tilfelle.
5. *"Påholden"*; lav utbytte
 - Det har ikke kommet utbytte fra Opticom på noe tidspunkt, noe som åpenbart faller sammen med lav inntjening.
6. *"Ordknapp"*; liten kommunikasjon med eierne
 - Informasjonsflyten fra ledelsen til eksterne eiere har av enkelte markedsaktører vært beskrevet som "en skuff som åpnes raskt, og lukkes raskere". Den har også vært preget av ekstrem optimisme eller tilsvarende pessimisme. Aksjonærgruppen som forsøkte å raide Opticom beskrev denne typen kommunikasjon som forsøk på å snakke aksjen opp eller ned.

I en undersøkelse av det svenske analysebyrået Regi Research & Strategi vurderes selskapers kommunikasjon og informasjon. Undersøkelsen inkluderer 35 norske og 117 svenske selskaper. De 104 analytikerne som har vurdert informasjonen og kommunikasjonen fra selskapene gir Opticom 2,0 poeng som er svakest av alle, mens nest dårligste selskap PGS får 4,0 poeng. Skalaen er fra én til ti, hvor ti er best.
7. *"Gulrotfattig"*; lavt innsideeierskap, og svak kobling prestasjon og lønn
 - Dette symptomet passer bare delvis for Opticom. Det var et høyt innside- eie, og det kan argumenteres for at ledelsen fikk høye kompensasjonspakker uavhengig av resultatet. Koblingen mellom presentasjon og lønn var dermed svak.
8. *"Foreldreløs"*; passive utside eierskap
 - Med unntak av et par måneder på slutten av 2005, hvor en aksjonærgruppe forsøkte å kaste styre og ledelse, har Opticom vært ledet av tre personer; Robert

Keith, Thomas Fussell og Hans Gude Gudesen. Utsideeierne har hatt liten eller ingen innflytelse på beslutningene i selskapet.

9. ”Styreløs”; lav eier- representasjon (administrasjonsdrevet)

- Samme argument som overfor. Styret har bestått av 4 personer (minimumskravet i allmennaksjeloven), der Keith og Fussell har hatt styreflertall gjennom styreleders dobbelstemme. Med Keith som deltidsansatt administrerende direktør har administrasjonen hatt full kontroll på utviklingen av selskapet.

10. ”Partisk”; Storeieren stjeler fra småeierne

- Keith, Fussell og Gude Gudesen tildelte seg selv lønn, bonus og tegningsretter for over 70 millioner kroner fra 2002- 2004. Keith og Fussell har i denne perioden kun hatt mindre ”konsulentoppdrag” og styrearbeid. I norsk sammenheng synes kompensasjonen (se diagram nedenfor og vedlegg 3) å være i overkant av hva som er akseptert, noe også aksjonærer har kritisert. Gude Gudesen har leid seg selv inn som konsulent for Thin Film Electronics gjennom sitt eget selskap.

Total kompensasjon						
	Robert Keith		Thomas Fussell		Hans Gude Gudesen	
2002	kr	7 769 000	Kr	7 769 000	kr	7 268 000
2003	kr	7 772 000	Kr	7 772 000	kr	7 752 000
2004	kr	8 454 000	Kr	9 058 000	kr	7 611 000
Hele perioden	kr	23 995 000	Kr	24 599 000	kr	22 631 000
Totalt	kr	71 225 000				

(Årsrapporter 2002- 2004 Opticom)

Keith og Fussell mente seg imidlertid berettiget utbetalingene, noe Robert Keith argumenterte for på følgende måte;

- ”If you pay peanuts, you get monkeys.”(Dagens Næringsliv, 02.4.2005)

Åtte av ti symptomer på svak eierstyring var fremtredende i Opticom. Beskrivelser som ”stinn”, ”dorsk”, ”ordknapp”, ”foreldreløs” og ”partisk” er derfor passende stikkord for hvordan selskapets eiere og ledelse har vært oppfattet i markedet.

7.6.2 Eierstruktur

Vi ønsker å ta for oss tre momenter tilknyttet eierstrukturen;

- Eierkonsentrasjon

En undersøkelse av (Demsetz og Lehn, 1985 og Bøhren, 2005) viste at økt eierkonsentrasjon har negativ sammenheng med verdiskapningen. *”Det typiske selskapet produserer derfor mer verdi per krone bokverdi når eierstrukturen er flat og åpen enn konsentrert og lukket”*.

Som tidligere drøftet hadde Keith, Fussell og Gude Gudesen i ledelsen 42,3 % av aksjene i Opticom. Fordelen med høy eierandel er ofte sterke økonomiske incentiver, mer makt og færre gratispassasjerer. Ulempene synes i Opticom- tilfellet imidlertid i større grad å være fremtredende, med dårlig informasjonsflyt til øvrige aksjonærer og et partisk eierskap.

- Innsideeierskap

Keith og Fussell satt som de største aksjonærene også i styre og daglig ledelse i Opticom. (Morck, Shleifer og Vishny, 1988) viste at sammenhengen mellom økt innsideeierskap og lønnsomhet er positiv når insentiv- og kontrolleffekten dominerer, mens den er negativ når eierkonflikten og likviditetseffekten overtar. Særlig mot slutten av 2005 viste eierkonflikten mellom britene og de øvrige aksjonærene seg synlig. At dette også har bidratt til et negativt syn tidligere vil vi derfor ikke utelukke.

- Eiervarighet

Bøhren (2005) viste at forholdet mellom personlige eieres varighet er positivt korrelert med lønnsomhet. I tillegg viste han at kompetanseiere har en positiv effekt. Keith og Fussell kan klassifiseres som eiere med et langsiktig mål, men om de kan sies å være kompetanseiere er vi derimot usikre på. Opticom opererte i et teknologisk virke der doktorgradskompetanse innen datateknikk var nødvendig, og vi fremholder det som uvisst om Keith og Fussell fullt ut kan defineres som kompetanseiere (dette til tross for at hadde arbeidet nesten ti år i selskapet).

Ettersom det finnes diametralt ulike synspunkter om forholdet mellom eiervarighet og lønnsomhet, ønsker vi ikke å drøfte for langt hvordan det tiårige eierskapet til Keith og Fussell isolert har påvirket lønnsomheten. Vi nevner likevel at empirien oftere påviser

negative sammenhenger mellom økt eierlengde og lønnsomhet enn det motsatte (Bøhren, 2005).

7.6.3 Styrestruktur og analyse av styret

Styret i Opticom har vært sammensatt av fire personer, der storaksjonærene Robert Keith og Thomas Fussell satt med flertall etter sistnevntes dobbeltstemme som styreleder. I tillegg satt gründer og direktør Hans Gude Gudesen og investor Ralph Carballal i styret. Robert Keith var som kjent også daglig leder.

- Uavhengighet

Uavhengighet mellom styre og daglig leder er en essensiell forutsetning for styrets troverdighet overfor aksjonærer som ikke er representert i styret. Styret er valgt av generalforsamlingen til å utøve tilsyn overfor daglig leder, men når daglig leder er representert i styret kan øvrige aksjonærer ikke føle seg sikre på at dette tilsynet blir ivaretatt. Styret var sammensatt av tre "investorkamerater" med felles bakgrunn og gründeren. Det er åpenbart at styrets uavhengighet var fullstendig fraværende.

- Beslutningsevne og design av styret

Det er her tre momenter verdt å diskutere; størrelse, demografi og ansatte. Allmennaksjeloven krever et minimum på fire personer i styret, og Opticom har ikke benyttet flere enn dette. Et fåtall styremedlemmer har fordelen at det gir enkel kommunikasjon og klarere beslutninger. Samtidig kan prosessene bli snevre, og en har få kritiske røster til å belyse problemstillingene.

Demografien i styret består av fire menn hvor tre av fire hadde finansbakgrunn. Gude Gudesen bidro i så måte med teknisk innsikt, men ettersom han også var leder for forskning og utvikling hadde han ingen med reell kompetanse til å utvise tilsyn.

Stakeholderperspektivet som ansatte ofte er representanter for opplever vi heller ikke for å være tilstede. Loven er oppfylt ved at Gude Gudesen og Fussell er representert i styret (som ansatterepresentanter), men de representerer likevel ikke mangfold (effekten av ansatte i styret er som nevnt tidligere et omdiskutert tema).

I vår oppfatning har styresammensetningen i Opticom vært konstruert som en tilnærmet formalitet for å møte allmennaksjelovens bestemmelser. Det er lite som tyder på at styret har hatt noen reell funksjon, annet enn å være fullmaktsgiver for investorduoen Keith og Fussell.

7.6.4 Norsk anbefaling eierstyring og selskapsledelse

Av de 13 anbefalingene til god selskapsstyring har vi funnet ni brudd;

1. Det har ikke vært noen redegjørelse for selskapets eierstyring og selskapsledelse i årsrapporten. Verdigrunnlag og etiske retningslinjer er også fraværende, selv om dette kanskje er mindre aktuelt for Opticom enn for større og bredere sammensatte selskaper. Siden Thin Film Electronics virksomhet er kompleks og vanskelig å forstå, mener vi at en kort redegjørelse i årsrapporten er viktig for å øke aksjonærenes forståelse for selskapet. Dette har også vært fraværende.
2. Selskapets mål og hovedstrategier fremgår ikke av årsrapporten. Kommunikasjon og åpenhet er også noe som har vært under sterk kritikk (Regi Research & Strategi, 2002). Det må likevel fremheves at informasjon vedrørende Thin Film Electronics ble fremlagt av Gude Gudesen rett etter Generalforsamlingen i 2002 var ferdig. Denne informasjonen forklarte mye av teknologien og strategien selskapet hadde. Generalforsamlingen i 2003 formidlet mye av det samme og fortalte om utviklingen det siste året, men i en noe mindre grad. Etter 2003 har kommunikasjonen rundt Thin Film Electronics avtatt til det minimale. (Thin Film Electronics, Presentasjonsmateriale 2003 og 2004)
3. Bedriften har ikke hatt en tilpasset egenkapitalprofil. Finansieringen har de siste årene vært gjennomført ved hyppige emisjoner. Langsiktig finansiering har ikke vært til stede.
4. Fravikelsen av eksisterende aksjeeieres fortrinnsrett ved kapitalforhøyelser har ikke vært begrunnet, jf. den rettede emisjonen til Simpson Ltd. november 2005.
5. Selskapet har ikke hatt noen valgkomité. Forslag til nytt styre har ved hver generalforsamling vært fremlagt av eksisterende styre.
6. Representanter fra den daglige ledelsen har vært medlem av styret. Ingen i styret har vært uavhengig av selskapets daglige ledelse. Senere har Thomas Fussell trukket seg fra ledelsen i Fast, siden han også var styremedlem i Fast. Dette ble begrunnet med ønske om etterfølgelse av Norske anbefalinger for eierstyring og selskapsledelse. (Dagens Næringsliv, 25.4.2007)
7. Vi har ikke klart å finne noen klar instruks for styret.
8. Opsjoner har vært utstedt til styremedlemmer. I tillegg vil vi hevde at kompensasjonen har vært større enn ”incentiver, ansvar, kompetanse og tidsbruk” tilsier.

9. Styret utøvet tegningsrettigheter etter at det ble kjent at en aksjonærgruppe forsøkte å kjøpe seg opp i selskapet. Dette ble bl.a. gjort i forkant av generalforsamlingen i desember 2005, hvor de dermed vanskeliggjorde bud på selskapets aksjer.

I tråd med 'følg eller forklar'- prinsippet skal brudd følge med en forklaring, men Opticom tilbydde ikke aksjonærene forklaringer som tilgir disse bruddene. Arcot og Bruno (2006) peker altså på at dette er god informasjon i arbeidet med å skille godt drevne selskaper fra de dårlige.

7.7 Tunneling

Tunneling kan ha vært relevant i Opticom hvis det var aktiv utnyttelse av muligheten for et "billigere" og indirekte eierskap av Fast.

Fra Opticoms aksjonerliste (31.12.2004) vet vi at Keith, Fussell og Gude Gudesen eide totalt 42 % av Opticom og var selskapets ledelse og styre. De må derfor kunne sies å representere de 30,33 % av Fast aksjene på vegne av Opticom.

Eierstruktur	Sum	Eierandel	Stemmeandel
De største aksjonærene i selskapet pr 31. desember 2004 var:			
Opticom ASA	76,189,480	30.33 %	30.33 %
Gudesen, Hans Gude	11,120,575	4.43 %	4.43 %
Food International	9,330,310	3.71 %	3.71 %
Keith, Robert	8,000,000	3.18 %	3.18 %
Charles Street International	7,789,670	3.10 %	3.10 %
Fussell, Thomas	7,300,000	2.91 %	2.91 %
Cramer & Cie	6,675,000	2.66 %	2.66 %
Orkla ASA	4,500,000	1.79 %	1.79 %
GPR Technology Fund	4,242,850	1.69 %	1.69 %
Lervik, John Markus	4,000,000	1.59 %	1.59 %
Verdipapirfondet AVA	3,653,665	1.45 %	1.45 %
Voldberg, Tore Aksel	2,996,000	1.19 %	1.19 %
Sum > 1% eierandel	145,797,550	58.04 %	58.04 %
Sum øvrige	105,423,135	41.96 %	41.96 %
Totalt antall aksjer	251,220,685	100.00 %	100.00 %

Aksjonærlisten ovenfor (31.12.2004) fra Fast viser at Opticoms eierskap i Fast, kombinert med de personlige eierskapene til Opticom styret (Keith, Fussell, Gude Gudesen) kontrollerte trioen hele 44 % av Fast. Når vi ser at 41,96 % av Fast eies av aksjonærer med en eierpost på under 1 %, forstår vi at trioen hadde et godt grep om Opticom så vel som Fast.

Med den observerte rabatten i Opticom ville det være ønskelig fra et kontrollperspektiv å delta i emisjoner i Opticom (eller ordinære aksjekjøp) for å sikre kontrollen.

2.juni 2005 ble en privat plassering gjennomført til markedskurs, og til en nærstående investor av Keith og Fussell. Men det må understrekes at emisjonen var åpen for alle, og at den generelle interesse var lav. Dette kan ikke kategoriseres som tunneling

Dagen etter tvangssalget (08.nov 2005) av ca 2 millioner aksjer i Opticom eid av Keith og Fussell, ble det gjennomført en emisjon på 10 % av aksjekapitalen. Emisjonen ble kun rettet mot en privat investor, noe som representerer brudd på forhåndsretten til eksisterende aksjonærer, og bidrar til utvanning av deres eierandel. Emisjonen ble riktignok gjennomført til markedspris ved inngåelse, men var fullstendig uannonisert og må sies å ha kommet som en reaksjon på tvangssalget. Allerede dagen etter var aksjekursen i Opticom vesentlig høyere, og en aksjonærgruppe ønsket å by 10 kr pr aksje over den inngåtte avtalen. Emisjonen ble sannsynligvis gjennomført fordi kontrollen over Opticom, og dermed også Fast, ble alvorlig svekket gjennom tvangssalget. Dette forteller noe om at ledelsen i Opticom verdsatte kontrollen over Opticom og dermed også en indirekte kontroll over Fast meget høyt. Bruddet på aksjonærrettslige prinsipper gjennom avvik fra forhåndsretten ved tegning av nye aksjer kan beskrives som en svak form for tunneling.

7.8 Transaksjonskostnader og gratispassasjerproblemet ved oppkjøp

Som historien viste forsvant den negative stubverdien mellom Opticom og Fast først etter at en aksjonærgruppe forsøkte å skaffe seg kontrollen i selskapet. Dette ble utløst av et tvangssalg av en større aksjepost som hadde vært kontrollert av majoritetsaksjonærgruppen. Aksjonærgruppen ønsket å kaste styret og ledelsen i selskapet og erstatte det med nye. På tidspunktet aksjonærgruppen begynte å øke sine eierandeler, hadde imidlertid stubverdien vært negativ i halvannet år. Transaksjonskostnader og gratispassasjerproblemet synes å være hovedforklaringene på hvorfor oppkjøpsforsøket ikke kom tidligere.

7.8.1 Transaksjonskostnader

Ved alle oppkjøp må en kjøper påregne en premie på siste omsatte kurs i markedet. I de fleste tilfeller er denne betydelig, i blant hele 40- 50 % (Gretland og Reve, 1992). Dette innebærer at selv om det ut fra aksjekursen i Opticom var en stor potensiell gevinst i å kjøpe opp hele

selskapet, ville ingen investorer kunne kjøpe opp hele selskapet til denne prisen. I tillegg finnes kostnader tilknyttet selve transaksjonene med oppkjøpet, som meglerhonorarer og tidsforbruk i egen organisasjon. Hvis Opticom hadde blitt kjøpt opp, måtte en så ha funnet ny ledergruppe.

Ettersom Thin Film Electronics for lengst hadde fått omrisset av et tapssluk, ville nye eiere også måtte vurdere om hele selskapet skulle legges ned. En likvidering av Opticom ville da også vært aktuelt.

Poenget vi ønsker å få frem er at en potensiell oppkjøpergruppe har betydelige kostnader ved et oppkjøp. Dette vil derfor langt på vei forklare hvorfor markedsaktører ikke utnyttet den negative stubverdien tidligere. Rabatten måtte først bli så betydelig at den kunne dekke kostnadene forbundet med et fiendtlig oppkjøp av Opticom.

7.8.2. *Gratispassasjerproblemet ved oppkjøp*

Under har vi listet de 15 største aksjonærene i Opticom pr 31.12.2004. Den største aksjonæren, Charles Street International, er et Keith og Fussell kontrollert selskap. Hans Gude Gudesen hadde vært en sentral alliert av Keith og Fussell i over et tiår. Oversikten viser dermed at Keith, Fussell og Gude Gudesen kontrollerte rundt 42,3 % av aksjene. I tillegg ser vi at det var 7000 ulike aksjonærer.

15 største aksjonærer pr 31.12 2004	
	Eierandel
Charles Street International Ltd.	15,2 %
Hans Gude Gudesen	14,8 %
Robert Keith	6,7 %
Thomas Fussell	5,6 %
Intel Atlantic Inc	2,6 %
Rikard A Storvestre	1,8 %
Enskilda Securities	1,8 %
Symre AS	1,8 %
Goldman Sachs International (forvalterkonto)	1,7 %
Clearstream Banking SA (forvalterkonto)	1,5 %
Haakon Morten Sæter	1,1 %
Skandinavia Enskila Banken (forvalterkonto)	1,0 %
Fortis Global Custody Services (forvalterkonto)	1,0 %
ABG Sundal Collier	0,9 %
Bulls Tankrederi AS	0,9 %
Andre	41,6 %

Totalt pr 31.12.2004 var det 7110 ulike aksjonærer.

For å vinne frem med et nytt styreforslag på en generalforsamling, måtte den nye aksjonærgruppen kontrollere 50,1 % av aksjene. De måtte derfor ha kontroll over, eller støtte fra, nesten 87 % av aksjene som ikke var kontrollert av Gude Gudesen, Keith og Fussell. Ettersom disse aksjene var eiet av over sju tusen ulike investorer, ville det vært meget krevende å samle en kontrollerende post.

Opticom kom ikke med noen skikkelig årsrapport for 2005, men det er all grunn til å anta at antallet aksjonærer fortsatt var betydelig. Det var dermed mange småaksjonærer som spekulerte i at gruppen av aksjonærer som forsøkte å raide selskapet ville lykkes frem. Disse fikk da en gevinst fra oppkjøpsforsøket til aksjonærgruppen.

At Keith og Fussell underveis utøvde tegningsretter som utvannet de andre aksjonærene, i tillegg til at Gude Gudesen overraskende byttet side underveis, understreker hvor meget krevende det ville vært å overta kontrollen i selskapet.

8.0 Avslutning

8.1 Konklusjon

Fra den 24. mai 2004 til 23. november 2005 var markedsverdien av Opticom mindre enn markedsverdien av selskapets eierandel i Fast. Loven om én pris indikerte da at enten Opticom, Fast eller begge selskapene var feilpriset i markedet. Ettersom begge selskapenes markedsverdi steg i denne perioden, men Opticom steg så mye at den ”hentet igjen” eierposten sin i Fast, argumenterte vi for at feilprisingen i forholdet skyldtes en rabatt i Opticom- aksjen.

Vi gjennomgikk så en rekke mulige forklaringer på hvordan denne rabatten kunne oppstå. Vi fant tidlig at rabatten gjennom 2004 kunne forklares med skattebelastningen som et salg av posten i Fast ville medføre. Dette støttes delvis av reduksjonen i rabatten i den korte perioden som fulgte etter at de nye skattereglene ble kjent.

Den negative stubverdien forsvant imidlertid ikke helt, og fra begynnelsen av januar 2005 til 3. november samme år falt den kontinuerlig til nesten 750 millioner kroner. Vi fant at denne rabatten hadde en sammensatt forklaring, bestående hovedsakelig av agentkostnader og brudd på god eierstyring.

Det første vi tok for oss var imidlertid støytraderisiko. Den høye volatiliteten i morselskapet forklarte noe av rabatten, men den forklarte ikke hvorfor den ikke var fremtredende før mai 2005. Vi fant også få grunner til at begrensninger i short- salg i Fast- aksjen kunne forklare den negative stubverdien. Dette begrunnet vi som nevnt overfor med at Fast- aksjen trolig ikke var overpriset.

I de internasjonale studiene vi har gjennomgått, har ikke balanseførte poster forklart noe av de negative stubverdiene. I Opticom har det vært utstedt en rekke tegningsretter til styremedlemmene, men den utvanningen av øvrige aksjonærer (tunneling) som dette representerer synes i beste fall å forklare en marginal rabatt. Skattekravet mot Keith og Fussell fra 2001 kan ha bidratt i negativ retning, men dette ble imidlertid ikke domfelt før i oktober 2005, og da var rabatten allerede betydelig større enn de 100 millionene Opticom muligens måtte avsette.

En meget sannsynlig forklaring på feilprisingen i Opticom er derimot agentkostnadene ved en stor fri kontantstrøm. Opticom hadde brukt nesten 10 år på å utvikle kommersialiserbar

teknologi gjennom datterselskapet Thin Film Electronics, uten at det hadde resultert i mer enn en håndfull patenter. Når selskapet fortsetter å utstede nye aksjer for å finansiere denne virksomheten, er det nærliggende å tro at investorer kan ha lagt en negativ kontantstrøm i TFE når de regnet på verdien av Opticom.

Dette momentet ble videre drøftet i kapitlet om eierstruktur og ledelsens atferd. Gude Gudesen hadde klare preferanser mot å satse mer på polymerforskningen enn det som har var rasjonelt. 10 år nesten uten inntekter stod som et bevis på dette. Eksterne investorer så at ledelsen ikke handlet i alle aksjonærenes beste (som muligens ville vært å legge ned hele polymerforskningen), og trakk denne agentkostnaden (en negativ kontantstrøm i TFE) fra den potensielle verdien av selskapet. Opticom var rett etter årtusenskiftet verdt 27 milliarder kroner, men hadde falt til nesten en trettienedel.

Når vi skulle forklare markedets negative syn på Opticom, kom vi likevel ikke utenom de største eierne Robert Keith og Thomas Fussell. Britene har hatt et omstridt rykte blant Oslo Børs' markedsaktører siden de først gjorde seg kjent på slutten av '80- tallet. Gjennom en rekke dramatiske utspill i media, gjorde de sitt til at Opticom både nådde ekstreme høyder og dype daler. Sterke indikasjoner på svak eierstyring og selskapsledelse gjorde at vi måtte ta dette i nærmere øyesyn.

Av ti symptomer på svak eierstyring fant vi at åtte av disse helt eller delvis var til stede. Særlig fremtredende var indikasjonene på en særlig partisk atferd på bekostning av minoritetsaksjonærene. Mye tyder på at Keith og Fussell har behandlet Opticom som sitt private selskap, hvor de har tatt ut lønn og honorarer i langt større monn enn hva insentivbetraktninger, innsats og ansvar tilsier. Vi pekte også på hvordan eierkonsentrasjon, innsiddeierskap og eiervarighet kan ha negative effekter på et selskaps lønnsomhet.

Styret i Opticom var sammensatt av fire personer, som alle hadde sterke direkte eller indirekte forbindelser til den daglige ledelsen. Vår konklusjon er at styret var å anse som en formalitet, hvor dets eneste oppgave var å opptre som en fullmaktsgiver for Keith og Fussell.

Som en avslutning på Corporate Governance drøftingen, tok vi for oss de norske anbefalingene for eierstyring og selskapsledelse. Vi fant også her tegn til at selskapet var lite aksjonærvennlig, ettersom hele 10 av 13 anbefalinger var brutt uten noen forklaring.

Vi hadde nå altså funnet en rekke gode forklaringer på rabatten i Opticom. Etter at Intel trakk seg fra samarbeidet om polymerforskningen i februar 2005, ga markedet opp troen på at teknologien ville lykkes. I motsetning til mange investorer og analytikere, hadde Intel både kompetansen og informasjonen til å vurdere patentene. På toppen av dette annonserte selskapet at de trengte halvårlige emisjoner for å opprettholde driften. Den negative stubverdien skjøt fart da informasjonen om disse to hendelsene ble kjent.

Vi måtte likevel forklare hvorfor rabatten ikke ble utnyttet tidligere, f.eks. gjennom et oppkjøp hvor ledelsen og styre ble byttet ut. En forklaring på dette fant vi i transaksjonskostnadene og gratispassasjerproblemet ved fiendtlige oppkjøp.

For at utsideaksjonærer skulle kunne bytte ut Keith og Fussell fra styre og ledelse, trengte de over 50 % av aksjene i selskapet. For å oppnå dette trengte de imidlertid om lag 87 % av de øvrige aksjene. Når Keith og Fussell satt med fullmakter til å utøve nye tegningsretter til seg selv, og dermed utvante øvrige aksjonærer ytterligere, er det klart at et fiendtlig oppkjøp ville være krevende. Da Keith og Fussell plutselig måtte tvangsselge en større post, og rabatten samtidig passerte 750 millioner kroner, var triggeren som skulle til for utløse spillet om Opticom likevel tilstede.

Innledningsvis stilte vi spørsmålet; *Hvorfor oppstod og vedvarte den negative stubverdien mellom Opticom og Fast Search & Transfer?* Vi konkluderer med at det var skatteeffekter, agentkostnader og brudd på god eierstyring og selskapsledelse som skapte den negative stubverdien, og kostnader tilknyttet et fiendtlig oppkjøp som gjorde at den vedvarte i halvannet år. Dette medfører at selv om vi har studert en anomali, var det rasjonelle årsaker til at situasjonen oppstod og vedvarte så lenge.

8.2 Forbedringsområder ved utredningen

Denne utredningen har med få unntak vært et kvalitativt studie av børs- og medieinformasjon. I analysen av tekstkilder vil det være en fare for at vi ikke har ivaretatt den distansen og objektiviteten som er nødvendig. Kilder som avisartikler kan inneholde fargede synspunkter som påvirker de konklusjonene som vi tilslutt har kommet til enighet om. I et hvert studie vil det være innslag av før- dommer o.l. som vil kunne påvirke resultatene. Denne utredningen har neppe vært et unntak. Ettersom vi ikke har funnet lignende studier på norske tilfeller, har vi ikke kunnet kryssjekke om våre konklusjoner er en del av konsensus. Der vi derimot har

tolket rene statistiske undersøkelser beregnet av ubehandlet rådata vil den interne gyldigheten være stor, og det er også grunn til å forutsette at påliteligheten er det samme.

Når vi med åpne øyne valgte et intensivt design med ønske om å gå caset i dybden, har vi antakelig gjort det vanskeligere for oss enn det som var nødvendig. Muligens burde vi også ha forsøkt å ta kontakt med aktørene i striden om Opticom direkte, uten at vi nødvendigvis tror dette ville gitt analysen høyere intern gyldighet. Ved å fokusere problemstillingen mot områder som lettere lar seg teste empirisk, ville mye av analysen vært lettere tilgjengelig. Da ville vi riktignok ha studert noe annet.

8.3 Forslag til videre studier

De fleste studiene av The Parent Company Puzzle har et bredere datagrunnlag enn vår utredning har hatt tilgang til. Ved å utvide populasjonen til nordiske eller europeiske børser vil man kunne finne langt flere eksempler, og dermed teste resultatene man finner opp mot studiet gjennomført av Lamont & Thaler (2003) o.a.

Det er en rekke momenter man kan ta i nærmere øyesyn i slike studier. De studiene vi har referert til i kapittel 3 finner både tilfeller hvor datterselskapet er overpriset, og tilfeller hvor morselskapet er underpriset. Om datterselskapet er grovt overpriset, og markedet innretter feilen tregt, kan dette tyde på at shortsalg- beskrankningene i markedet er betydelige. Likeledes kan man teste om tilfeller av The Parent Company Puzzle passer inn i de stiliserte fakta vi nevnte avslutningsvis i kapittel 3.

Slike utredninger vil i motsetning til vår måtte få et ekstensivt design, noe vi vil anbefale også til utredninger generelt (der det er mulig).

9. 0 Litteraturliste

Albert, M. (1991) *Capitalisme contre Capitalisme*. Paris: Seuil.

Allen, J. W., McConnell, J. J. (1998) Equity Carce-outs and managerial discretion. *The Journal of Finance*, Vol 53, No. 1. side 163 – 186.

Allen, J. W. (2001) Private Information and Spin-Off Performance. *The Journal of Business*, Vol 74, No. 2. side 281 – 306.

Almazan, A., Brown, K.C., Carlson, M., Chapman, D.A. (2001) "Why Constrain Your Mutual Fund Manager?" Manuscript. Univ. Texas, 2001.

Arcot, S.R, Bruno V.G. (2006) One size does not fit all, after all: Evidence from Corporate Governance. *Job market paper*, side 1 – 48.

Becht,M., Bolton, P., Roëll, A. A. (2002) Corporate Governance and Control. *NBER Working Paper*.

Bertrand, M. and Mullainathan, S. (1999) Is there discretion in wage setting? *RAND Journal of Economics* 30: 535-554.

Blanchard, O. J., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. (1994) What do firms do with cash windfalls? *Journal of Financial Economics* 36: 337-360.

Bøhren, Ø. (2005): "Eierskap og lønnsomhet": *Økonomisk forum* nr. 5 2005

Bøhren, Ø., Strøm, Ø.R. (2005): "Aligned, informed and decisive: Characteristics of value creating boards", Norwegian School of Management BI, September 2005

Cadbury, A. (2002): *Corporate Governance and Chairmanship: A Personal View*", Oxford University Press Inc., New York, 2002

Constanides, G. (1983) Capital market equilibrium with personal tax. *Econometrica* 51,side 611-636.

Cornell, B., Liu, Q. (2001) The parent company puzzle: When is the whole worth less than one of the parts? *Journal of Corporate Finance*, 2001, 341-366.

Demsetz, H. Lehn, K. (1985) The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93, side 1155 – 1177.

De Long, J. Bradford; Shleifer, Andrei; Summers, Lawrence H.; and Waldmann, Robert J. (1990): “Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation” *Journal of Finance* 45 side 379-395.

Elling, M. Schuhmacher, F. (2005) The parent company puzzle on the German stock market. *Swiss Society for Financial Market Research*, 2005, side 7-28.

Fama, E. F. (1991) Efficient Capital Markets II. *Journal of Finance* 46. side 1575 – 1617.

Fama, E. F., Jensen, M. C. (1983) Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, side 301-325.

Fama, E. F. (1980): “Agency problems and the theory of the firm”, *Journal of Political Economy* 88 (2), side 288-307.

Fama, E. F., Jensen, M. C. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2: side 327 – 349.

Flynn, S. M. (2003) Limited arbitrage, segmentation, and Investor Heterogeneity: Why the Law of One Price So Often Fails. *Vassar College Economics Working Paper* No. 56. side 1 – 50.

Gompers, P, Ishi, J, & Metrick, A (2003) Corporate Governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, February, side 107 – 155.

Gretland, B og Reve, T (1992). Strategic Mergers & Acquisitions: An empirical analysis”, *SNF- report* no. 72. side 42-64.

Grossman, S. J. og O. D. Hart (1980) Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation”, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No.1.

Harrison, J. Michael, and Kreps, David M. (1978) Speculative Investor Behavior in a Stock Market with Heterogeneous Expectations. *Quantitative Journal of Economics*. 92. side 323 – 336.

Jacobsen, D. I. (2003); Hvordan gjennomføre undersøkelser? *Høyskoleforlaget*, Oslo.

- Jensen, M., Meckling, W. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol 3. No 4. side 305 – 360.
- Jensen, M. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2. side 323 -329.
- Lamont, O. Thaler, R. (2003) Can the Market Add and Subtract? Mispricing in Tech Stock Carve-outs. *Journal of Political Economy*, 2003, Vol 111. No 2, side 227-268.
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. (1999) Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, Vol 54, No. 2. side 471 – 517.
- Lee, C. M. C., A. Schleifer & R. H. Thaler (1991): “Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle”, *Journal of Finance*, Vol 46, No. 1. side 75 – 109.
- Macho-Stadler, I. og D. Perez-Castrillo, (2001) An introduction to the economics of information, 2. utgave, *Oxford University Press*.
- Malkiel, B.G. (1977) The valuation of closed-end investment company shares. *Journal of Finance* 32, side 847-859.
- Mitchell, M., Pulvino, T., Stafford, E. (2002) Limited Arbitrage in Equity Markets. *Journal of Finance* No. 57, side 551 – 584.
- Modigliani, F., Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review* Vol 48. No 3. side 261 -297.
- Morck, R. Shleifer, A. Vishny, R. (1988) Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20, side 293 – 315.
- Rogoff, Kenneth S. and Froot, Kenneth. (2001). The Law of One Price Over 700 Years. *IMF Working Paper* No. 01/174
- Rosenthal, L., Young, C. (1990) The seemingly anomalous price behavior of Royal Dutch/Shell and Unilever N.V./PLC. *Journal of Financial Economics*, Vol 26, North Holland, side 123-141.
- Schill, M. J., Zhou, C. (2001) Pricing an Emerging Industry: Evidence from Internet Subsidiary Carve-Outs. *Financial Management*, Vol 30. Issue 3.

Shleifer, A., Vishny, R.A. (1997) A survey of Corporate Governance. *NBER*.

Simon, J. La Porta, Rafael. Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. (2000) Tunneling. *The American Economic Review*, Vol. 90, No. 2. side 22 – 27.

Tezel, A., Schnusenberg, O. Split-Off IPOs Market Returns and Efficiency. Working paper. Side 1 -17 <http://www.unf.edu/~oschnuse/splitoff.pdf>.

Tirole, J. (2001): «Corporate governance», *Econometrica* 69, Nr. 1, side 1–35.

Tirole, J. (2006) The Theory of Corporate Finance. *Princeton University Press*.

Vijh, A. M. (1999) Long-term returns from equity carveouts. *Journal of Financial Economics*, Vol 51. side 273 – 308.

Diverse

Forelesningsnotater, Advanced corporate finance, Høsten 2006

Forelesningsnotater, Finansielle kontrakter, Høsten 2006

Franklin, B. (1789) Brev til Jean-Baptiste Leroy.

Investorkommunikasjon 2002, foredrag av Regi Research & Strategi

Børsprosjektet Amadeus v/ NHH

<http://mora.rente.nhh.no/borsprosjektet/>

Dagens Næringsliv Arkiv (samtlige benyttede artikler)

<http://avis.dn.no/arkiv/?eceExpr=Opticom&eceFromDay=6&eceFromMonth=5&eceFromYear=1988&eceToDay=6&eceToMonth=5&eceToYear=2007&textPDF=text&state=closed&dnSearchType=searchExact&eceSource=DNPAPIR&eceSort=relevance&eceDateType=detailed&eceMaxHits=500&eceSearchEngineName=autonomy&idNum=30&search=true>

Netfonds

<http://hopey.netfonds.no/paperhistory.php?paper=OPC.OSE>

Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse 2006. NUES.

<http://www.nues.no/filestore/Norskanbefalingforeierstyringogselskapsledelse2006.pdf>

(Oslo Børs, Markedskommentar, 07.01.2004)

<http://www.oslobors.no/ob/markedskommentar?c=Page&cid=1034072510219&contentid=1071142964841&pagepointer=10>

Thin Film Electronics, Presentasjonsmateriale 2001. Hans Gude Gudesen.

http://www.newsweb.no/atmnt/51521_1.pdf?id=6072

Thin Film Electronics, Presentasjonsmateriale 2002. Hans Gude Gudesen
<http://www.newsweb.no/atmnt/AGM5-2003-pub.pdf?id=15497>

Thin Film Electronics, Presentasjonsmateriale 2003. Hans Gude Gudesen
http://www.newsweb.no/atmnt/65027_1.pdf?id=9832

Skatteetaten
www.skatteetaten.no

Standard Federal Tax Report (1999), Section 355.

Årsrapporter og samtlige børsmeldinger fra Opticom og Fast. www.newsweb.no

Appendix

Vedlegg 1

Deskriptiv statistikk for både FAST og OPC.

Året 2005		
	<i>FAST</i>	<i>OPC</i>
Gjennomsnittlig daglig avkastning	0,274 %	0,364 %
Standardfeil	0,0014	0,0026
Standardavvik	2,3 %	4,2 %
Annualisert standardavvik	36,0 %	66,6 %
Kurstosis	1,132	8,520
Skjevhet	0,195	1,334
Minimum	-0,066	-0,146
Maksimum	0,077	0,277
Sum	0,692	0,918
Antal dager	252	252
Høyeste avkastning	7,7 %	27,7 %
Laveste avkastning	-6,6 %	-14,6 %

Vedlegg 2

FAST styret 1.januar 2005.

John Magnus Lervik,	administrerende direktør
Thomas Fussell,	styreformann
Robert Keith,	styremedlem
Øystein Tvenge,	styremedlem

Opticom styret 1.januar 2005.

Thomas Fussell,	arbeidende styreformann.
Robert Keith,	administrerende direktør og arbeidende styremedlem.
Ralph Carballal.	styremedlem.
Hans Gude Gudesen	arbeidende styremedlem og forskningsdirektør.

”Tog røverne”

- | | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none">• Thomas Fussell• Robert Keith• Ralph Carballal• Eric Keith Simpson | aksjonær gjennom Charles Street International.
aksjonær gjennom Charles Street International.
aksjonær gjennom Man Financial Limited.
aksjonær gjennom Simpson Financial Limited |
|--|---|

Juridisk rådgiver: Advokatfirmaet Ræder.

”Piratene”

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none">• Øystein Stray Spetalen• Petter Stordalen• Anders Berggren | aksjonær gjennom Tycoon Industrier AS
aksjonær gjennom Kjempestorfart AB
aksjonær gjennom Orkla |
|---|---|

Juridisk rådgiver: BA-HR

Finansiell rådgiver: Carnegie

”Andre aktører”

- | | |
|--|---------------------------|
| <ul style="list-style-type: none">• Hans Gude Gudesen• John Magnus Lervik• Mindre aksjonærer | aksjonær gjennom Symre AS |
|--|---------------------------|

Vedlegg 3

Kompensasjonspakker for Robert Keith, Thomas Fussell og Hans Gude Gudesen fra 2002 til 2004:

		Året 2002		
		Opticom ASA	Thin Film Electronics	Total kompensasjon
Thomas Fussell	Lønns- og pensjoninntekt	kr 2 369 000	kr 2 294 000	kr 4 663 000
	Bonus	kr 1 287 000	kr 1 219 000	kr 2 506 000
	Opsjonsprogrammet 2002	kr 350 000		kr 350 000
	Styrehonorar	kr 150 000	kr 100 000	kr 250 000
				kr 7 769 000
Robert Keith	Lønns- og pensjoninntekt	kr 2 369 000	kr 2 294 000	kr 4 663 000
	Bonus	kr 1 287 000	kr 1 219 000	kr 2 506 000
	Opsjonsprogrammet 2002	kr 350 000		kr 350 000
	Styrehonorar	kr 150 000	kr 100 000	kr 250 000
				kr 7 769 000
Hans Gude Gudesen	Konsulentonorar		kr 4 037 000	kr 4 037 000
	Bonus		kr 3 131 000	kr 3 131 000
	Styrehonorar		kr 100 000	kr 100 000
				kr 7 268 000
		Året 2003		
		Opticom ASA	Thin Film Electronics	Total kompensasjon
Thomas Fussell	Lønns- og pensjoninntekt	kr 2 506 000	kr 2 371 000	kr 4 877 000
	Bonus	kr 1 323 000	kr 1 252 000	kr 2 575 000
	Opsjonsprogrammet 2003	kr 70 000		kr 70 000
	Styrehonorar	kr 150 000	kr 100 000	kr 250 000
				kr 7 772 000
Robert Keith	Lønns- og pensjoninntekt	kr 2 506 000	kr 2 371 000	kr 4 877 000
	Bonus	kr 1 323 000	kr 1 252 000	kr 2 575 000
	Opsjonsprogrammet 2003	kr 70 000		kr 70 000
	Styrehonorar	kr 150 000	kr 100 000	kr 250 000
				kr 7 772 000

					kr	7 772 000
Hans Gude Gudesen		Opticom ASA	Thin Film Electronics		Total kompensasjon	
	Konsulentonorar		kr	4 233 000	kr	4 233 000
	Bonus		kr	3 219 000	kr	3 219 000
	Opsjonsprogrammet 2003					
	Styrehonorar		kr	100 000	kr	100 000
					kr	7 552 000

Året 2004

		Opticom ASA	Thin Film Electronics		Total kompensasjon		
Thomas Fussell	Lønns- og pensjoninntekt	kr	2 467 000	kr	2 337 000	kr	4 804 000
	Bonus	kr	2 012 000	kr	1 904 000	kr	3 916 000
	Opsjonsprogrammet 2004	kr	88 000			kr	88 000
	Styrehonorar	kr	150 000	kr	100 000	kr	250 000
						kr	9 058 000

		Opticom ASA	Thin Film Electronics		Total kompensasjon		
Robert Keith	Lønns- og pensjoninntekt	kr	2 386 000	kr	2 258 000	kr	4 644 000
	Bonus	kr	1 784 000	kr	1 688 000	kr	3 472 000
	Opsjonsprogrammet 2004	kr	88 000			kr	88 000
	Styrehonorar	kr	150 000	kr	100 000	kr	250 000
						kr	8 454 000

		Opticom ASA	Thin Film Electronics		Total kompensasjon	
Hans Gude Gudesen	Konsulentonorar		kr	4 292 000	kr	4 292 000
	Bonus		kr	3 219 000	kr	3 219 000
	Opsjonsprogrammet 2004					
	Styrehonorar		kr	100 000	kr	100 000
					kr	7 611 000