

SNF RAPPORT NR. 67/00

**Skipsfinansiering og norske rederiers
multinasjonale virksomhet**

av

Bengt Neteland

**SNF-prosjekt nr. 1065
“Norske rederiers multinasjonale virksomhet”**

**Prosjektet er finansiert av Norges forskningsråd og
Norges Rederiforbund**

SIØS – Senter for internasjonal økonomi og skipsfart

**STIFTELSEN FOR SAMFUNNS- OG NÆRINGSLIVSFORSKNING
BERGEN, DESEMBER 2000**

© Dette eksemplar er fremstilt etter avtale
med KOPINOR, Stenergate 1, 0050 Oslo.
Ytterligere eksemplarfremstilling uten avtale
og i strid med åndsverkloven er straffbart

SIØS - SENTER FOR INTERNASJONAL ØKONOMI OG SKIPSFART

SIØS - Senter for internasjonal økonomi og skipsfart - er et felles senter for Norges Handelshøyskole (NHH) og Stiftelsen for samfunns- og næringslivsforskning (SNF), med ansvar for undervisning, fri forskning, oppdragsforskning og forsknings-formidling innen områdene skipsfartsøkonomi og internasjonal økonomi.

Internasjonal økonomi

SIØS arbeider med alle typer spørsmål knyttet til internasjonal økonomi og skipsfart, og har særskilt kompetanse på områdene internasjonal realøkonomi (handel, faktorbevegelser, økonomisk integrasjon og næringspolitikk), internasjonal makroøkonomi og internasjonal skattepolitikk. Forskningen ved senteret har i den senere tid vært dominert av prosjekter som har til hensikt å bidra til økt innsikt i globale, strukturelle problemer og virkninger av regional økonomisk integrasjon. Videre deltar man også aktivt i prosjekter som omhandler offentlig økonomi, nærings- og konkurransepolitikk.

Internasjonal transport

Et annet sentralt arbeidsområde for SIØS er internasjonal transport. På dette feltet har studier av konkurranseforholdet mellom ulike transportbærere i Europa og mulighetene for økt bruk av sjøtransport for å avlaste det landbaserte transportnettverket på kontinentet stått sentralt.

Maritim forskning

SIØS ser det som sin oppgave å være et bindeledd mellom den maritime næring og forskningsmiljøet ved SNF og NHH, og har gjennomført en serie prosjekter finansiert av Norges Rederiforbund, direkte rettet inn mot rederier og andre maritime bedrifter. Denne typen prosjekter har blant annet studert norske rederiers multinasjonale virksomhet, skipsbygging i Nord-Europa, og konkurransen i fergemarkedene.

1.1 Kompetansebase

SIØS' kompetansebase består av forskere ved SNF, assosierte medarbeidere ved NHH og LOS (UiB), samt ledende internasjonale økonomer som er knyttet til senteret gjennom langsiktige forbindelser. I løpet av de siste årene har man ved SIØS fått frem fem doktorgrader innen internasjonal økonomi og skipsfart, og staben inkluderer for tiden doktorgradsstipendiater.

1.2 Nettverk

Senteret er involvert i flere større eu-prosjekter, og samarbeider med sentrale forsknings- og utdanningsinstitusjoner over hele europa. Spesielt nær kontakt har man til london school of economics, university of glasgow, institute for graduate studie, geneve og the research institute of industrial economics (iui), stockholm. Den vitenskapelige staben ved siøs deltar i flere internasjonale forskningsnettverk, og har vært blant de fremste i Europa til å ta initiativ til dannelsen av nettverk.

**SKIPSFINANSIERING OG NORSKE REDERIERS
MULTINASJONALE VIRKSOMHET**

av

Bengt Neteland

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i siviløkonomutdanningen 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.

INNHALDSFORTEGNELSE

INNHALDSFORTEGNELSE.....	1
Internasjonal økonomi.....	ii
Internasjonal transport.....	ii
Maritim forskning.....	ii
1.1 KOMPETANSEBASE.....	II
1.2 NETTVERK.....	II
1 INNLEDNING	5
2 FINANSIERING AV TONNASJE	7
2.1 INNLEDNING.....	7
2.2 EGENKAPITAL.....	8
2.3 FREMMEDKAPITAL	10
2.3.1 <i>Kommersielle bankers rolle i shipping</i>	11
2.3.2 <i>Obligasjons- og sertifikatlån</i>	13
2.3.3 <i>Leasing</i>	14
2.4 MEZZANINE-KAPITAL ("BRIDGE FINANCE").....	17
3 SENTRALE SIDER VED FINANSIERING AV NYBYGG	19
3.1 INNLEDNING.....	19
3.2 FINANSIELLE MULIGHETER	19
3.2.1 <i>Verftskreditt og eksportkreditt</i>	20
3.2.2 <i>Kontantkontrakt</i>	20
3.2.3 <i>Garantiproblem for nybygg</i>	21
3.3 FINANSIELL STØTTE FRA MYNDIGHETENE.....	22
3.3.1 <i>Forskjellige former for statlig støttede kreditter til reder</i>	22
3.3.2 <i>OECD-regelverket</i>	23
3.4 STATLIGE STØTTEORDNINGER VED NYKONTRAHERINGER I DE ENKELTE BYGGELAND	25
3.4.1 <i>Japan</i>	25
3.4.2 <i>Sør-Korea</i>	25
3.4.3 <i>Kina</i>	26
3.5 ASSOCIATION OF WESTERN EUROPEAN SHIPBUILDERS (AWES)	26
3.5.1 <i>Norge</i>	27
3.5.2 <i>Finland</i>	28
3.5.3 <i>Danmark</i>	29
4 FINANSIELLE BETRAKTNINGER AV REDER OG PROSJEKT	31

4.1	INNLEDNING.....	31
4.2	VURDERING AV REDERS LØNNSOMHET OG SOLIDITET.....	31
4.2.1	<i>Vurdering av reders lønnsomhet</i>	32
4.2.2	<i>Vurdering av reders soliditet</i>	32
4.3	LÅNEGIVERS KRAV TIL SIKKERHET	34
4.4	TILLEGGSKRAV ("COVENANTS") LÅNEGIVER KAN PÅLEGGE REDER.....	35
4.5	STØRRELSE OG LØPETID PÅ LÅNET	36
4.6	ULIKE LÅNETYPER.....	38
4.6.1	<i>Terminlån</i>	39
4.6.2	<i>Terminlån med moratorium</i>	41
4.6.3	<i>Terminlån med "ballong"</i>	41
4.6.4	<i>Terminlån med "revolving credit"</i>	41
4.7	RENTE, RENTEMARGIN OG GEBYRER	42
4.7.1	<i>Markedsrenten</i>	42
4.7.2	<i>Rentemargin</i>	43
4.7.3	<i>Gebyrer</i>	44
5	GJENNOMGANG AV MASTERBULK PTE. LTD. SITT KJØP AV OHBC-FLÅTEN TIL WESTFAL-LARSEN & CO. AS	45
5.1	INNLEDNING.....	45
5.2	FINANSIERINGEN AV MASTERBULKS KJØP AV OHBC.....	46
5.2.1	<i>Innledning</i>	46
5.2.2	<i>Finansieringen av transaksjonen</i>	47
5.3	FINANSIERINGEN AV TONNASJE FØR DIREKTEINVESTERINGER I SINGAPORE.....	48
5.4	FINANSIERINGEN AV TONNASJE ETTER DIREKTEINVESTERINGER I SINGAPORE	48
6	GJENNOMGANG AV ODFJELL ASA SITT KJØP AV SEACHEM TANKERS LTD.....	51
6.1	INNLEDNING.....	51
6.2	FINANSIERINGEN AV ODFJELLS KJØP AV SEACHEM TANKERS LTD.....	52
6.2.1	<i>Innledning</i>	52
6.2.2	<i>Finansieringen av transaksjonen</i>	52
6.3	FINANSIERINGEN AV TONNASJE FØR DIREKTEINVESTERINGER I SINGAPORE.....	53
6.4	FINANSIERINGEN AV TONNASJE ETTER DIREKTEINVESTERINGER I SINGAPORE	55
7	GJENNOMGANG AV FRONTLINE LTD. SITT KJØP AV OBLIGASJONSLÅNET TIL GOLDEN OCEAN GROUP LTD.....	57
7.1	INNLEDNING.....	57
7.2	FINANSIERINGEN AV FRONTLINES KJØP AV GOLDEN OCEAN GROUP LTD. (GOGL)	58
7.2.1	<i>Innledning</i>	58
7.2.2	<i>Finansiering av transaksjonen</i>	59
7.3	FINANSIERINGEN AV TONNASJE FØR DIREKTEINVESTERINGEN I LIBERIA	60
7.4	FINANSIERINGEN AV TONNASJE ETTER DIREKTEINVESTERINGEN I LIBERIA.....	63

8	SAMMENLIGNINGER.....	65
8.1	INNLEDNING.....	65
8.2	FINANSIERING AV DIREKTEINVESTINGER I UTLANDET.....	65
8.3	FINANSIERING AV TONNASJE FØR DIREKTEINVESTINGER I UTLANDET	66
8.4	FINANSIERING AV TONNASJE ETTER DIREKTEINVESTINGER I UTLANDET	71
8.5	OPPSUMMERING	76
9	VEDLEGG	79
9.1	VEDLEGG 1: REVOLVING CREDIT FACILITY.....	79
9.2	VEDLEGG 2: TERM LOAN TO FINANCE NEWBUILDING	83
10	LITTERATURLISTE.....	87

1 INNLEDNING

Denne utredningen er en del av forskningsprosjektet ”Norske rederiers multinasjonale virksomhet” som ledes av Hans Jarle Kind, forsker ved Norges Handelshøyskole, Senter for internasjonal økonomi og skipsfart og Stiftelsen for samfunns- og næringslivsforskning. Forskningsprosjektet har som hensikt å studere konsekvenser og sammensetningen av rederinæringens multinasjonale virksomhet generelt og utenlandske direkteinvesteringer spesielt.

Min utredning er en del av det omtalte prosjektet. Jeg har foretatt studier av to norske rederier og et som juridisk sett er registrert på Bermuda. Sistnevnte er rederiet Frontline Ltd., som har nær tilknytning til det norske shipping miljøet og er dessuten notert på Oslo Børs. De to andre rederiene som jeg har undersøkt er Westfal-Larsen & Co., og Odfjell ASA. Formålet med utredning er å vurdere om rederienes utenlandsetablering påvirker finansieringen av flåten og hvilke konsekvenser dette eventuelt har for rederiene. Det blir også satt søkelys på hvordan to av rederiene har finansiert oppkjøp av et utenlandsk rederi og hvordan det tredje har fisjonert ut skipene sine til et utenlandsk selskap.

Informasjonen om de tre rederiene er innhentet ved intervjuer, og jeg vil i den anledning rette en stor takk til Rolf Westfal-Larsen i Westfal-Larsen & Co., Ragnar Nielsen i Masterbulk Pte. Ltd., Espen Bjelland i Odfjell ASA og Tom E. Jebsen i Frontline Management AS for deres tålmodighet. I tillegg fortjener hovedveileder Siri Pettersen Strandenes og biveileder Hans Jarle Kind en stor takk for meget god støtte og veiledning under arbeidet med utredningen.

I kapittel 2 tar jeg form meg ulike typer kapitalkilder for finansiering generelt. Det gjøres først rede for rederienes tilgang på egenkapital. Deretter beskrives de ulike kildene for fremmedkapital. Shipping er i stor grad avhengig av fremmedkapital for å finansiere sine investeringer og de viktigste kildene er kommersielle banker, obligasjons- og sertifikatmarkedet, leasing, verftskreditt og mezzanine-kapital.

I kapittel 3 beskriver jeg mer spesifikke sider ved nybygg, og ser på reders muligheter for finansiering av nybygg gjennom ulike former for statlig støttede kreditter. Disse

deles inn i verftskreditt, eksportkreditt og et spesielt "bareboat" arrangement via et datterselskap av verftet. Jeg vil hovedsakelig i denne oppgaven benytte fellesbetegnelsen verftskreditt. Avslutningsvis tar jeg for meg de statlige støtteordningene i seks utvalgte land og redegjør også for OECD-regelverket.

I kapittel 4 går jeg nærmere inn på kredittvurdering av reder, lånekostnader og de lånebetingelsene reder står overfor. Først viser jeg hvilke faktorer långiver vektlegger i sin analyse av reders lønnsomhet og soliditet og beskriver så hvilken sikkerhet reder har mulighet for å stille for lånet. Vanligvis er det pant i skipet og dets forsikringer. Annen sikkerhet er skipets inntekt, personlig garanti, reders konti eller øvrige skip. Långiver kan også pålegge reder andre betingelser.

Deretter ser jeg på størrelsen og lengden på nedbetalingsperioden for lånet og redegjør for de forskjellige former for terminlån, det vil si med eller uten "ballong" eller moratorium. Til slutt ser jeg på reders lånekostnader. Disse består av rente (inkludert margin) og gebyrer. Gebyrene består av etableringsgebyr, en beredskapsprovisjon og et agenthonorar (dersom det benyttes syndikat).

I kapitlene 5 til 7 foretar jeg vurderinger av rederiene og hvilke erfaringen rederiene har gjort seg med tanke på finansieringsformer og knytter dette opp mot det jeg har beskrevet tidligere i oppgaven. Jeg har spesielt lagt vekt på hvordan de tre rederiene tradisjonelt har finansiert seg, hvordan de har finansiert direkte investeringer i utlandet og om etableringen i utlandet har påvirket valg av finansiering og finansieringskilder.

I kapittel 8 foretar jeg en sammenligning av hvordan de tre rederiene har finansiert seg og legger vekt på likheter og ulikheter mellom selskapene. Jeg diskuterer kontinuerlig om direkteinvesteringer i utlandet påvirker deres valg av finansieringsform.

2 FINANSIERING AV TONNASJE¹

2.1 Innledning

Shipping er en av verdens mest kapitalintensive næringer (Stopford 1997). Kontainer skip og kjemikalie tankere kan koste opp mot USD 125 millioner per skip, omtrent det samme som en Jumbo Jet. Liquified Natural Gas (LNG) tankere er en av verdens dyreste skipstyper og kan koste opp mot USD 250 millioner per skip (Stopford 1997 : 194). I følge "World Shipyard Monitor" publisert av Clarkson Research Studies, investerte bulk shipping industrien, USD 13,6 milliarder i nye skip og USD 7,5 milliarder i secondhand skip i 1994.

Kapitalkostnadene kan utgjøre

en rimelig stor andel av rederiets kostnader (Wijnolst/Wergeland 1996 : 239-242), men dette avhenger blant annet av alderen på skipet. Dette kan illustreres med følgende tre Capesize bulk skip som henholdsvis er 5, 10 og 20 år.

Tabell 2.0 Capesize bulk skip, kostnader (\$ 000s per dag) og alder (5, 10, 20 år)

Year	5	10	20
Operating cost	4,700	6,400	7,500
Voyage cost	7,338	7,600	7,900
Periodic maintenance	1,000	1,200	1,400
Capital cost (Cc)	11,133	8,965	4,142
Overall cost (Oc)	24,171	24,165	20,942
Capital/Overall	0,46 %	0,37 %	0,19 %

Kilde: Capesize Quality Survey (1993) Clarkson Research Survey

Alle tre skipene seiler under Liberia flagg, har likt bemanningsmønster og lånekostnaden er 8 %. De totale kostnadene er USD 24,171 per dag for et 5 år gammelt skip, USD 21,165 for et 10 år gammelt skip og USD 20,942 for et 20 år gammelt skip. De totale kostnadene er forholdsvis like, men kostnadsstrukturen forandrer seg etter hvert som skipet blir eldre. En ser spesielt at kapitalkostnadene utgjør 46% av de totale

¹ Med mindre det ikke er spesifisert i teksten, er hovedsakelig hele dette kapitlet basert på samtaler med representanter fra Den norske Bank Shipping i Bergen og Oslo.

kostnadene ved et 5 år gammelt skip og kun 19% ved et 20 år gammelt skip. Denne utviklingen er et resultat av at belåningen på skipet er redusert og da naturlig utgjør en mindre del av de totale kostnadene.

2.2 Egenkapital

Egenkapitalen ved skipsfinansiering kan komme fra rederiets tilbakeholdelse av driftsoverskudd, aksje-emisjoner eller i form av kapitalinntekt. Det siste realiseres gjennom salg av aksjer. Den forlengede lavkonjunkturen i løpet av 80-tallet førte til at mange redere startet 90-tallet med begrenset, eller ingen kapital akkumulert fra driften. Dette har også vært en tendens videre på 90-tallet, men i visse perioder har rederier i enkelte segment klart å generere egenkapital direkte fra driften. I følge Financial Manager i Odfjell ASA, Espen Bjelland, har Odfjell ASA i løpet av 90-årene kontinuerlig brukt inntjeningen fra driften som egenkapital ved nykontraheringer og kjøp av annenhåndstonnasje (jfr. avsnitt 6.3). Men hovedsakelig stammer kapitalen som blir brukt til kjøp av nybygg og annenhåndstonnasje, fra salg av eiendeler (skip) eller aksjer, avkastning på aksjer, utbytte eller renteinntekter.

Det er kun i siste del av 80-årene og i begynnelsen av 90-årene at shippingselskapene har vendt seg mot aksjemarkedet for å innhente ny egenkapital og utnytte de muligheter som aksjemarkedet tilbyr (Stokes 1997 : 186). Norske redere skaffet seg i midten av 80-tallet betydelig egenkapital fra K/S markedet. Siden den primære fordelene ved en K/S-deltagelse var skattelette, førte innstramningen ved skattereformen til at K/S-markedet, som kilde til egenkapital, ble betraktelig redusert. Dette har ført til at norske redere i større grad har måttet gå på børsen for å hente inn nødvendig kapital. Spesielt i perioden 1993 til 1995 ble det foretatt en rekke emisjoner i norske og utenlandske rederier som følge av at rederiene skulle noteres på Oslo Børs, London Stock Exchange eller New York Stock Exchange. Shipping aktører som for eksempel Bergesen d.y. ASA og Frontline Ltd., er børsnotert både i Oslo og London. Vi ser samtidig konturene av et mønster der de største rederiene søker utenlandske børser, mens de mindre går mot hjemlig børs.

Som beskrevet ovenfor har det vært en tendens at rederier noteres på ulike børser for å utnytte de muligheter som aksjemarkedet tilbyr. I perioden 1993 til 1995 foretok følgende norske og utenlandske selskaper emisjon forut for børsnotering: Bona

Shipholding - USD 113.850.000 (1993), First Olsen Tankers - USD 105.000.000 (1993) Western Bulk Shipping – USD 42.000.000 (1993), Smedvig Tankships - USD 129.000.000 (1993), London & Overseas Freighters Ltd. - USD 75.000.000 (1993), Pacific Basin Bulk Shipping - USD 73.000.000 (1994), Teekay Shipping Corporation – USD 138.000.000 (1995) og Nordic American Tankers Ltd. - USD 58.700.000 (1995) (Stokes 1997 : 188/192). Det ble altså i løpet av to år foretatt emisjoner på i alt USD 734,2 millioner.

I slutten 1997 besluttet Team Shipping ASA å gjennomføre en offentlig emisjon, hvor selskapets aksjekapital ble utvidet med i alt NOK 180.800.000. Og i slutten av mars 2000 besluttet Leif Høegh & Co. å foreta en rettet emisjon på NOK 450.000.000 til sine daværende aksjonærer. (Oslo Børs Informasjon). Denne form for innhenting av egenkapital har blitt mer og mer vanlig blant norske børsnoterte rederier og blir ofte brukt når rederiene skal børsnoteres, kontrahere nye skip eller ved oppkjøp av et annet rederi. Da Odfjell ASA i februar 2000 fusjonerte med Seachem Tankers Ltd., foretok Odfjell ASA en rettet emisjon på cirka 1 milliard norske kroner og brukte dette som egenkapital ved transaksjonen. Frontline Ltd. skal i løpet av oktober 2000 foreta en rettet emisjon på vel USD 19,6 millioner mot kreditorene i Golden Ocean Group Limited og bruker dermed børsen som et egenkapital instrument.

En annen variant for tilgang av egenkapital til investeringer i shipping, er shipping-fond, hvor investorer går inn med midler, som igjen blir brukt til å investere i skip. Det første moderne shipping fondet var ”Bulk Transport” som ble etablert i løpet av depresjonen i tankmarkedet i 1984/85 (Stopford 1997). Fondet ble etablert for å kjøpe fire Ultra Large Crude Carriers (ULCC) og prisene var tilsvarende skrappriser for skipene. Som en investering viste dette seg å være en meget attraktivt, siden verdien på skipene økte til det femdobbelte på fire år (Stopford 1997). Fondene kan også benyttes som indirekte finansieringskilde ved at det investeres i shipping aksjer. Denne type fond har også vært benyttet av større aktører til å gå inn som eiere der parter har trukket seg ut (gjelder spesielt kommersielle bankfond), og av mindre aktører til å skaffe seg egenkapital.

Den første fasen ved strukturering av et shipping-fond er at et selskap blir stiftet for eksempel på Bahamas eller Cayman Island, hvor skattereglene er gunstige. Deretter blir

en ”manager” ansatt for å kjøpe, selge og operere selskapets skip. For denne servicen får ”mangeren” tildelt en ”management fee”, eksempelvis betaler et fond med fire skip USD 100 000 pluss 1,25% av inntektene til selskapet (Stopford 1997).

I neste fase blir det laget et prospekt som forklarer forretningsstrategien, markedsplan, operasjonell og kommersiell drift og hvordan selskapet skal likvideres. Med basis i prospektet blir aksjer solgt via rettede emisjoner til institusjonelle investorer eller andre interesserte aktører. Dersom tilstrekkelig egenkapital blir anskaffet via emisjonen, vil ”manager” kjøpe skip og operere selskapet i samsvar med prospektet (Stopford 1997).

Siden et shipping-fond kun er et ”investeringselskap” i motsetning til et tradisjonelt shipping selskap, har aksjonærene mulighet til å likvidere selskapet etter 5-7 år og samtidig sikre likviditeten dersom aksjene ikke viser seg å være omsettelige. For å øke egenkapital avkastningen til investorene, har mange shipping-fond generert gjeldsfinansiering i størrelsesorden 50-75% av anskaffelseskostnaden til skipene. Det vil si at desto høyere gjeldsandel, desto høyere blir risikoen og den potensielle egenkapital avkastningen for investorene.

Et av problemene med shipping-fond er at egenkapitalen må skaffes til veie før skipet blir kjøpt. De som organiserer fondet står da ovenfor den utfordringen at de må skaffe til veie kvalitetsskip på kort varsel, slik at realiseringen av prosjektet må tilpasses de kapitalmidlene investorene er i besittelse av.

2.3 Fremmedkapital

I siste halvdel av 1960-årene ble majoriteten av nybygg finansiert ved skipsverfts kreditter og tilbakeholdt driftsoverskudd. Tidlige i 70-årene ble det imidlertid tilgangen til offentlig støttede lån med fast rente fra skipsverft mindre tilgjengelig, og gunstige skipsverft kreditter ble en mangelvare. Det hersket tidlig på 70-tallet stor optimisme i shippingindustrien generelt, og spesielt tankmarkedet var inne i en høykonjunktur. Bare i løpet av 1973 ble det bevilget kreditter som gjorde det mulig å kontrahere tankere for 105 millioner dødvekt tonn og som representerte 55 % av flåten (Stopford 1997 : 199). I denne perioden kom det også en rekke banker inn i markedet som ikke tidligere hadde erfaring fra shipping, og i konkurransen om kundene tilbød de redere svært generøse låneavtaler for nybygg uten særlig god sikkerhet (Stokes 1997 : 23). Etter den drastiske

priseøkningen på olje fra OPEC i 1973, falt bunnen ut av tankmarkedet. Bankene måtte da sørge for arbeidskapital til rederne, forandre rente- og tilbakebetalingsperiode for skipslånene og i enkelte tilfeller ettergi en betydelig del av lånet (Stokes 1997).

Mye av det samme skjedde også i løpet av den forlengede lavkonjunkturen på midten av 80-tallet. Forskjellen var imidlertid at denne gangen tok bankene det til seg og la seg på en litt mer forsiktig linje når det gjaldt skipsfinansiering. Det ble brukt mer tid på å analysere prosjekt, evaluere risikoen og sikre seg gjennom en fast og stabil inntekt på skipet (Stokes 1997).

2.3.1 Kommersiell bankers rolle i shipping

Bankfinansiering blir mest brukt til å assistere reder ved kjøp av nybygg og annenhånds tonnasje, og til å refinansiere de lån på skip som allerede er i reders eie. Refinansiering er stort sett et resultat av konkurranse blant lånegiverne. Redere vil ofte ta kontakt med mer enn en potensiell lånegiver for å finansiere et kjøp av et skip. I følge Financial Manager i Odfjell ASA, Espen Bjelland, er det imidlertid uvanlig for redere å bytte en lånegiver under skipets operative levetid, selv om en annen lånegiver er i stand til å gi bedre betingelser. Dette begrunnes med at en refinansiering medfører at rederiet da primært bør kontakte en rekke andre banker for så å vurdere de ulike tilbudene. Dette kan ofte være svært tidskrevende og lite gunstig for rederiet. Dessuten må rederiet betale ny "arrangement fee" til den eller de nye banken (dersom syndikat), noe rederiet allerede har gjort første gangen lånet ble tatt opp. Margin endringen bør da være betraktelig lavere dersom en refinansiering skal bli aktuelt. Han understreker imidlertid at dersom lånevilkårene er svært dårlig, så kan det være hensiktsmessig å bytte lånegiver. I følge Tom E. Jebsen i Frontline Management AS, har Frontline løftet ut en bank i et syndikat, fordi banken ikke tilfredsstilte Frontline Ltd. sine krav. Dette resulterte i at de andre bankene i syndikatet tok en større andel av lånet.

Bankene sørger dessuten for en del andre finansielle tjenester. Det kan være så vel betaling av fraktutgifter, innkalling av fraktinntekter, transaksjoner av utenlandsk valuta og arrangering av ulike typer renteavtaler, som å tilby finansielle råd og informasjon. Bankene er dog blitt mer tilbakeholdne ved finansiering av store deler av prosjekter. Mens de tidligere finansierte opp til 80% av skipets kostpris (prosjektlån), slik at reder selv måtte sørge for bare 20% egenkapital, kan det i dag være vanskelig å finansiere mer

enn 50-70% av skipets kostpris gjennom kommersielle banker. Men i følge Kjell Erik Mjøs i Den norske Bank (DnB) Shipping, er det mulig å få låne opptil 80% til 90% dersom rederiet har fått en langsiktig time charter avtale med et anerkjent oljeselskap (f.eks. Statoil). Rederiet har da sikret en fremtidig inntjening og risikoen for banken blir redusert.

Ettersom skipsprisene har økt, er det blitt mer og mer vanlig for den enkelte bank å dele sine forpliktelser med andre banker gjennom et syndikat. Dette er til en viss grad tvunget frem gjennom regulering, internt eller eksternt, og har begrenset bankenes utlån til et spesielt land eller bransje, som shipping. DnB har en bestemmelse om at netto eksponeringen overfor shipping ikke skal overstige 15% av totalporteføljen på bevilgningsbasis. I juni 2000 var denne eksponeringen omtrent 10% hos DnB og er forholdsvis høy sammenlignet med utenlandske banker som eksponerer seg mot shipping.

Et syndikert lån vil si at en gruppe banker hver for seg forplikter å låne ut en spesifisert prosentandel av det totale lånebeløpet. Den eller de banker som arrangerer lånet og setter sammen syndikatet, kalles arrangør. Arrangøren skaffer deltakere til syndikatet og tilrettelegger den informasjon som disse trenger for å gjennomføre en kredittvurdering. Dessuten har arrangøren hovedansvaret for å bli enig med låntaker om betingelsene.

En bank, kalt agentbanken, vil administrere utlånet på vegne av syndikatet og motta rente og avdragsinnbetalinger fra låntaker, for så å fordele dette videre til de andre medlemmene av syndikatet. Agentbanken vil dessuten følge opp lånet, og gi informasjon om låneforholdet til deltakerne i syndikatet. Hovedsakelig vil den banken som er arrangør, påta seg agentrollen. Dessuten vil agentbanken i de fleste tilfeller også være ansvarlig for den største delen av utlånsbeløpet. Ved en syndikert låneavtale er den enkelte banks forpliktelser uavhengig av de andre bankenes forpliktelser. Dersom det er en bank som ikke klarer å stille sin del av lånet til disposisjon, er ikke de andre bankene forpliktet til å tre inn i stedet. Deltakerne i et syndikat vil enes om en avtale som regulerer forholdet dem imellom. Antall deltakere i et syndikat er normalt to til fem, men dette varierer og kan gjerne være opptil ti (jfr. eksempel avsnitt 4.5.4 "Terminlån med revolving credit" og vedlegg 1).

Sett fra reders ståsted vil det å låne av et syndikat, kontra det å låne fra en bank, representere få forskjeller, fordi reder normalt kun forholder seg til agenten. Det faktiske forholdet mellom agenten og de andre deltakerne kan imidlertid føre til at agenten er lite fleksibel i forhold til det banken ellers kunne vært, hvis den hadde stått for utlånet alene. Dette kan være forhold som utvidelse av lånet, problemer ved betaling av renter og avdrag ved lavkonjunkturer. Fordelen er at det er mulig å låne et større beløp uten å gå til mange forskjellige banker. Dessuten reduserer selvsagt lånegiverne sin risiko ved å bare stå ansvarlig for deler av lånet og samtidig ha muligheten til å eksponere seg mot andre shipping prosjekter.

2.3.2 Obligasjons- og sertifikatlån

En obligasjon kan kort defineres som et bevis for at man har lånt ut penger. Dette lånebeviset er et verdipapir som kan omsettes. Å utstede obligasjoner er altså en måte å låne kapital på.

De som kjøper obligasjonene, har krav på å få renter på samme måte som enhver lånegiver. Derfor kalles obligasjoner et rentebærende verdipapir. I tillegg skal man tilbakebetale det man har lånt på forfallsdato. Det finnes ulike former for obligasjoner. I enkelte tilfeller har obligasjoner vilkår knyttet til aksjer i et selskap. Kjøpsrettsobligasjoner gir innehaver anledning til å kjøpe aksjer til en på forhånd fastsatt pris. Brukes kjøpsretten, blir obligasjonen omgjort til en ordinær obligasjon. Konvertible obligasjoner gir innehaver rett til å gjøre obligasjonene om til aksjer i det selskap som har utstedt obligasjonen. Det er på forhånd bestemt hvor mange aksjer man får for hver obligasjon. Renten på konvertible obligasjoner er vanligvis lavere enn renten på vanlige obligasjoner (rentedifferansen kan sees på som en opsjonspremie som lånegiver betaler låntaker). Obligasjoner kan ellers deles inn etter hvilken sikkerhet som er knyttet til lånet, hvor lang løpetiden er, hvordan tilbakebetalingen foregår og om renten er fast eller flytende etter bestemte kriterier.

Et obligasjonslån blir gjerne delt opp i mindre deler og presentert for en større gruppe institusjonelle investorer. Normalt kreves det en stabil pantesikkerhet. Innen shippingnæringen har det vært tilfeller hvor rederiene har lagt ut slike lån i markedet for å skaffe kapital til investeringer. Siden det kreves sikkerhet for lånet, er det i praksis bare de

rederier med god soliditet, avkastning og renommé som kan nyttiggjøre seg av denne formen for finansiering.

Som et eksempel på obligasjonslån, kan det nevnes at Wilh. Wilhelmsen i april i 2000 emitterte et obligasjonslån i det norske markedet på NOK 300 millioner. Lånet løper i tre år, og er et åpent lån med emisjonsramme på NOK 600 millioner. Den nominelle renten er 7,55% og betales etterskuddsvis. Det anvendes helårig renteterminer, lånet er rentebærende fra og med 10. april 2000 og renten er fast i hele lånets løpetid. Formålet med lånet er å nedbetale eksisterende lånefasiliteter knyttet til dagens virksomhet (Kilde: DnB Markets og Oslo Børs Informasjon).

Et sertifikatlån er et lån med løpetid kortere enn 12 måneder. Sertifikatlånet fungerer i praksis på mange måter som en obligasjon, men er underlagt et litt annerledes regelverk. Erfaringene til DnB Shipping er at norske redere finansierer seg langsiktig og dermed sjelden benytter sertifikatlån som finansieringsordning.

2.3.3 Leasing²

Leasing har vært en vanlig innen shipping siden tidlig på 70-tallet. I dag er leasing mest aktuell for nybygg. Leasing er i hovedsak et system hvor en investor (lessor), som kan være en bank, en reder eller en finansinstitusjon, kjøper eller leier ut til leietaker (lessee), som nyttegjør seg av denne virksomhet. Til tross for at investor forblir eier av eiendelen, har leietaker full kontroll over anvendelsen så lenge han ikke bryter med de begrensninger som er stipulert i leasingkontrakten. Disse betingelsene er ofte relatert til vedlikehold og reparasjoner. Det eksisterer en rekke ulike typer av leasingavtaler, men jeg vil konsentrere meg om finansiell leasing.

Finansiell leasing er den form for leasing som er mest brukt i shipping. Reparasjons- og vedlikeholds kostnader faller på leietaker (lessee), men utleier (lessor) kan fastsette den tekniske standarden, f.eks. dokking-intervaller eller samkjør med International Maritime Organization (IMO) reguleringer. Ved finansiell leasing er ofte kontrakten langsiktig slik at utleier får dekket sitt utlegg gjennom avdrag og dessuten mottar en avkastning på investeringen. Ved utgangen av leasingavtalen kan enten avtalen fornyes til en redusert

² Kapitlet baserer seg på P. Stokes 146-149, 228, 237 og M. Stopford 215-218, samt samtaler med DnB Shipping, Bergen.

leie, leietaker kan ha rett til å kjøpe skipet, eller skipet kan bli solgt og overskuddet deles mellom utleier og leietaker. Men dette avhenger av avtalen som er inngått og de ulike leasinglover.

Ved finansiell leasing kan leietaker, i tillegg til å bestemme hva skipet skal brukes til, også spesifiserer dets tekniske og operasjonelle karakteristika. Mens utleier undertegner kontrakten med skipsverft, opptrer ofte leietaker som utleiers agent ved all annen kontakt med skipsverftet.

Leasingavtalen tar ofte form som et "bareboat certeparti" i den perioden avtalen gjelder. Det vil si at det er en standard certepartiform, som er tilpasset de krav som en leasingavtale stiller. Det er da opp til utleier å nyttiggjøre seg av skipsverftskreditter eller eventuelle andre finansieringsordninger som er mulige, for så å betale et eventuelt restbeløp (egenkapitalandel) med egne midler. Gunstige kredittbetingelser ved verftskreditt gir utslag i leasingavgiften som betales fra den dagen skipet blir levert. Fordelen ved leasing er den lange nedbetalingsperioden samt at en kan slippe å stille egenkapital, det vil si at lånebeløpet er 100%. Men det er også en rekke ulemper med leasing. En av ulempene, er at investoren (lessor), som vanligvis ikke er interessert i skipet, må kontrollere at leietakeren (lessee) tilfredsstiller forpliktelsene i leasingavtalen. Dessuten er leietakeren bundet opp i en langsiktig kontrakt. Dersom investoren da ønske å selge skipet må han gå gjennom en kompleks og tidkrevende periode for å kansellere leasing kontrakten. Et annet problem er at skattereglene kan endre seg over tid og i værste fall kan skattefordelen blir redusert eller kansellert. Som et resultat av dette, så passer leasing best der hvor det eksisterer et veldefinert og langsiktig behov for et skip (for eksempel transport av gass med et LPG skip), og hvor skattereglene er rimelig forutsigbare.

Det er mange faktorer som spiller inn når det gjelder kjøp versus leie av nybygg eller annenhånds tonnasje, men jeg vil bare kort nevne noen av de viktigste faktorene. Det kan være skattemessige hensyn, kontantstrøm vurderinger, finansieringskostnader over tid, fordelene med at skipet forblir utleiers eiendom og ikke forekommer i leietakers balanse ("off-balance sheet financing") og den begrensede mulighet til å kunne utnytte en økning i skipsverdier og selge skipet med betydelig profit.

For å illustrere forholdet mellom kjøp av et skip eller leie, vil jeg nå ta for meg et såkalt tysk "Kommandit-gesellschaft (KG – kan oversettes til norsk som kommandittselskap). Grunnen til at jeg vil ta for meg et tysk KG, er at Frontline Ltd. har inngått en "sale leaseback" avtale for to skip med selskapet Dr. Peters i Tyskland. Jeg vil i avsnitt 7.3 redegjøre for hvordan det tyske KG bedret Frontline Ltd. sin finansielle situasjon.

I Tyskland har KG markedet blitt en betydelig kilde når det gjelder innhenting av privat kapital for å finansiere nye skip. Det tyske KG markedet hentet inn USD 645 millioner i egenkapitalsfinansiering i 1993, USD 1 milliard i 1994, USD 1.5 milliarder i 1995 (Stokes 1997). Hovedsakelig har denne egenkapitalen gått til nybyggingskontrakter.

Følgende fordelaktige karakteristika kan nevnes om tyske KG (Stokes 1997):

- Tyske KG er ikke basert på kortsiktig handel med anleggsmidler
- De fleste tysk kommandittselskap har en konservativt gjeldsandel
- Skipene blir ikke overpriset
- Det er primært genuin etterspørsel etter de skipene som kontraheres

Et problem derimot, er at det kan forekomme en voldsom overkontrahering av nye skip som et resultat av at egenkapitalen er lett tilgjengelig for rederiene. Dette kan føre til at tilbudet av skip i markedet blir for stort, og at leietageren ikke klarer å holde det avtalte ratenivået i leasingkontrakten. Noe som igjen går ut over investoren.

Når det gjelder regelverket for et tysk KG, så kan investor avskrive et nybygg med 40% det første året og deretter en lineær avskrivning på 8,33%. Den maksimale avskrivningen på skipet de første 5 årene er 81,67%, hvor gjenværende verdi kan fordeles over syv år. For at investoren skal nyte godt av disse avskrivningsreglene, må skipet være registrert i Tyskland og investoren må eie skipet i 8 år (Stokes 1997).

Frontline Ltd. inngikk en "sale leaseback" avtale med et tysk KG i slutten av 90-årene og har en opsjon på å kjøpe to skip tilbake etter 8 år. Frontline Ltd. hadde finansielle problemer i denne perioden og solgte derfor to skip til USD 81 millioner per skip. Via denne avtalen fikk dermed Frontline Ltd en "off balance sheet" finansiering, fordi skipene ikke fremkommer i balansen til Frontline Ltd. I følge Tom E. Jebsen i Frontline Management AS var avtalen meget gunstig for Frontline Ltd. og frigjorde likvide midler

til rederiet. I den situasjonen som Frontline Ltd. befant seg i, var det i følge Tom E. Jebsen mest hensiktsmessig å leie skipene (jfr. avsnitt 7.3).

2.4 Mezzanine-kapital ("bridge finance")

Mezzanine finansiering ble utbredt i USA på midten av 80-tallet. Et mezzaninelån er et lån som har prioritet mellom egenkapital og førsteprioritets pantelån. Mezzanine er mest aktuelt når det oppstår spesielle situasjoner, som ved lavkonjunkturer i shipping. Da har rederiene ikke hatt driftsresultater gode nok til å dekke nye investeringer i skip. Følgelig har det som regel vært de rederier med en mindre gunstig finansiell situasjon som har benyttet seg av denne form for kapital.

Avkastningskravet på et mezzaninelån er som regel veldig høyt og knyttet til avkastningen på det prosjektet som finansieres. Som kompensasjon for høyere risiko er det ofte en form for "equity kicker", det vil si en rett til å kjøpe en aksjepost i det låntakende selskap på en fremtidig dato, ofte til en fastsatt pris eller konvertere en del av lånet til egenkapital. Det finnes utallige varianter som faller under begrepet mezzaninelån.

Når det gjelder omfang av en aller annen form for mezzanine-finansiering, så estimerte selskapet Oceanic Financial Services Ltd. i 1994 at det denne finansieringsformen utgjør omlag 20% av de vel 2000 kjøp- og salgstransaksjonene som blir gjennomført årlig. Behovet for denne typen finansiering avhenger trolig av hvor mye bankene er villig til å låne ut ved kjøp av skip og egenkapital situasjonen til rederiet. Dersom banken kun bevilger 60% av kontaktsprisen til et skip og rederen kun har 20% egenkapital, er dette trolig en finansieringsform som kan benyttes.

3 SENTRALE SIDER VED FINANSIERING AV NYBYGG³

3.1 Innledning

Skipsbygging er en industri som har betydd mye for en rekke land og har vært betydningsfull for å opprettholde sysselsetting. Flere land har derfor subsidiert skipsverftene betydelig, og gitt verftene muligheter til å tilby redere gunstigere finansieringsordninger. Verftsnæringen bærer preg av sterk internasjonal konkurranse og subsidier blir derfor et virkemiddel for verftene som vil vinne kontraktene om bygging av skip.

3.2 Finansielle muligheter

Ved finansiering av nybygg har rederen hovedsakelig to valgmuligheter. Rederen kan enten oppnå finansiering gjennom kommersielle finansinstitusjoner, eller via et skipsverft. I enkelte situasjoner vil byggekontrakten gjøre det mulig for reder å velge mellom om han vil betale kontant ved levering eller benytte en verftskreditt hvor han kan velge de betalingsforpliktelser han foretrekker. Siden byggeperioden er forholdsvis lang, er det normalt at reder betaler for bygging og levering av skipet i avdrag under konstruksjonen. Et typiske eksempel på en betalingsplan er vist i tabell 3.1.

Tabell 3.1 – Kilde: Lorentzen & Stemoco AS

Credit contract	
Signing of contract	5%
Six months after contract	5%
Beginning of launching	4%
Launching	3%
Delivery	3%
Post-delivery (yard credit)	80%
Cash contract	
Signing of contract	10%
Cutting of first steel plate	10%
Beginning of keel laying	15%
Launching	15%
Delivery	50%

³ Dette kapitlet er basert på samtaler med representanter fra DnB Shipping, Eksportfinans og Norges Rederiforbund. Med mindre annet er nevnt, så stammer informasjonen fra disse kildene.

3.2.1 Verftskreditt og eksportkreditt

Ved en verftskreditt vil vanligvis de første 20% være egenkapital. I enkelte tilfeller kan en del av egenkapitalen bestå av et lån fra en kommersiell finansinstitusjon. De finansielle betingelser kan enten være nedfelt i byggekontrakten eller være spesifisert i en separat låneavtale. Disse skal sørge for at verftskreditten tilbakebetales i løpet av en bestemt periode, vanligvis i like store halvårlige intervaller, som ved et vanlig kommersielt lån. Betingelsene ved en verftskreditt er normalt identiske med de lånebetingelser som benyttes ved lån i kommersielle finansinstitusjoner, men enkelte nødvendige forskjeller. Som vi vil se senere, eksisterer det ulike former for subsidierte finansieringsordninger som er tilgjengelige for reder via verftet.

Verftet vil selvfølgelig også kreve en form for sikkerhet for verftskreditten. Det kan eksempelvis være ved pant i skipet. Et alternativ som gjerne benyttes, er en bankgaranti fra kjøpers bank eller en garanti fra myndighetene i det landet skipet bygges dersom de ønsker at skipsverftet skal vinne kontrakten om bygging av skipet. I det første tilfelle vil kjøpers bank normalt kreve en eller annen form for sikkerhet.

Normalt blir verft og kjøper enige om en form for sikkerhet før kontrakten signeres, og inkluderer disse garantidokumentene i kontrakten. Blir det forlangt en bankgaranti før kontrakten signeres, kan banken utstede et "letter of credit" til verftet når byggekontrakten signeres, eller forplikte seg til innen en kort periode å utstede en garanti hvis verftet måtte kreve det. Dessuten kan det være at verftet vil forlange en bankgaranti for fremtidige "pre-delivery" avdrag.

3.2.2 Kontantkontrakt

Ved en kontantkontrakt finansierer kjøper gjerne skipet ved et lån fra en kommersiell finansinstitusjon. Her vil finansinstitusjonen normalt kreve at rederen betaler den første delen av kontrakts prisen på f.eks. 30% av egne midler. Byggelånet vil da være klart til å dekke avdragene etter hvert som de forfaller. Banken kan imidlertid kreve dokumentasjon fra skipsverftet på at avdraget har forfalt. Det er under slike omstendigheter mulig for reder å forhandle seg frem til en låneavtale hvor han betaler renter under bygging og først begynner å betale avdrag når skipet er levert. Dette gjøres vanligvis på den måten at reder innvilges et byggelån for den perioden det tar å bygge

skipet. Renten på byggelånet består av provisjon (av limiten) og rente av det trukne beløp. Byggelån er således et kontolån på samme måte som kassekreditten. Men trekker med andre ord på kontoen etter hvert som behovet melder seg. Når skipet er ferdigbygget, konverteres byggelånet om til et langsiktig lån med eventuelt andre og bedre betingelser.

3.2.3 Garantiproblem for nybygg

Dersom en tar opp et lån til nybygg skaper dette imidlertid garantiproblemer for kommersielle finansieringsinstitusjoner. Årsaken til dette er at det i mange jurisdiksjoner ikke er mulig å ta pant i et skip som er under konstruksjon. Hovedsakelig vil verftet ha retten til skipet mens det er under bygging. Reder vil i praksis ikke være i stand til å pantsette skipet før etter levering. En mulig løsning for finansinstitusjonen er da å kreve pant i andre skip som rederiet eier i den perioden skipet bygges, slik at finansinstitusjonen da reduserer risikoen ved garantien i byggeperioden

En type sikkerhet er en garanti om at skipet blir levert til den avtalte kontraktsprisen til avtalt tid (ferdigstillelsesgaranti). Denne garantien gjør det mulig for lånegiver å bygge ferdig, motta og selge skipet for å dekke utestående gjeld, dersom reder av en eller annen grunn ikke kan oppfylle sine forpliktelser. Dette er ikke en ideell situasjon for noen av partene av flere grunner. For det første vil ikke finansinstitusjonen, selv om den ikke er rettslig forpliktet, i praksis ha så mange andre muligheter enn å betale avdragene selv og fullføre byggingen av skipet. For det andre vil det være nødvendig å leie inn teknisk ekspertise for å overvåke byggingen av skipet, da finansinstitusjonen sjelden sitter inne med den faglige kunnskapen. For det tredje er de avhengig av at markedet for den eventuelle skipstypen gir en salgpris som dekker den utestående gjelden. I tillegg kan det også være forsikringsforpliktelser, slik at de sitter igjen med en eiendel man ikke får avkastning av før levering, mens gjelden i mellomtiden øker. En mulig løsning långiver kan være å finne en tredje part som kan overta forpliktelsene, med andre ord selge kontrakten.

Som tidligere nevnt må reder betale en del av kontraktsprisen før levering. Med basis i dette utgangspunktet er det da naturlig for reder å kreve en refunderingsgaranti for de avdrag som er innbetalt dersom kontrakten skulle annulleres. Det er vanlig praksis at

slik sikkerhet blir gitt via en garanti fra verftets bank i favør av reder eller en garanti fra et offentlig garantifond i verftets hjemland.

Avslutningsvis er det sentralt for reder å forsikre seg om at byggekontrakten og refunderingsgarantien fritt kan overdras. Hvis ikke kan det bli vanskelig for reder å sette i sammen en akseptabel garantipakke som skal gjelde i byggeperioden. Dette er ikke relevant for de skip som er bygd med verftskreditt, forutsatt at avdragene i byggeperioden blir betalt av rederens egne ressurser. Ved en kontantkontrakt er det imidlertid i verftets egeninteresse å tillate at byggekontrakten og refunderingsgarantien fritt kan overdras slik at reder kan ordne finansieringen. Grunnen til dette er at alternativet for verftet er at de kan miste hele byggekontrakten.

3.3 Finansiell støtte fra myndighetene

Det eksisterer en rekke ulike typer finansiell støtte fra myndigheten som influerer finansieringen av nybygg. Direkte subsidier til både skipsverft og skipskontrahenter spilte en viktig rolle både i 70- og 80-årene da priskrigen på nybygg raste som verst. Ettersom fraktratene steg i slutten av 80-tallet og kontraktsprisene økte, reduserte myndighetene sin støtte. Erfaringene fra denne perioden har overbevist både myndighetene og verftet om at markeds konkurransen er å foretrekke. De siste årene har flere land redusert den direkte finansielle støtten til verftene, deriblant Japan og Sør-Korea. I løpet av 90-årene har USA vært en sterk pådriver for å få avskaffet statlig støtte til skipsverftsindustrien, men til tross for dette eksisterer det fremdeles i dag subsidier til verftene når det bygges skip. Det være seg OECD – avtalen (jfr. avsnitt 3.3.2) eller Export Credit Bank of Japan som gir subsidier ved bygging av skip.

3.3.1 Forskjellige former for statlig støttede kreditter til reder

Den mest tilgjengelige og brukte formen for offentlig støtte ved finansiering av nybygg er skipsbyggingskreditter. Denne form for kreditt er blitt sofistikert gjennom 80- og 90-årene og eksisterer hovedsakelig i fire former:

1. Eksportkreditt ("Buyer credit")

Denne finansieringsformen er meget vanlig ved nybygg og ombygging av skip. Et lån med gunstige betingelser blir da gitt direkte til rederen som plasserer ordren. Rederen mottar et langsiktig lån til fast rente. Slike kreditter er tilgjengelig enten via en

statskontrollert bank, eller via en kommersiell bank som låner ut til en subsidiert rente og mottar differansen mellom den subsidierte renten og markedsrenten fra myndighetene.

2. Verftskreditt ("Supplier credit")

Ved denne formen for finansiering blir et lån gjort tilgjengelig for skipsverftet som igjen kan tilby kjøper en lavere kontraktpris eller gunstige finansielle vilkår. Her gir altså det innenlandske verftet en finansiell støtte til kontraherende part fra utlandet.

3. Leasing ("Lessor credit")

I stedet for å selge skipet kan det leies ut på en "bareboat" kontrakt. Dette skjer normalt via datterselskapet av verftet. Datterselskapet påtar seg da en valuta- og kredittrisiko som det ikke tar seg betalt for. I tillegg beregnes det en unormal lav rente. Spania er et land som anvender denne form for gunstig finansiell støtte.

4. Kombinasjoner av de ulike former nevnt ovenfor

Disse kredittordningene blir normalt gitt sammen med en garanti fra byggerlandet på at innbetalte avdrag blir refundert ved mislighold av kontrakten. Historisk sett har disse finansieringsordningene vært gunstige på grunn av en subsidiert rente og en lengre periode.

3.3.2 OECD-regelverket⁴

OECD-avtalen er det mest respekterte standardkrav for statlig støtte innen skipsbygging. I 1969 inngikk medlemmene av OECD en "gentlemens agreement" som skulle sørge for et rammeverk når det gjaldt tilbud av eksportkreditter, og samtidig begrense myndighetenes involvering i skipsbyggingsmarkedet. Denne avtalen har blitt modifisert en rekke ganger, men nåværende krav og betingelser er som følger:

- Maksimumsbeløpet på det subsidierte eller støttede lån er 80% av kontraktsprisen på skipet.
- Den maksimale tilbakebetalingsperioden er på 8 ½ år etter levering av skipet (10 år for kjemikalie- og gasstanker) med tilbakebetalinger normalt hver 6. måned, men ikke sjeldnere enn hver 12. måned, i like store avdrag.

⁴ OECD-avtalen, Annex 1: "Sector understanding on export credits for ships".

- Minimumsrenten er 8% (inkludert gebyr) og 7 ½ (eksklusiv gebyr).

OECD-avtalen gjelder både direkte lån fra myndighetene til reder og støtte gitt av myndighetene via kommersielle banker. Det er dog stor forskjell når det gjelder støtteordninger fra de ulike medlemslandene. I tillegg til nybygg dekker avtalen også ombygninger forutsatt at ombyggingen er radikal. Avtalen gjelder ikke for kreditter til innenlandske redere eller utviklingsland. Disse grupperingene kan i enkelte land oppnå gunstigere betingelser. Dessuten kan det faktum at avtalen ikke er juridisk bindende for OECDs medlemmer, gjøre at det kan forekomme avvik også innad i OECD.

Som det går frem av tabell 3.2, har LIBOR-renten renten hovedsakelig falt betydelig de siste 11 årene, selv om den er på vei opp igjen nå. Dette hørt ført til at subsidieringseffekten, i form av lavere rente som ligger i OECD-avtalen, ikke lengre eksisterer i samme grad som tidligere. Fordelen med statlig finansiell støtte er imidlertid at reder kan bli bevilget et langsiktig lån med fast rente. Disse blir ofte gitt av statskontrollerte banker, men kan også bli stilt til rådighet via kommersielle banker. I sistnevnte tilfelle vil myndighetene betale banken differansen mellom den subsidierte renten og markedsrenten for en eventuell låneperiode. Kredittbetingelser varierer fra land til land og ofte utfra om det er innenlandske eller utenlandske kjøpere. Jeg vil derfor ta for meg de største skipsbyggingsnasjonene og de nasjonene som er relevant for denne oppgaven.

Tabell 3.2 OECD & LIBOR-renten i perioden 1989-2000

	OECD (1)	LIBOR (2)
1989	8	9,43
1990	8	8,31
1991	8	7,60
1992	8	4,20
1993	8	3,60
1994	8	3,50
1995	8	7,00
1996	8	5,53
1997	8	5,61
1998	8	5,80
1999	8	5,06
2000	8	6,99

(1) 80% av kapitalen for åtte og et halvt år – Kilde: Handels- og Næringsdepartementet.

(2) 6 måneders renten på US dollar (utlånsrente) – Kilde: Reuters/DnB Markets.

3.4 Statlige støtteordninger ved nykontraheringer i de enkelte byggeland

Ulike verftsnasjoner går svært langt for å tiltrekke seg nykontraheringer og gjør dette ved blant annet å tilby redere gunstige finansielle ordninger. OECD-avtalen er et forsøk på å begrense omfanget av denne typen ordninger, og dermed en mulig standardisering av støtteordninger til verftsindustrien og rederiene.

3.4.1 Japan

Japan har de siste 30 årene vært verdens ledende skipsbyggingsnasjon. Den sterke appressiering av yen mot dollar siden 1985 har imidlertid redusert konkurransevnen og verftenes stilling. Koreanske Won har på den annen side deprimert sterkt mot dollar siden 1989. Dette har sammen med andre faktorer ført til at Sør-Korea i løpet av 90-årene, målt i nybestillinger, har overtatt Japans rolle som verdens ledende skipsbyggingsnasjon.

På 60-tallet var Japan en pioner innen ulike former for statlig støtte. Etter at OECD betingelsene for eksportkreditter ble vedtatt, har landet stort sett gitt kreditter i overensstemmelse med disse. Disse kredittene er tilgjengelig via Ex-Im Bank of Japan i samarbeid med kommersielle banker på en 50:50 basis. Eksportkreditt garanti blir gitt av Ministry of International Trade and Industry (MITI). Fakta er imidlertid at den kommersielle renten i Japan i de senere årene har vært betydelig lavere enn OECDs minimumsrente, og finansieringen via Ex-Im Bank of Japan har dermed vært mindre aktuelt. Grunnet den sterke appressiering av yen mot US dollar i perioden etter 1985 har Japan vært et av unntakene fra den generelle regel om at kontrakter på nybygg inngås i US dollar. Japanske verft har foretrukket å inngå avtaler i yen, noe som til tider har hatt en betydelig innvirkning på kapitalkostnadene for mange redere. I enkelte tilfeller har det forekommet ”multi-currency” kontrakter hvor reder og verft har delt på valutarisikoen via kontrakter med 50:50, \$:yen.

3.4.2 Sør-Korea

Ved kontrahering av nybygg i Sør-Korea er både verfts- og eksportkreditt tilgjengelig fra Korean Export-Import (Ex-Im) Bank. Banken er dessuten ansvarlig for eksportkreditt garantier og kvalitetsgarantier. Før levering av nybygget må reder foreta en kontant innbetaling på minimum 20% av kontraktsprisen. Korean Ex-Im Bank opererer deretter med kreditter på opptil 80% av kontraktsprisen. Disse prosentandelen

varierer og er selvsagt avhengig av forholdet mellom reder, verft og Korean Ex-Im Bank. Denne finansieringen blir gitt etter OECD betingelsene. Lånet må garanteres av enten kjøpers nasjonale regjering, sentralbank eller en annen førsteklasses bank. Betalingsvalutaen er i hovedsak US dollar, men også yen, tyske mark og sveitsiske franc aksepteres.

3.4.3 Kina

Tidlig på 80-tallet var Kina nesten ukjent som skipsbyggernasjon. I løpet av 90-tallet har Kina opparbeidet seg til å bli en av verdens største skipsbyggernasjoner målt i nykontraheringer. Drivkraften bak ekspansjonen innen skipsbygging er landets store behov for hard valuta. Samtidig er imidlertid den harde valuta en begrensende faktor. Vanligvis er ikke kommersielle banker villig til å finansiere nybygg uten at det eksisterer en garantiordning som sikrer bankens midler i tilfelle reder skulle være ute av stand til å gjøre opp for seg. Mens det i Europa er vanlig at statlige garantifond stiller garanti overfor lånegiver for nybygg levert ved innenlandske verft eksistere det nesten ikke slike ordninger i Kina. Verftene har derfor vært nødt til å gi lavere pris for å oppveie den forventede verdi en slik garantiordning har for hvert enkelt nybygg.

Når det gjelder finansiering, har eksportkreditt vært gitt etter OECD betingelsene via China State Shipbuilding Corporation. Siden Kina på den annen side ikke er medlem av OECD, vil det være mulig å oppnå mer fordelaktige betingelser både når det gjelder renten og tilbakebetalings perioden. Kontrakter som har krevd import av teknologi og produksjonsteknikker, har vært svært ettertraktet på grunn av et ønske om å forbedre kvaliteten blant arbeiderne, som igjen vil kunne føre til økt produktivitet blant skipsverftene. Siden Kina har vært interessert i hard valuta, har US dollar blitt foretrukket som betalingsvaluta. Et minus er at lav produktivitet har ført til lengre byggetid. Lengre byggetid påfører reder ekstra kostnader som følge av lengre kapitalbinding og byggeinspeksjon.

3.5 Association of Western European Shipbuilders (AWES)

AWES er en interesseorganisasjon for vesteuropeiske skipsbyggere. Jeg vil nedenfor ta for meg de statlige finansordninger for de medlemslandene som er aktuell for de rederiene som vil bli behandlet senere i denne avhandlingen.

3.5.1 Norge

I løpet av 90-årene har det blitt bygget flere kjemikalie-tankere for Stolt-Nilsen Transportation Group og Odfjell Tankers ved Kværners verft i Florø. Som resultat av investeringer i blant annet ny dokk på begynnelsen av 90-tallet, kan Kværner nå bygge skip opptil 100,000 dwt. Mens det på 80-tallet kun var norske redere som kontraherte skip ved norske verft, kan det virke som denne tendensen snur. Kværner Florø har bygget skip for enkelte aktører som ikke er tilhørende i Norge. Men hva resultat vil bli i fremtiden vil også avhenge av norske verfts konkurransevne sett i forhold til konkurrerende land, kvaliteten på skipene og ikke minst de ulike støtteordningene.

Eksportkreditt er tilgjengelig fra Eksportfinans A/S og samsvarer med OECD betingelsene for eksportkreditt. Eksportfinans A/S er imidlertid forsiktige med sin utlånspolitikk og tilbyr kun finansiering mot full sikkerhet, det vil si garantier. Eksportkredittgarantier gis av Garanti-Instituttet for Eksportkreditt (GIEK). GIEK har fullmakt til å gi garantier etter kommersielle betingelser. Ved kommersiell risiko vil det si opptil 90% av kontraktsprisen og ved politisk risiko opptil 95% av kontraktsprisen. GIEK er på den annen side blitt mer restriktive og er kun villig til å garantere for opptil 30% av kontraktsprisen mot at reder selv stiller en egenkapitalandel på minimum 20% og en kommersiell finansinstitusjon garanterer det resterende. Som sikkerhet for sin garanti krever GIEK annenprioritetspant i skipet. For at GIEK ikke skal sitte med for høy risiko, må imidlertid finansinstitusjonen ta på seg å dekke en tidel av et eventuelt tap GIEK skulle bli påført (Kilde: GIEK)

Det er i dag ikke noen rentesubsidieringsprogram tilgjengelig i Norge. I stedet blir det gitt et kontraheringstilskudd fra staten til reder, under svært spesifikke juridiske regler. Formålet med ordningen er å tilføre norske verft skipsbyggingsoppdrag og målgruppen er skipsverft i Norge, samt virksomheter i Norge som utfører skipsbyggingsoppdrag. Dette tilskuddet er, fram til 31. desember 2000 på 9% av kontraktsprisen for nybygg og større ombygninger og på 4,5% ved vesentlige ombygninger. Med vesentlig ombygninger mens det at skipet endrer karakter eller funksjon. Det er også et vilkår at leveringen ikke finner sted mer enn tre år etter kontraktsinngåelsen. Utbetalingen av tilskuddet fra de statlige fondene til Eksportfinans skjer 3-9 måneder etter levering av skipet, 30. april eller 31. oktober, alt etter som når overleveringen av skipet fant sted (Kilde: Nærings- og Handelsdepartementet og Eksportfinans ASA).

Det som imidlertid er situasjonen i dag er at EU ønsker å stoppe den direkte verftsstøtten fra årsskiftet 2000 og 2001 (Dagens Næringsliv 7. Juni 2000). Et flertall av EUs industriministere var negativ til å forlenge dagens støtteordning som utløper ved årsskiftet. Men der er uenigheter innad i EU om støtten skal tas bort, og land som Tyskland, Spania, Portugal og Italia ønsker å forlenge støtten. Siden Norge gjennom EØS-avtalen er forpliktet til å holde det samme støttenivået som EU, kan konsekvensen bli at dersom EU fjerner støtten, så må Norge gjøre det tilsvarende. I følge Handels- og Næringsdepartementet har omfanget av denne støtten til de norske verftene kostet omkring 15 milliarder norske kroner siden 1990. Men beskyldninger fra EU-verft om at Sør-Korea har brukt penger fra Det Internasjonale pengefondet (IMF) til å holde liv i sin egen verftsindustri, har blåst liv i troen på at EU kan komme til å omgjøre sin tidligere beslutning om å fjerne den direkte verftsstøtten fra årsskiftet.

Bakgrunnen for beskyldningene er at EU-kommisjonen la frem en rapport i november 1999 som redegjorde for verdens skipbyggingsindustri. Rapporten inneholder blant annet en analyse av 9 kontrakter ved sørkoreanske verft der det hevdes at åtte av disse kontraktene er priset (13-40%) under kostpris. Det ble blant annet stilt spørsmål ved ikke-kommersielle finansieringsvilkår og om International Monetary Fund (IMF)-midler kunne vært "misbrukt". På denne bakgrunn anbefalte EUs industriministere å klage Sør-Korea inn for World Trade Organisation (WTO) under WTOs "Agreement on Subsidies and Countervailing Measures" (ASCM). Generelt kan ASCM anvendes dersom det kan påvises at det foreligger skadelig subsidier på 5% av kontraktsverdi, subsidier til å dekke driftunderskudd eller gjeldsettergivelse. ASCM er ikke tidligere gjort gjeldende for skipsbygging. Sør-Korea har avvist at det er grunnlag for noen WTO-klage. Koreanske myndigheter har avvist beskyldningen om prising under produksjonskostnader og at IMF-midler skal være misbrukt. Fra koreansk side vises det til at de lave kontraktsprisene skyldes depressiering av koreanske won, produktivitetsforbedringer og lønnsreduksjoner. Siden 1999 har det vært en rekke møter mellom EU og Sør-Korea, men noen endelig avklaring på mistanken er ikke avklart (Internt skriv hos Norges Rederiforbund. Forfattet av Lars Almklov).

3.5.2 Finland

De finske verftene har hele tiden klart seg uten direkte subsidier fra myndighetene. Verftene fikk imidlertid en knekk da tidligere Sovjetunionen brøt sammen og førte til

strekt reduserte ordrebøker. Etter noen fusjoner og nedleggelser er imidlertid de gjenværende verftene tilbake for fullt. Dette gjelder blant annet Kværner Masa-Yards som har spesialisert seg på bygging av cruise skip. Mye av grunnen til oppgangen til finsk skipsverftsindustri var den kraftige depressiering av den finske marken i begynnelsen av 90-årene. Når det gjelder finansieringen er både verfts- og eksportkreditt tilgjengelig fra Finish Export Credit Ltd (FEC).

3.5.3 Danmark

I Danmark blir gunstige lån ved kontrahering eller ombygging av skip tilbudt av Danish Ship Finance Ltd (DCSF). Dette er en privat og uavhengig stiftelse som ble etablert i 1961 og er støttet av Danish Association, Association of Danish Shipbuilders, Danish Bankers Association og Danish Central Bank. Den finansielle pakken kan illustreres ved følgende eksempel:

Stolt Nielsen Transportation Group kontraherte i årsskiftet 93/94 syv kjemikalietankere ved Danyard. Ved å betale 20% av kontraktsprisen direkte, ble de resterende 80 dekket av et lån fra DSCF. Av dette er 60% dekket ved førsteprioritetspant i skipet, mens det resterende 20% er sikret mot en bankgaranti. Den totale låneperioden er 14 år, hvorav reder de fire første årene kun betaler renter ("grace"), mens avdragene betales over de siste 10 årene. Subsidiene viser seg således å være 9% reduksjon av rentenivået gjennom lånets løpetid. Et annet alternativ er at det kan bli gitt en reduksjon i kontraktsprisen på 9% ved kontant betaling, som også er det maksimale subsidiebeløpet innenfor EU.

Etter denne redegjørelsen av sentrale sider ved finansiering av nybygg, vil jeg i neste kapittel ta for meg forskjellige finansielle betraktninger av reder og prosjekt.

4 FINANSIELLE BETRAKTNINGER AV REDER OG PROSJEKT⁵

4.1 Innledning

Vurdert ut fra dagens situasjon er det uvanlig for reder å finansiere kjøp av skip ut fra sine egne ressurser. Rederne må skaffe den største delen av kontraktsprisen til veie via en eller annen form for låne- eller kredittavtale. Mens form på lånetyper og betingelser kan variere fra et land til et annet, er de kriterier som legges til grunn ved vurdering av låntaker mer eller mindre de samme. De fleste banker anvender såkalte klassifiseringssystemer. Dette innebærer at engasjement deles inn i ulike grupper. Denne inndelingen skjer etter kundens antatte betalingsevne og sikkerheten kunden stiller.

Bankene skiller dessuten mellom prosjektfinansiering ("non recourse loan") og "corporate financing". Ved prosjektfinansiering er selskapet konstruert for det ene prosjektet, et såkalt ett-skips rederi. Det typiske er da at prosjektet selv generer nok likvider til å betjene lånet. Ved "corporate financing" gjelder lånet et selskap som eier flere skip. Analysen går da ut på selskapets evne til å betjene det nye lånet.

De faktorene det legges mest vekt på ved vurdering av skipsprosjekter, er de det knytter seg størst usikkerhet til. Dette er faktorer som påvirker reders kontantstrøm og sikkerhetsstillelsens verdi.

4.2 Vurdering av reders lønnsomhet og soliditet

Dersom reder allerede er kunde i en kommersiell bank, vil dette forenkle kredittvurderingen. Kjennskap til reder reduserer problemer knyttet til asymmetrisk informasjon. Tillitsforhold og kommunikasjon mellom bank og reder er viktig. Det å ha et godt navn innen næringen er dessuten viktig for de betingelser reder kan oppnå. Hvis den kommersielle banken ikke allerede kjenner rederen som søker lån, vil banken ønske å identifisere reders selskap så godt som mulig.

⁵ Med mindre annet er nevnt, så baseres dette kapitlet på informasjon fra DnB Shipping i Bergen og Oslo.

En sentral faktor er reders tilbakebetalingsevne. Med tilbakebetalingsevne menes reders fremtidige evne til å tilbakebetale lånet i form av renter og avdrag. Denne evnen påvirkes av reders lønnsomhet og soliditet.

4.2.1 Vurdering av reders lønnsomhet

En vurdering av reders sannsynlige fremtidige inntekt og om skipet vil ha lang nok operativ levetid til å tilbakebetale lånet inkludert renter, er avgjørende for lånegiver. Bankene foretrekker opplagt skip som har et langvarig tidscerteparti (minimum 3-5 år) med en solid befrakter fremfor skip som opererer i spot markedet. Skipets kontantstrøm er da sikret for en bestemt periode og risikoen er redusert. Som et resultat av en del konkurser og langtidskontrakter som ikke er blitt fulgt opp av befraktere er bankene blitt mer opptatt av å utføre en grundig vurdering av befrakters soliditet og ”track record”. En langtidsavtale har selvsagt kun verdi dersom befrakter er i stand til å oppfylle den.

For lånegiver vil det dessuten være viktig å vurdere konkurransen innen markedssegmentet. Lånegiver vil også ønske informasjon om skipets størrelse og type, slik at en kan vurdere dagens og fremtidens behov for denne type skip. Over- og underkapasitet har stor betydning for reders lønnsomhet. I tillegg vil det spille inn hvor i markedssyklusen man antar å befinne seg. Har reder allerede utvist overlevelsessevne i et dårlig marked, er det selvsagt et positivt tegn.

Hvis reder er i besittelse av andre skip, vil lånegiver også studere flåtens sammensetning med henblikk på skipstype, alder, standard og oppdragsmønster svært nøye. En veldiversifisert flåte kan være fordelaktig. Er grunnen til kontrahering å ekspandere innen segmentet reder allerede opererer i, vil reders resultat de siste årene spille en avgjørende rolle i vurderingen. Men dersom reder ønsker å etablere seg i et nytt segment hvor han har liten eller ingen erfaring, må reder presentere solide argumenter overfor lånegiver som tilsier at dette blir en suksess. Det er her viktig at reder sitter inne med den nødvendige kompetansen som kreves innen segmentet.

4.2.2 Vurdering av reders soliditet

Soliditet er nær knyttet til finansieringen. Soliditeten sier noe om reders evne til å tåle fremtidig tap. Et sentralt nøkkeltall i forbindelse med vurderingen av soliditeten er reders egenkapitalandel. Egenkapitalandelen viser hvor stor del av totalkapitalen eller

eiendelene som er finansiert med egne midler. Men den forteller også hvor mye av kapitalen bedriften kan tape før det blir tap på fremmedkapitalen (Kinserdal: 1994). Desto større egenkapitalandel er, desto bedre soliditet. På grunn av jevnlige og tidvis store svingninger i skipsverdiene, vil ikke den bokførte verdien av rederiets skip reflektere skipenes markedsverdi. Ved lån til shipping er derfor den verdjusterte egenkapitalen av større interesse. Den verdjusterte egenkapitalen finnes ofte ved en substansverdi beregning. Ved beregning av substansverdi er denne definert som anslått markedsverdi av eiendelene minus gjeld (inkludert latent skattegjeld).

$$\text{Verdjustert egenkapitalandel} = \frac{\text{Verdjustert egenkapital}}{\text{Verdjustert egenkapital} + \text{Markedsverdi gjeld}}$$

I følge Finansdirektør Tom E. Jebsen, i Frontline Management AS, har Frontline Ltd. et krav i sine låneavtaler om at den verdjusterte egenkapitalen til rederiet skal være minst 30% til enhver tid. I henhold til låneavtalene så reduseres marginene til lånene hvert kvartal dersom den verdjusterte egenkapitalen øker. Dette dokumenteres via ”compliance certificate” som sendes bankene hvert kvartal. Og ti dager etter at dette er sendt til bankene, blir marginene på lånene redusert dersom den verdjusterte egenkapitalen økes. Bankene har altså lagt inn intervaller for hva marginen skal være dersom den verdjusterte egenkapitalen økes eller reduseres. Dette kan illustreres på følgende måte og er tatt fra en av låneavtalene til Frontline Ltd.:

Tabell 4.1 – Verdjustert egenkapital og margin

Equity ratio	Margin
> 50%	1,05%
> 45% ≤ 50%	1,10%
> 35% ≤ 45%	1,20%
≤ 35%	1,30%

Markedene for annenhåndstonnasje innen visse segmenter er normalt velfungerende. For eksempel i tank og kjemikalie markedene er det rimelig lett for banken å få tak i gode verdianslag ved å kontakte skipsmeglere. Mens annenhåndsmarkedet for open hatch trolig vil være vanskeligere på grunn av den spesialiserte formen for shipping.

Informasjon om skipets verdi vil også være av interesse for lånegiver dersom det oppstår en eller annen form for mislighold og lånegiver må selge skipet. Spørsmålet er da om skipets verdi i annenhåndsmarkedet dekker bankens lånekostnader. Likviditet i annenhåndsmarkedet vil derfor være av betydning når en bank skal vurdere belåningsgraden til skipet.

Når det gjelder kommandittselskaper vurderes også den uinnkalte ansvarskapitalen. Her kan det være nødvendig å vurdere de enkelte kommandittister, alt ettersom hvem som står bak kommandittselskapet.

4.3 Lånegivers krav til sikkerhet

Shipping har hatt rykte på seg for å være spekulativ og risikofylt. Dette har blant annet ført til at de som yter langsiktig finansiering insisterer på å ha strenge krav som sikrer deres lån. Redere har derfor gode muligheter til å oppnå gode finansielle betingelser dersom de kan stille sikkerhet for lånet.

Et lån med førsteprioritetspant i skipet er den mest vanlige form for sikkerhet ved shippinglån. Denne form for sikkerhet passer bra både for reder og lånegiver, siden den gjør det mulig for rederen (pantsetter) å bruke skipet i markedet, samtidig som det gir lånegiver (panthaver) sikkerhet ved at skipet kan bli beslaglagt i tilfelle lånet skulle bli misligholdt. I følge Finansdirektør Tom E. Jebsen i Frontline Management AS, blir denne form for sikkerhet brukt når Frontline Ltd. tar opp lån hos bankene. Odfjell ASA brukte pantesikkerhet før 1990, men låner nå usikret opp mot balansen i Odfjell ASA. Dette har i følge Financial Manager i Odfjell ASA, Espen Bjelland, ført til at marginene på lånene er blitt betraktelig redusert sammenlignet med pantesikkerhet i hver enkelt skip.

Tilsvarende vil lånegiver ta transport i skipets forsikringer. Lånegiver krever som regel at skipet er tilfredsstillende forsikret, det vil si for mer enn lånets verdi, normalt 120-125%. Skipets forsikringer skal normalt omfatte følgende typer:

1. Hull and machinery
2. Hull Interest
3. Protection and Indemnity cover (P&I)

4. War
5. Loss of hire

I tillegg, må enkelte rederier med dårlig "track record" ta ut "Mortgagee's Interest Insurance" (MI). Denne forsikringen skal dekke tap av skip under omstendigheter som ikke dekkes av de andre formene for forsikring. Dette kan være at rederiet utviser skjødesløshet, bryter betingelser i de andre forsikringene (f.eks. fartsbegrensninger), senker skipet med vilje eller andre tilsiktede kriminelle handlinger. Premien på denne forsikringen er normalt 0.075% av pantets verdi (tysk lov krever at låntagere i tyske banker har tatt ut denne forsikringen).

Innføringen av OPA 90 (the 1990 US Oil Pollution Act) har dessuten ført til at bankene krever en tilleggsforsikring for skip som seiler i amerikanske farvann. Den kalles "Mortgagee's Interest Insurance cover additional perils" (MII). Premien er normalt 0,1 – 0,2% av pantets verdi. Forsikringens verdi ved oljesøl er så langt ikke testet i praksis.

Lånegiver kan også kreve transport i reders inntekt (tidscerteparti) fra belånte parti. En annen form for sikkerhet er personlig garanti som kan stilles hvis shippingsselskapet er eiet av en formuende person eller familie, eller en bedriftsgaranti fra morselskap. Dessuten kan tilleggssikkerhet oppnås ved å ta ut annenprioritets pant i et av rederiets øvrige skip, eller pant i reders konti som opprettes i forbindelse med selskapets drift.

4.4 Tilleggskrav ("covenants") lånegiver kan pålegge reder⁶

Lånegiver kan pålegge reder andre betingelser, alt etter hvordan lånegiver synes reder oppfyller de krav som er skissert ovenfor. Følgende betingelser er eksempler på hva lånegiver kan kreve:

- Lånegiver kan kreve at reder holder alle konti for det skipseiende selskap i den långivende banken, slik at banken kan kontrollere inn- og utbetalinger fra dag til dag.
- Reder kan pålegges å begrense sine andre investeringer.

⁶ Jamfør vedlegg 1 og 2 under "Other Covenants and/or Events of Default are to include but not limited to:" – DnB Shipping, Bergen. Eksemplene er "fiktive".

- Lånegiver kan insistere på å ha myndighet til å kreve råderetten over et av rederens andre skip, hvis reder har problemer med å betale avdragene.
- Lånegiver kan fastsette en standard for selskapets likvide standard som reder må forholde seg til.
- Lånegiver kan kreve at vedlikehold og klassifisering av skipet blir grundig gjennomført ("Security maintenance clauses").
- At forslag som omhandler endring av selskapet som eier skipet, skal godkjennes av lånegiver.
- At fastsettelse av utbytte dekning godkjennes av lånegiver.
- Krav om en spesifisert størrelse på arbeidskapitalen i låneperioden. Arbeidskapitalen er definert som omløpsmidler minus kortsiktig gjeld.
- At reder i låneperioden har en verdijustert egenkapital på minimum f.eks. 35% av verdi justert totalkapital ("asset protection clauses").

"Security maintenance clauses" eller "asset protection clauses" er til for å beskytte bankene mot verdifall på skipet målt mot det utestående lånet. Skulle salgsverdien av skipet falle under et spesifisert nivå, vil lånegiver i de fleste tilfeller ha rett til å kreve ekstra pant i redernes flåte eller økt bedrifts- eller persongaranti.

Et skips verdi vil avhenge av markedet. Skipsverdien vil ofte følge konjunktorene for fraktratene. Det er gjerne slik at når fraktratene er svært lave at vanskelighetene melder seg for reder, og da vil ofte skipet og dermed sikkerheten ha redusert verdi. Dersom skipet ikke er befraktet, må man korrigere verdien av skipet i forhold til befraktningsavtalen.

4.5 Størrelse og løpetid på lånet

Størrelsen på lånet vil være en prosentandel av kontraktsprisen eller annenhåndstonnasjen. På grunn av tilgangen på statlig finansiell støtte i form av fast rente/lavrentekreditter, har det vært mindre vanlig for reder å låne største delen av kontraktssummen på nybygg fra en kommersiell finansinstitusjon. Hvis skipet har vært finansiert gjennom verftskreditt, har reder i enkelte tilfeller kun søkt om å låne deler av de resterende 20% fra kommersielle finansinstitusjoner.

Den sikkerhet som reder kan tilby lånegiver vil påvirke beslutningen om hvor mye lånegiver er villig til å låne ut. Jo sikrere kontantstrømmen er, desto høyere belåningsgrad. Reder vil bli tilbydd en prosentsats av prosjektprisen alt etter i hvilken grad han oppfyller finansinstitusjonens kriterier. Generelle retningslinjer for tradisjonell tonnasje er:

- Maksimum 60% belåning ved prosjektlån.
- Maksimum 75% belåning ved "corporate" lån.

Belåningsgraden kan imidlertid økes ved langsiktig beskjeftigelse. Bøyelastere knyttet på langsiktige tidscertepartier med oljeselskap har lånt opp til 90% av prosjektprisen.

DnB Shipping har for eksempel en tommelfingerregel som sier at banken ikke ønsker mer enn 50% eksponering i et skip, det vil si at forholdet mellom lån og skipsverdi ikke skal overstige 50%. Dette gjelder lån til selskap som kun eier et skip og som dessuten ikke er på et langsiktig tidscerteparti. Men dette er ingen eksakt regel og i enkelte tilfeller kan eksponeringen være 100% dersom forholdene ligger til rette for det. Forhold som kan øke belåningsgraden, er at skipet har et langvarig tidscerteparti med en solid befrakter, reders finansielle styrke, at det er et K/S med stor uinnkalt ansvarskapital eller tilleggssikkerhet.

Profesjonelle shipping banker har sin klare oppfatning om markedene og er opptatt av å minimalisere risikoen. Dette medfører at belåningsgraden normalt kan være noe høyere i et dårlig marked (til tross for dårlig inntjening og lave verdier) enn i et godt marked der fallhøyden er stor både på inntjening og verdier.

Et lån, inkludert renter, skal tilbakebetales i løpet av en normert tidsperiode. Ved kjøp av annenhånds tonnasje og lån tatt opp i en kommersiell bank er denne perioden normalt fra 5 til 8 år, avhengig av alder og standard på skipet. I følge Financial Manager i Odfjell ASA, Espen Bjelland er løpetiden på USD 245 millioner lånet som ble tatt opp i forbindelse med fusjonen med Seachem Tankers Ltd. på 7 år. I følge Kjell Erik Mjøs i DnB Shipping varierer løpetiden på kommersielle bank lån fra 8 til 15 år. Når det gjelder OECD-avtalen skal lån bevilget etter denne ordningen tilbakebetales etter maksimalt 8 ½ år.

4.6 Ulike låntyper

Terminlån er den vanligste låntypen innen shipping. Et terminlån kjennetegnes ved at lånet nedbetales i like store avdrag per termin. Summen av renter og avdrag synker med årene ved terminlån, fordi renten blir mindre på grunn av nedbetalingen av lånet. Et annuitetslån kjennetegnes ved at summen av renter og avdrag per betalingstermin er konstant gjennom hele lånets løpetid. Siden restlånet avtar på grunn av avdragene, blir rentedelen i annuiteten mindre og mindre. Følgelig må avdragsdelen øke. En illustrasjon av disse to låntypene vises nedenfor for å vise forskjellen mellom terminlån og annuitetslån.

Tabell 4.2 Annuitetslån på kr. 100 000 til 7,3% årlig etterskuddsrente:

År	Lån (Årets beg.)	Annuitet	Rente (lån x 0,73)	Avdrag
1	100 000	24 585,3	7 300,0	17 285,3
2	82 715	24 585,3	6 038,2	18 547,1
5	22 913	24 585,3	1 672,6	22 912,7
			22 926,5	

Tar man altså opp et lån på kr. 100 000 til 7,3% årlig etterskuddsrente, blir annuiteten 24 585,3 dersom løpetiden er 5 år.

Tabell 4.3 Terminlån på kr.100 000 til 7,3% årlig etterskuddsrente:

År	Lån (Årets beg.)	Rente	Avdrag	Sum rente og avdrag
1	100 000	7 300	20 000	27 300
2	80 000	5 840	20 000	25 840
5	20 000	1 460	20 000	21 460
		21 900		

Som det går frem av tabellene er den totale rentebindingen kr. 1 026,5 større ved annuitetslånet enn ved terminlånet. Årsaken til forskjellen er at man i gjennomsnitt låner mer ved annuitetslånet enn ved terminlånet (jfr. restlånet i oversikten). Det fremgår også av oversikten at sum renter og avdrag (= annuiteten for annuitetslån) er en god del høyere ved terminlånet enn ved annuitetslånet det første året.

En årsak til at terminlån foretrekkes fremfor annuitetslån, er at ved terminlån avdras lånet langt sterkere i begynnelsen av perioden enn et annuitetslån. Bankene ønsker at rederiene skal nedbetale så mye som mulig av lånet i den perioden skipet ofte er kontraktsmessig sluttet. Dersom skipet har inngått en langsiktig kontrakt som dekker rente- og avdragsbetalingene ved et terminlån, så er trolig terminlån en gunstig løsning for rederiet. Siden avdragene på terminlån er størst i den første perioden, blir lånet raskere nedbetalt. I tillegg er rentekostnaden høyere ved et annuitetslån, noe som skulle tilsi at et terminlån er et godt alternativ for et rederi ved opptak av lån.

Men dersom rederiet ikke har inngått en langsiktig kontrakt for skipet og opererer i et dårlig spotmarked som ikke dekker de høye rente- og avdragsbetalingene ved et terminlån, kan annuitetslån være et bedre alternativ på grunn av mindre rente- og avdragsbetalinger i begynnelsen av låneperioden. Valg av avdragsprofil bør uansett vurderes opp mot rederiets finansielle situasjon og dets evne til å betjene gjelden etter hvert som den forfaller.

4.6.1 Terminlån

De fleste lån ved finansiering av skip er terminlån. Her blir det spesifiserte lånebeløpet tilbakebetalt over en fastsatt låneperiode. Lånet blir gjort tilgjengelig for låntaker i en transaksjon og skal tilbakebetales i like store avdrag. Renten blir beregnet av det resterende lånet. Det vanligste er at renten er flytende og beregnes hvert halvår, i motsetning til det som er vist i tabellene. Terminlån kan kombineres med et moratorium eller en "ballong". Normalt benytte, det en "ballong" i slutten av låneperioden. De ulike typene er illustrert på neste side.

Tabell:	4.4	4.5	4.6
Type:	Termin lån	Terminlån med moratorium	Terminlån med ballong
Kjøpspris:	50	50	50
EK (40%):	20	20	20
Lån (60%):	30	30	30
Låneperiode:	8 år	8år	8 år
Moratorium:		2 år	
Ballong:			30%
Rente:	10%	10%	10%

Tabell 4.4 Terminlån

År	Avdrag	Restlån	Rente*
Levering	30,00		
1	3,75	26,75	3,00
8	3,75	0	0,38
Totalt	30,00		13,50

Tabell 4.5 Terminlån med moratorium

År	Avdrag	Restlån	Rente*
Levering		30	
1	0	30	3
8	5	0	0,38
Totalt	30,00		16,50

Tabell 4.6 Terminlån med ballong

År	Avdrag	Restlån	Rente*
Levering		30	
1	3	27	3
7	3	9	1,20
8	5	0	0,90
Totalt	30,00		15,60

*antar at renten beregnes av lånets størrelse ved slutten av forrige år.

4.6.2 Terminlån med moratorium

Et moratorium gjør det mulig for reder å utsette betalingen av avdrag til senere i låneperioden. Avdragsfrihet gis normalt for 2-3 år. Fordelen med en slik avtale er at rederen ikke blir utsatt for urimelig høye lånekostnader i den første perioden etter overtakelsen av skipet. Men med et moratorium vil imidlertid de totale kostnadene for låneperioden øke, sett i forhold til et normalt terminlån og terminlån med ballong (jfr. tabell 4.5). I følge Financial Manager i Odfjell ASA, Espen Bjelland, ble dette typen lånefasilitet benyttet ved låneopptaket når de fusjonerte med Seachem Tankers Ltd. Lånet har en løpetid på 7 år med avdragsutsettelse i 5 ½ år. I tillegg blir det en ballong utbetaling etter 7 år. Men siden lånet er på USD 245 millioner, vil lånet i følge Financial Manager i Odfjell ASA, Espen Bjelland bli refinansierte etter vel 6 år. Slik at ballong utbetalingen ikke vil forekomme etter 7 år.

4.6.3 Terminlån med ”ballong”

Denne varianten gjør det mulig å betale ned en stor del av lånet ved slutten av låneperioden, et såkalt ”ballon payment”. Dette medfører økte rentekostnader i låneperioden, men redusert press på kontantstrømmen ved redusert avdrag, jfr. tabell 4.6. Det grunnleggende misforholdet mellom et skips levetid (nybygg – 20 til 25 år) og standard løpetid på et lån, vil med bruk av ballong reduseres. Fordelen med ballong, er at den kan refinansieres som et nytt terminlån eller eventuelt nedbetales ved salg av skip. Størrelsen på en ballong er vanligvis 20 til 30% av det totale lånebeløpet. I følge Financial Manager i Odfjell ASA, Espen Bjelland og Finansdirektør Tom E. Jepsen i Frontline Management AS blir denne formen for avdragsbetaling benyttet i begge selskaper.

4.6.4 Terminlån med ”revolving credit”⁷

Ved et standard terminlån kan ikke den delen av lånet som er tilbakebetalt trekkes opp igjen i låneperioden. Ved å inngå en låneavtale med ”revolving facilities” er dette mulig. Reder må dog i de perioder han ikke trekker opp hele lånet, betale en beredskapsprovisjon på uttrukket beløp, nærmest som en kassekreditt. Denne låneformen passer spesielt godt for redere som kjøper og selger skip på kontinuerlig basis.

⁷ Jamfør vedlegg 1, som gir et eksempel på en ”revolving credit facility”.

Dette gjør det mulig for reder å betale tilbake på lånet ved salg av et skip og bruke ”revolving facilities” ved kjøp av et nytt skip. Reder unngår da å måtte forhandle frem ny låneavtale og oppnår fleksibilitet.

Som eksempel kan det nevnes at Norwegian Cruise Line (NCL) i desember 1999 sluttforhandlet et USD 510 millioners lån med ”Secured Reducing Revolving Credit Facility”. Dette var det største shipping lånet gjort i Norge i 1999 og arrangøren var DnB Markets. Del-arrangører var Hamburgische Landesbank, Kreditkassen, Verkersbank/DG- Bank og Fokus Bank. ”Managers” var Skandinaviska Enskilda Banken, Vereinsbank, Bank of Novia Scotia, Credit Agricole Indosuez, Sparebanken MidtNorge og NordlandsBanken. Det lot seg ikke gjøre å få informasjon om de enkelte aktørers deltagelse i lånet, men hovedsakelig tar arrangøren hoveddelen og ”managers” tar en mindre del av lånet. Men i appendix 1 er det illustrert et eksempel på betingelser for et USD 25 millioners lån med ”revolving credit facility”, der arbeidskapitalen er bakgrunnen for lånet.(Kilde: DnB Shipping, Oslo).

4.7 Rente, rentemargin og gebyrer

Prisen på et lån består vanligvis av tre elementer. Dette er markedsrenten, rentemargin og gebyrene.

4.7.1 Markedsrenten

Kommersielle banker låner forholdsvis ofte ut til flytende rente, slik at de ikke er utsatt for svingninger i det internasjonale rentemarkedet. Bankene funder da et shippinglån ved å ta opp lån i internbank-markedet for en periode med sammen tidshorisont som reders nedbetalingsplan, slik at banken kan refinansiere sitt lån til markedsrenten. Basisrenten som vanligvis benyttes når banker finansierer skip, er London Interbank Offered Rate (LIBOR). LIBOR er en internbankrente som benyttes av bankene ved utlån i eurovalutaer. Den referanserenten som benyttes, er basert på et gjennomsnitt av de kvoterte LIBOR-renter i internbankmarkedet i London. Vanligvis benyttes 6 måneders renten, men reder kan også benytte markedsrenten for 1 til 3 måneder. I følge Financial Manager i Odfjell ASA, Espen Bjelland, og Finansdirektør Tom E. Jebsen i Frontline Management AS, så benytter begge rederier vanligvis 3 måneders LIBOR. Når den valgte perioden utløper velges det en ny renteperiode, og slik fortsetter det til lånets totale løpetid er ute. Renten vil altså endres med bestemte intervaller på basis av

markedsrenten for gjeldende valuta og periode. Renten fastsettes på såkalt "rollover" basis.

4.7.2 Rentemargin

En bank forlanger høyere rente for å låne ut kapital til sine kunder enn det de betaler for å låne selv. Denne differansen blir referert til som en rente spread eller margin.

Marginen går hovedsakelig til dekning av bankens administrasjonskostnader, avkastning på egenkapitalen og eventuelle tap i forbindelse med lån som ikke blir tilbakebetalt (Stopford 1997). Størrelsen på marginen påvirkes av tilbud og etterspørsel i kapitalmarkedet og etter hvordan reder oppfyller långivers kriterier. Når markedet er likvid og bankene har mye kapital å låne ut, er marginen lav, mens den er høy i motsatt tilfelle. Banker og finansinstitusjoner er veldig tilbakeholdne når det gjelder informasjon om størrelsen på marginen, men en standard margin ved kjøp av skip er 0,5–2,0%. For store shipping-selskaper, er det å låne penger til hvert enkelt skip tungvint, fordi nesten enhver endring i flåtestrukturen medfører en tidkrevende låneprosess. Dette har trolig ført til at rederier som har en solid finansiell struktur foretrekker å låne som et selskap, og bruker da balansen som en "collateral". De fleste linjerederiene og noen få bulk rederier har muligheten til å oppnå denne formen for finansiering. Rederier som Sealand, Mitsui OSK, Bergesen d.y, A.P Moeller, Stolt Nielsen Transportation Group og Argonaut er aktuelle rederier med tanke på denne typen finansiering. (Stopford 1997). I 1996 lånte Bergesen d.y USD 500 millioner over 7 år, med en marginen på 20 basispunkter (20 basis punkter er lik 0,2%) over LIBOR de 5 første årene (Stopford 1997). Lånet var sikret mot selskapets balanse og strukturert som et terminlån med "revolving credit".

Rederiet Odfjell ASA benytter samme type finansiering for stort sett hele flåten og i følge Financial Manager i Odfjell ASA, Espen Bjelland, har dette ført til at rederiet i gjennomsnitt har en margin på lånene sine på 30 til 40 basis punkter over LIBOR.

Størrelsen på marginen reflekterer altså låntakers finansielle stilling og forhandlingsposisjon. Redere med en AAA-rating, som er ønsket som kunder i de fleste banker, har kunnet oppnå gunstigere marginer enn 0,5%. En AAA-rating er Standard & Poor's beste rangering av et selskap, og hvor selskapet har en særdeles god evne til kontinuerlig å betale renter og avdrag. Mens redere med mindre gunstigere "track

records” og dårligere rykte i markedet kan risikere å betale opp mot 2% eller mer. I følge Kjell Erik Mjøs i DnB Shipping, så opererer banken stort sett med en margin mellom 0,75% og 1,25%.

4.7.3 Gebyrer

Det tredje elementet i totalprisen er gebyrene som reder må betale i forbindelse med låneopptak. Dette består av etableringsgebyr, en beredskapsprovisjon og et agenthonorar.

- Etableringsgebyr er som regel en prosentsats av innvilget kreditt. Denne ligger vanligvis mellom 0,15% og 0,5%. Dette er et engangsgebyr (up-front fee”) som betales ved lånets start, men dette er definitivt ikke noe eksakt intervall.
- Tilsvarende gjelder for beredskapsprovisjon som løper fra den dato lånetilbudet aksepteres til lånet er fullt optrukket. Også denne ligger mellom 0,25% og 0,5%.
- Agenthonorarer betales ved syndikering til agentbanken. Gebyret skal stå i forhold til arbeidet som agenten utfører og er vanligvis et fast beløp pro anno. Størrelsen på beløpet varierer mellom USD 5,000 til 10,000 pro anno.

Jeg vil i de tre neste kapitlene redegjøre for hvordan rederiene Westfal-Larsen & Co, Odfjell ASA og Frontline Ltd. tradisjonelt har finansiert seg, hvordan de har finansiert tre spesifikke direkte utenlandsinvesteringer og hvordan rederiene har finansiert seg etter at direkteinvesteringen er foretatt.

5 GJENNOMGANG AV MASTERBULK PTE. LTD. SITT KJØP AV OHBC-FLÅTEN TIL WESTFAL-LARSEN & CO. AS ⁸

5.1 Innledning

Westfal-Larsen & Co. AS (Westfal-Larsen) er et tradisjonsrikt rederi i Bergen som har vært en betydelig aktør i det norske maritime miljø siden forrige århundret. Selskapet har i lengre tid konsentrert sin virksomhet innen industrishipping, hovedsakelig Open Hatch Bulk Carrier (OHBC)-shipping og frakt av kjemikalier.

I 1995 besto Westfal-Larsens flåte av i alt 21 skip, hvor 17 av skipene var OHBC. De fire resterende besto av ett kjemikalie tankskip og tre kjemikalie gasstankskip (Scandinavian Shipowners and Ship Management Companies, 1994). OHBC flåten ble befraktet av Star Shipping AS (Star Shipping) i Bergen og varierte mellom 6,000 til 45,000 dødvekt tonn.

Star Shipping ble etablert i 1961 av Per Waaler, assistert av Halvdan Grieg (1907 – 1972) og Rolf Westfal-Larsen (1910 – 1968). Inntil 1995 eide både Westfal-Larsen og Grieg Shipping AS 50% av selskapet (Star Shipping, Annual Report 1994). Star Shipping tok seg av markedsføringen av skip som tilhørte de to eierne, samt en flåte bestående konvensjonelle bulkskip eid 50% av Rethymnis & Kulukundis Ltd. i London og 50% av selskapet selv. I 1994 drev Star Shipping totalt 42 OHBC, samt 25 konvensjonelle bulk skip. Kjemikalie-engasjementet til Westfal-Larsen ble markedsført av datterselskapene Westchart og Westgas i Bergen.

Westfal-Larsens flåte opererte i world wide trade med USA-Japan og USA-Europa som hovedområder. Lasten besto hovedsakelig av skogprodukter, men stål, bulk og containere ble transportert. Industrishipping er preget av langsiktighet og relativt tette relasjoner til kundene og langtidskontrakter av typen ”Contract of Affreightment” derfor mest benyttet. ”Contract of Affreightment” er en kontrakt hvor rederiet påtar seg å transportere visse vare kvanta i en viss partistørrelse over en viss periode, og står da som regel fritt med hensyn til hvilke skip som skal settes inn.

⁸ Kapitlet baserer seg på internettsidene til Star Shipping AS, årsrapporter fra Star Shipping, siviløkonomoppgaven til Hauge/Stokke 1999, skriftlig intervju med Rolf Westfal-Larsen og Ragnar Nielsen.

Westfal-Larsen var og er et integrert rederi. Nybyggingsavdelingen var ansvarlig for kontrahering av nye skip, og hadde løpende kontakt med eksterne verft, nybyggingsmeglere og klasseselskap. Et eget eiet bemanningsselskap på Filippinene tok seg av ansettelsen av filippinske sjøfolk, mens bemanningsavdelingen i Bergen hadde det overordnede ansvaret for bemanningen av skipene. Driftsavdelingens hovedansvar var teknisk maritim drift, og avdelingen holdt nær kontakt med leverandører på driftssiden (reservedeler, proviant, bunkersmeglere). Finansavdelingen hadde forbindelse med banker og forsikringsselskaper, samtidig som den foretok lønnsomhetsvurderinger av blant annet byggeprosjekter. Westfal-Larsens skip var langt på vei bemannet av norske offiserer og rederiet benyttet i stor grad norske eksterne aktører. To skip seilte under Liberia flagg, mens resten av flåten seilte under NIS flagg (Hauge/Stokke 1999).

5.2 Finansieringen av Masterbulks kjøp av OHBC

5.2.1 Innledning

Hovedsakelig på grunn av endrede rammebetingelser i Norge, bestemte Westfal-Larsen å relokalisere deler av sin virksomhet og i 1995 solgte rederiet hele OHBC-flåten til det nyopprettede rederiet Masterbulk Pte. Ltd. i Singapore. I forbindelse med opprettelsen av Masterbulk understreker Rolf Westfal-Larsen: ” Vi har ikke flyttet rederiet ut, eierne har investert i et rederiselskap som har kjøpt driftsmidler. Det er ikke rederiet som har et selskap i utlandet, det er aksjonærene som eier et selskap i utlandet”. Masterbulk er heleiet av Westfal-Larsen-familien (Hauge/Stokke 1999). Ragnar Nielsen poengter at ”Masterbulk hele tiden har operert som et selvstendig rederi med styre og administrasjon i Singapore. Vi har riktignok familien Westfal-Larsen som aksjonærer, men etableringen i Singapore må ikke sees på som et datterselskap av Westfal-Larsen selskapene i Bergen”.

Westfal-Larsen solgte samtidig sin eierandel i Star Shipping til Masterbulk, og Ragnar Nielsen erstattet Rolf Westfal-Larsen i Star Shippings styre. OHBC-flåten ble også etter eierskiftet befraktet av Star Shipping, og Westfal-Larsens direkte utenlandsinvestering fikk dermed ingen betydning for Star Shippings daglige drift.

Situasjonen i dag er at Masterbulk eier 16 OHBC. Westfal-Larsen er gjennom en managementavtale med Masterbulk ansvarlig for teknisk maritim drift (vedlikehold,

bemannings og teknisk tilsyn) av til sammen tolv OHBC, mens Masterbulk selv har ansvaret for de resterende fire i tillegg til de to som leies av Westfal-Larsen på bareboat-basis. Sett bort fra managementavtalen er det ellers lite samkjøring mellom de to rederiene.

5.2.2 Finansieringen av transaksjonen

I forbindelse med Masterbulks kjøp av Westfal-Larsen sin OHBC flåte fikk det nyopprettede selskapet kontrollen over følgende anleggsmidler:

- 15 Open Hatch Bulk Carriers

I følge daglig leder i Masterbulk, Ragnar Nielsen, var finansieringen av transaksjonen tredelt. Masterbulk finansierte hovedsaklig kjøpet av skipene med pantelån, hvor det var førsteprioritetspant i hvert enkelt skip. Lånene som allerede eksisterte på skipene ble avsluttet sett fra Westfal-Larsen sin side og Masterbulk tok derfor opp nye lån på samtlige skip. Masterbulk fikk også et subordinert lån fra Westfal-Larsen i forbindelse med kjøpet av skipene og oppstarten av Masterbulk i 1995. Størrelsen på pantelånene og det subordinerte lånet til Masterbulk er ikke tilgjengelig, men i følge daglig leder i Masterbulk, Ragnar Nielsen, var gjeldsandelen til Masterbulk 82% i 1995 (03.07.95). Dette kan indirekte tolkes som at Masterbulk finansierte skipene med 18% egenkapital og 82% med fremmedkapital. Egenkapital til Masterbulk ble innbetalt fra Westfal-Larsen og ble brukt som finansieringskilde.

I tillegg til de 15 skipene, overtok Masterbulk to OHBC på bareboat. I følge Ragnar Nielsen krevde ikke disse skipene noen finansiering. En annen investering som Masterbulk foretok var kjøp av Westfal-Larsen sine aksjer i Star Shipping. I følge Ragnar Nielsen betalte Masterbulk vel USD 6 millioner for disse aksjene.

Ragnar Nielsen understreker at "etableringen av Masterbulk var preget av en forretningsmessig handel mellom to selskaper med samme eier og at skipene ble kjøpt til markedspris".

5.3 Finansieringen av tonnasje før direkteinvesteringer i Singapore

Jeg vil i dette avsnittet redegjøre for hvordan Westfal-Larsen finansierte tonnasjen før de etablerte Masterbulk i Singapore. Siden Westfal-Larsen eier 100% av Masterbulk, vil jeg i avsnitt 5.4 redegjøre for hvordan Masterbulk har finansiert tonnasjen sin siden 1995.

Påntelån er den finansieringsformen som er vanligst når et skip skal finansieres (Stopford (1997)). Ved struktureringen av lånet er det vanlig praksis for rederen å etablere et selskap ("single purpose company") for hvert enkelt skip som skal bli finansiert, med førsteuprioritertspant i det enkelte skipet (jfr. avsnitt 4.3). Ved å etablere et selskap for hvert skip (egen juridisk enhet), oppnår banken direkte (via "covenants") tilgang til skipets inntjening. Samtidig oppnår banken sikkerhet via skipets forsikringer og skipet blir dermed immun dersom det blir arrestert på grunn av mislighold av lån hos andre skip som tilhører rederiet. En av grunnene til at bankene stiller strenge krav til sikkerhet er trolig fordi det ikke eksisterer andre eiendeler utenom skipet og dets inntjening.

Finansieringsformen beskrevet ovenfor ble hovedsakelig anvendt før Westfal-Larsen etablerte seg i Singapore. I følge Rolf Westfal-Larsen har løpetiden på nybygg vært 12 år med ballong, slik at indirekte blir det en 18 års periode å fordele avdragene på. Marginen på lånene har ligget mellom 0,5% til 1,25%, avhengig av bankenes risikovurdering og det generelle lånemarkedet.

I følge Rolf Westfal-Larsen har rederiet liten erfaring med mezzanine finansiering, fordi rederiet anser dette som en fordyrende toppfinansiering. Egenkapitalen er hovedsakelig innhentet fra løpende cashflow kombinert med salgsgevinster. Rederiet har også vurdert lease finansiering, men har konkludert med at strukturen er for rigid med tanke på fleksibilitet vedrørende salg.

5.4 Finansieringen av tonnasje etter direkteinvesteringer i Singapore

Før jeg begynner selve vurderingen av eventuelle endringer i Masterbulks finansiering av tonnasje, er det hensiktsmessig å ta for seg enkelte målsetninger og insentivordninger til The Ministry of Trade and Industry (MTI) i Singapore. Både rederiet Masterbulk og Odfjell ASA som beskrives i kapittel 6 påvirkes direkte av insentivordningene.

Singapore Trade Development Board (STDB) som opererer under MTI har utarbeidet en serie med insentivordninger for forskjellige næringer. Disse ordningene tar sikte på å gjøre det attraktivt for store internasjonale selskaper å etablere deres hovedkvarter for regionen i Singapore. Samtidig er det også et mål å utvikle nye markeder og nisjer innen ulike segmenter. Approved International Traders Scheme (AIT), Approved Oil Trader Scheme (AOT) og Approved International Shipping Enterprises (AIS) er bare noen av en rekke insentivordninger.

Hensikten med AIS-ordningen er å gjøre det attraktivt for rederiselskaper å operere ut fra Singapore. For godkjente rederiselskaper garanterer ordningen blant annet ti års skattefrihet, med mulighet for forlengelse. Reglene er noe uklare i følge Ragnar Nielsen i Masterbulk og Espen Bjelland i Odfjell ASA, men i hovedsak skal selskapet være et større utenlandsk rederi med et visst renommé. For å få en søknad om å bli omfattet av AIS-ordningen godkjent, må det aktuelle rederiet bidra med noe som myndigheten ønsker å ha i Singapore. Forretningsideer og planer må godkjennes, men nøyaktig hva som kreves er uklart. De aktuelle rederiene må likevel tilfredstille en del krav, for eksempel ble det stilt krav til Odfjell Tankers Asia og Masterbulk at de måtte bruke 4 millioner Singapore dollar per år. I følge Ragnar Nielsen i Masterbulk bør alle lån for et AIS-selskap arrangeres via den enkelte banks Singapore kontor. Banken kan enten være en lokal bank i Singapore eller et datterselskap av en internasjonal bank. Dersom en internasjonal bank ikke har etablert et datterselskap i Singapore, blir rederiet som låner penger belastet med en "WITH-HOLDING TAX" på rentene som påløper i låneperioden. Dette kan anses som en importavgift på lånekapital og har blant annet til hensikt å få bankene til å etablere seg i Singapore. I følge Ragnar Nielsen var "WITH-HOLDING TAX" på rentene vel 26-28% når Masterbulk etablerte seg i Singapore i 1995.

Masterbulk har endret finansieringsstrukturen etter at rederiet etablerte seg i Singapore. I følge Ragnar Nielsen har Masterbulk konvertert deler av det subordinerte lånet til egenkapital. Samtidig som at rederiet har inngått en avtale om "reducing revolving credit facility agreement" (jfr. avsnitt 8.1, vedlegg 1) med diverse banker. Lånet har en løpetid på 7 år, gunstig nedbetalingsordning og en svært gunstig margin. Rederiet har dermed klart å redusere de totale kostnadene ved denne endringen. Lånebehovet for den gjenværende delen av det subordinerte lånet, lån på skip og de fire nybyggene de har

kontrahert har blitt inkludert i den nye lånefasiliteten. Rederiet har altså gått bort i fra enkeltstående lån med pant i skipet til et corporate lån, hvor balansen stilles som sikkerhet for lånene.

Som en følge av endringen har Masterbulk skiftet ut noen av de tidligere deltagende bankene som tidligere finansierte på skipsbasis. Men i følge Ragnar Nielsen er de fleste bankene fremdeles lånegiver til Masterbulk. Han understreker imidlertid at etter etableringen i Singapore har Masterbulk fått et bredere kontaktnett med andre banker, men at dette ikke har materialisert seg i form av nye låneopptak. Årsaken til at det bredere kontaktnettet med banker ikke har ført til nye finansieringskilder, er hovedsakelig at de ikke har kunnet fremskaffe gunstigere lån til selskapet. Masterbulk bruker derfor hovedsakelig de bankene som de tradisjonelt har brukt, så lenge disse bankene er konkurransedyktige. Ragnar Nielsen sier også følgende: ” Finanskarkedene er internasjonal. Det vesentlige for et rederi er at en har tilgang til finansmarkedet uansett hvor rederiet er etablert”.

En vesentlig endring når det gjelder finansieringskilder hos Masterbulk er at det kun er datterselskaper av internasjonale banker i Singapore som har gitt rederiet lån. Årsaken til dette, er at rederiet ble belastet med en ”WITH-HOLDING TAX” på rentene og disse utgjorde vel 26-28% når Masterbulk etablerte seg i Singapore. Denne avgiften er i følge Ragnar Nielsen nå redusert med vel 10 prosentpoeng Dette kostnadsleddet kommer i tillegg til rentekostnaden på lånet. Ragnar Nielsen understreker for ordens skyld ”at lån, avdrag og renter fortsatt er i USD, slik at etableringen i Singapore ikke har ført til en ekstra valuta eksponering”.

Ragnar Nielsen påpeker videre at ”Masterbulk anser det som nødvendig og svært nyttig at lånene går via internasjonale bankers datterselskaper i Singapore. Dette gir insentiver til at bankene også har shippingekspertise ved sine Singapore kontorer. Dette er forøvrig en del av Singapore myndighetens strategi for å utvikle Singapore til er maritimt senter”. Når det gjelder forbruket av 4 millioner Singapore dollar per år, sier Ragnar Nielsen at rentene på lånene utgjør betydelige beløp omregnet fra USD til Singapore dollar og rentekostnadene teller med for å nå det avtalte nivået for årlig forbruk i Singapore.

6 GJENNOMGANG AV ODFJELL ASA SITT KJØP AV SEACHEM TANKERS LTD⁹

6.1 Innledning

Odfjell ASA er en av verdens største aktører innen transport og lagring av flytende kjemikalier. Selskapet har en markedsandel på 20% på Deep Sea-markedet, og flåten betjener petrokjemisk industri. Skipene transporterer organiske kjemikalier, syre, alkohol, vegetabilsk oljer og petroleumsprodukter.

Selskapet ble etablert i 1916 og har siden 60-årene blitt mer og mer fokusert på transport av spesialisert last. Industriell shipping med fokus på kjemikaliefrakt har siden den gang vært Odfjell Tankers hovedsatsingsområder.

I løpet av 90-tallet har Odfjell ASA inngått en strategiske allianser, joint venture avtale og direkteinvesteringer i utlandet og i begynnelsen av året fusjonerte Odfjell seg sammen med Seachem Tankers Ltd. I dag er derfor Odfjell ASA er fullt integrert rederi som satser på fire hovedområder. Globale handelslinjer blir betjent av Deep Sea-flåten. I tillegg til driftsansvaret for 30 selveide Deep Sea-kjemikalietankere er denne delen av selskapet ansvarlig for driften av ytterligere 20 kjemikalieskip. Odfjell Tankers Asia og Short Sea America har ansvaret for intraregional frakt i respektive farvann. Odfjell Tankers Asia driver også med feederservice for Deep Sea-flåten. Tankterminalene til Odfjell Terminals tilbyr lagringskapasitet for lasten, og Hoyer-Odfjell B.V. står for koordineringen av containervirksomheten.

Odfjell ASA fokuserer på å eie og drive avanserte kjemikalietankere i globale handelsruter. Denne aktiviteten utfylles av eierskap og drift av kjemikalietankere i regional tjeneste, strategiske plasserte lagringsterminaler og et globalt nettverk av tankcontainere. Målet med dette er å tilby en mest mulig helhetlig og skreddersydd tjeneste til den petrokjemiske industrien.

⁹ Dette kapittelet baserer seg på internettsidene til Odfjell ASA, pressemeldingen 18 februar 2000 vedrørende fusjon med Seachem, Hauge/Stokke 1999 og samtaler med Espen Bjelland i Odfjell ASA.

6.2 Finansieringen av Odfjells kjøp av Seachem Tankers Ltd

6.2.1 Innledning

I midten av februar i år annonserte Odfjell ASA og Seachem Tankers at selskapene skulle slå seg sammen. Seachem Tankers er eiet av Ceres Hellenic Shipping Enterprises Ltd. De to selskapene hadde blitt enige om å fusjonere for å danne verdens største selskap innen kjemisk tanktonnasje. Seachem var før sammenslåingen verdens fjerde største kjemiske tanktransportør og hadde en flåte på 23 skip. Seachem hadde også bestilt 8 sofistikerte "stainless steel" skip som skal bli levert i tidsrommet 2001 til 2003. Transaksjonen medfører at det sammenslåtte selskapet vil bli verdens største operatør av Deep-Sea kjemikalietankere, med en markedsandel på 26%. Den sammenslåtte flåten vil utgjøre 92 skip, hvor 49 skip vil bli eiet 100% eller delvis eiet.

Hellenic Shipping Enterprises er en av verdens største shipping selskaper og ble grunnlagt i 1824. Ceres er generelt anerkjent for deres ekspertise innen ship management. Ceres har vært ISO 9002 sertifisert siden 1998, og var det første selskapet i verden som oppnådde miljø sertifiseringen ISO 14001. Ceres har via Seachem, blitt en av betydelig aktør innen kjemiske transport industrien det siste århundret.

6.2.2 Finansieringen av transaksjonen

I forbindelse med transaksjonen foretok Odfjell ASA en utstedelse av nye aksjer i bytte med følgende anleggsmidler:

- 9 kjemikalietankere som utgjør 335,000 dwt., bygget i 1986-1988.
- 4 nybygg som utgjør 160,000 dwt., med levering 2001 til 2003.
- I tillegg vil Odfjell ASA kjøpe 100% av pool selskapet Seachem.

Den totale investeringen for Odfjell ASA utgjorde USD 360 millioner. Egenkapitalen i forbindelse med investeringen ble hentet inn via en rettet emisjon og utgjorde vel 30% (USD 115M/USD 360M). Odfjell ASA utstedte totalt 4.9 millioner aksjer, fordelt med 3.35 millioner A-aksjer og 1.57 millioner B-aksjer til Ceres Hellenic Shipping. Prisen på aksjene ble avtalt til å være 208 norske kroner, noe som omtrent er ekvivalent med 1 milliard norske kroner av egenkapitalen. I tillegg måtte selskapet låne USD 245 (70%) millioner for å finansiere hele transaksjonen. Lånet ble hovedsakelig bevilget av DnB, Internationale Nederlanden Group (ING). Betingelsen på lånefasiliteten er 7 års løpetid, en margin på 0,70%, første avdrag etter 5 1/2 år og med en svært høy ballong på slutten

av lånets levetid. På grunn av den korte løpetiden vil lånet i følge Espen Bjelland bli refinansiert etter vel 6 år.

Denne transaksjonen verdsetter Odfjell ASA til 4.6 milliarder kroner før utstedelse av ny egenkapital og det sammenslåtte selskapet til 5.6 milliarder (Pressemelding 18 februar 2000 fra Odfjell ASA). Det sammenslåtte selskapets omsetning er forventet å øke fra 4.3 milliarder til omtrent 5.5 milliarder norske kroner i løpet av det første året. Den bokførte egenkapitalen økes til 3.8 milliarder og før leveringen av de fire nybyggene vil de totale anleggsmidlene øke til 11.1 milliarder norske kroner. Den kapitaliserte markedsverdien utgjør 2.7 millioner norske kroner (Pressemelding 18 februar 2000 fra Odfjell ASA).

6.3 Finansieringen av tonnasje før direkteinvesteringer i Singapore

Pantelån er den finansieringsformen som er vanligst når et skip skal finansieres (Stopford 1997). Ved struktureringen av lånet er det vanlig praksis for rederen å etablere et selskap ("single purpose company") for hvert enkelt skip som skal bli finansiert, med førsteprioritetspant i det enkelte skipet (jfr. avsnitt 4.3). Ved å etablere et selskap for hvert skip (egen juridisk enhet), oppnår banken direkte (via "covenants") tilgang til skipets inntjening. Samtidig oppnår banken sikkerhet via skipets forsikringer og skipet blir dermed immun dersom det blir arrestert på grunn av mislighold av lån hos andre skip som tilhører rederiet.

Finansieringsformen beskrevet ovenfor ble anvendt hos Odfjell ASA (tidligere Storli AS) før 1990. Strukturen var som følger: Et skip, et selskap som var eiet av morselskapet og en bank som hadde førsteprioritetspant i skipet. Denne formen for finansiering ble i følge Financial Manager i Odfjell ASA, Espen Bjelland, endret etter 1990 fordi selskapet ønsket en mer helhetlig lånestruktur for hele flåten. Med bistand fra blant annet Morgan Stanley, ble fire til fem skip etablert i et eget selskap og de enkeltstående lånene ble refinansiert til et lån. Sikkerheten for bankene ble den samme, da det ble stilt pant i flåten istedenfor hvert enkelt skip. Selskapet oppnådde på denne måten å redusere antall enkeltstående lån, færre banker å forholde seg til, reduserte marginer og en mer helhetlig lånestruktur.

Sistnevnte ordning ble fullstendig endret i 1995 i forbindelse med et låneopptak på USD 400 millioner og hvor syndikatet bestod av Chase Manhattan Bank, Citibank og Den norske Bank ASA. Selskapet fikk da forhandlet frem med bankene et usikret lån hvor det ikke var pantesikkerhet i skipene. Det vil si at selskapet tok opp lån sett i forhold til verdien på anleggsmidlene i balansen. Kravet fra bankene var at det ikke kunne selges skip eller tas opp lån uten at bankene har gitt godkjenning, såkalt "negative pledge". Dersom Odfjell ASA har kjøpt et skip til USD 100 millioner og låner USD 60, så må selskapet trolig tilbakebetale hele lånebeløpet ved salg av skipet. Alternativet er at selskapet kontraherer et nytt skip og at lånet overføres til det nye skipet, slik at verdien av anleggsmidlene og gjelden blir uforandret. I følge Financial Manager i Odfjell ASA, Espen Bjelland, er denne formen for lånesikkerhet videreført for lån tatt opp etter 1995. Dette har ført til at marginene på de fleste lånene ligger i området 0,30% til 0,40%. Selskapet har dermed redusert lånekostnadene sine og har fått en mer fleksibel lånestruktur. Rederiet kan i dag selge et skip og tilbakebetale lånet, for deretter å kjøpe et nytt så lenge dette ikke endrer eiendel/gjeld forholdet. Dette kan rederiet gjøre fordi egenkapitalandelen de siste fem årene har ligget mellom 30% - 42% (Årsrapporten 1999) og i tillegg har rederiet en jevn og forholdsvis sikker fremtidig inntjening på grunn av langsiktige kontrakter.

I forbindelse med bygging av tre nye skip hos Kværner sitt verft i Skottland i 1991, fikk rederiet en subsidiert finansiering av den britiske stat (Ship Mortgage Financing). Rederiet fikk låne 80% av byggekostnaden, til 8% fast rente med 8 ½ års løpetid, det vil si til OECD betingelser (jfr. avsnitt 3.3.2) Denne formen for finansiering har vært lite brukt hos Odfjell ASA og lånet ble refinansiert i 1998.

Den første gangen en emisjon ble brukt som egenkapitalkilde var i 1989, da Odfjell ASA (Storli AS) kjøpte hele kjemikalieflåten til rederiet Westfal-Larsen & Co i Bergen. Rederiet hentet da inn 400 millioner norske kroner via børs og brukte dette som egenkapitalfinansiering ved transaksjonen. Som tidligere beskrevet emitterte selskapet også når de fusjonerte med Seachem i februar 2000. Hovedårsaken til at Odfjell ASA kun har emittert ved to anledninger siden 1986, er at rederiet har hatt en meget solid inntjening de siste 10 årene og har dekket egenkapital-finansieringen via driften (Espen Bjelland – Odfjell ASA).

6.4 Finansieringen av tonnasje etter direkteinvesteringer i Singapore

I 1996 bestemte Odfjell ASA seg for å opprette Odfjell Tankers Asia i Singapore og året etter ble selskapet etablert. I denne forbindelse inngikk Odfjell ASA en avtale med det polske verftet Stocznia Szczecinska S.A om bygging av fire nye kjemikalitankere på 6000 dwt. klare for levering i perioden januar til oktober 1999. Samlet investering for nybyggene utgjorde USD 83 millioner (Årsrapport 1999).

Gjeldsfinansieringen av skipene ble gjort via Citibank Singapore, Den norske Bank Singapore og ING Singapore. Det er nå kun disse fire skipene i Odfjell ASA sin flåte som er etablert som enkeltstående selskap med pantesikkerhet i skipene. En av årsakene til at låneopptaket ble tatt opp hos de tre bankenes avdelinger i Singapore, var at Odfjell Tankers Asia ønsket å dra nytte av insentivordningen AIS. Denne ordningen gir godkjente rederiselskaper et garantert skattefritak på 10 år, med mulighet for forlengelse (Hauge/Stokke 1999). Et av kravene til ordningen er at rederiene bruker 4 millioner Singapore dollar pr. år i landet. Siden Odfjell Tankers Asia tok opp lån i tre lokale banker og på den måten betaler renter og avdrag i Singapore dollar, tilfredstiller de kravet på 4 millioner Singapore dollar i året. I følge Financial Manager i Odfjell ASA, Espen Bjelland, er det ikke nødvendig å bruke de lokale bankene for å utnytte AIS, men av økonomiske hensyn så ble lånene tatt opp i Singapore. Hovedårsaken til at lånet ble tatt opp i Singapore, var at rederiet ville bli belastet med vel 20-30% "WITH-HOLDING TAX" på rentene på lånet. For å unngå denne ekstra avgiftsbelastningen, ble lånet tatt opp i Singapore.

Espen Bjelland har heller ikke merket noen større pågang fra asiatiske banker etter at rederiet etablerte Odfjell Tankers Asia i Singapore. Hovedsakelig har rederiet benyttet seg av en rekke internasjonale banker (Den norske Bank, Kreditkassen, Chase Manhattan Bank, J.P Morgan, Deutsche Schiefs Bank, UNI Bank, Rabobank, Citibank, Skandinaviska Enskilda Banken og LBSH – Financial Manager i Odfjell ASA, Espen Bjelland) og har så langt ikke hatt behov for en nærmere tilknytning til asiatiske banker. Ovenfornevnte låneopptak er den eneste endringen Odfjell ASA har gjort når det gjelder finansieringskilder ved kontrahering av skip etter at de etablerte Odfjell Tankers Asia. Men eneste endring er at Odfjell Tankers Asia har benyttet datterselskaper til de tre

bankene som er med i syndikatet og som morselskapet Odfjell ASA allerede har en tilknytning til via andre låneopptak.

7 GENNOMGANG AV FRONTLINE LTD. SITT KJØP AV OBLIGASJONSLÅNET TIL GOLDEN OCEAN GROUP LTD¹⁰

7.1 Innledning

Frontline Ltd. er et Bermuda-registrert rederi, som primært er engasjert i eierskap og operasjon av oljetankere. Selskapet operer og kontrollerer en av verdens største og mest moderne tankflåte med en gjennomsnittlig alder på 6 år. Flåten består av 16 VLCC skip og 28 Suezmax tankere (hvorav 8 er Suezmax OBO skip).

Frontline Ltd. har sin opprinnelse fra Frontline AB, som ble etablert i Sverige i 1985. Sistnevnte selskap var notert på Stockholm Børs i perioden 1989 til 1997. Men i mai 1997 ble det bestemt at selskapet skulle flyttes fra Sverige til Bermuda og notere aksjene til selskapet på Oslo Børs.

I september 1997 forslo Frontline Ltd. en sammenslåing med London & Overseas Freighters Ltd. (LOF). Denne prosessen ble gjennomført i mai 1998 og LOF ble det gjenværende selskap. Frontlines aksjonærer byttet Frontline aksjer med LOF aksjer og LOF endret deretter navn til Frontline Ltd. Som et resultat av denne transaksjonen, ble Frontline Ltd. notert på London Stock Exchange og Nasdaq National Market. Frontline Ltd. behold også sin notering på Oslo Børs. En av årsakene til at LOF ble det overtagenede selskapet, var i følge Tom E. Jebsen i Frontline Management AS, at LOF allerede var notert på New York Stock Exchange og London Stock Exchange og at det ville være svært fordelaktig å få tilgang til disse kapitalmarkedene.

Frontline Ltd. annonsert også i september 1997 at selskapet ønsket å overta det svenske rederiet ICB Shipping AB (publ), men dette ble sett på som et fiendtlig tilbud fra en rekke dominerende eiere i ICB. Men etter vel to år klarte Frontline Ltd. å få dominerende kontroll over det svenske rederiet ICB og selskapet er nå en del av Frontline Ltd.

¹⁰) Dette kapittelet baserer seg på samtaler med finansdirektør Tom E. Jebsen i Frontline Management AS, årsrapporter og prospekter fra Frontline Ltd.

Frontlines forretningsstrategi er primært basert på utbredt ”outsourcing”. Den operasjonelle driften, mannskaps- og regnskapstjenester blir utført av en rekke uavhengige og konkurransedyktige aktører.

Selskapet klarer på den måten å redusere de totale kostnadene og fremstår som konkurransedyktig transportør ved frakt av råolje.

Frontline Ltd. har også de to siste årene inngått samarbeid med ulike rederier. I løpet av 1998 etablerte Frontline Ltd. et samarbeid (joint venture) med OMI Corporation, Alliance Chartering, som opererer selskapenes Suezmax flåte. Alliance Chartering er verdens største operatør av Suezmax skip og har ansvaret for driften av totalt 44 skip. I 1999 ble poolen Tankers International etablert. Dette er et pool samarbeid mellom Frontline Ltd., A.P. Møller, Euronav, Overseas Shipholding Group, Osprey Maritime og Reederei ”Nord” Klaus E. Oldendorf. Skipene består kun av Very Large Crude Carriers bygget etter 1990 og består i dag av totalt 50 skip. I følge Frontline Ltd. sin årsrapport anno 1999 har begge etableringene organisatorisk og økonomisk vært en suksess.

Frontline Ltd. sine skip er primært bemannet med russisk, indonesisk eller filippinsk mannskap. Skipene seiler under NOR-, SING-, LIB- eller BS-flagg (Norge, Singapore, Liberia eller Bermuda). Rederiets dominerende eier er Hemen Holding Limited (John Fredriksen). Dette selskapet eier i dag vel 53% av Frontline Ltd (Årsrapporten 1999).

7.2 Finansieringen av Frontlines kjøp av Golden Ocean Group Ltd. (GOGL)

7.2.1 Innledning

I mars 2000 annonserte Frontline Ltd. at de hadde ervervet vel 16% (USD 46,75 millioner) av Golden Ocean Group Limited sitt obligasjonslån på USD 291 millioner. Frontline Ltd. har siden mars 2000 gradvis ervervet mer av obligasjonslånet og per 31 juli 2000 hadde Frontline Ltd. ervervet vel 72% (USD 210 millioner) av obligasjonslånet. 15. september 2000 kom den endelige avgjørelsen fra det amerikanske rettsystemet og Frontline Ltd. vil den 12. oktober 2000 eie 100% av egenkapitalen i GOGL (pressemelding fra Frontline Ltd. 18. september 2000). GOGL er et kanadisk rederi som eier og kontrollerer en moderne flåte bestående av 13 VLCC og 10 tørrbulk skip. Rederiet søkte om konkurs-beskyttelse under ”Chapter 11 of the U.S. Bankruptcy

Code” 14 januar 2000, og via denne konkurs-beskyttelsen oppnådde rederiet en eksklusiv periode på opptil 120 dager for å komme med en reorganiseringsplan. Hovedårsaken til GOGL søknad om Chapter 11 beskyttelse, var en kombinasjon av et ambisiøst nybyggingsprogram, manglende finansiering og et relativt dårlig tankmarked.

7.2.2 Finansiering av transaksjonen

I forbindelse med oppkjøpet av obligasjonslånet til GOGL har Frontline Ltd. fått kontrollen over følgende anleggsmidler:

- 13 VLCC som utgjør 4,000,000 dwt., bygget 1995 til 2000
- 3 Capesize som utgjør 510,000 dwt, bygget 1996 til 1997
- 2 Panamax som utgjør 150,000 dwt., bygget 1999
- 5 Handymax som utgjør 229,000 dwt., bygget 1998 til 1999

Kreditorerne til GOGL har hatt valgmuligheten mellom kontanter eller Frontline Ltd. aksjer når det gjelder oppgjøret for de udekkede fordringene de har hatt mot GOGL. I følge Tom E. Jepsen i Frontline Management AS, skal Frontline Ltd. utbetale USD 37 millioner i kontanter til usikrede kreditorerne, hvorav USD 18.5 millioner vil bli tilbakebetalt til Frontline Ltd. på grunn av rederiets eierandel i obligasjonslånet. I tillegg skal Frontline Ltd. i løpet av oktober 2000 utstede vel 1,25 millioner aksjer til de usikrede kreditorerne som har valgt Frontline Ltd. aksjer som oppgjør for sine fordringer. Prisen på aksjene er avtalt til å være USD 15.76, noe som er ekvivalent med USD 19,6 millioner. Dessuten har GOGL en rekke kreditorer som har hjulpet rederiet de siste 10 månedene. Dette er kreditorer som for eksempel har levert bunkers, forsyninger til skipene, advokatutgifter og andre administrasjonskostnader. Kravene beløper seg til USD 12 millioner og Frontline Ltd. skal i løpet av oktober 2000 betale disse forpliktelsene for GOGL. Frontline Ltd. har også forpliktet seg til å bistå med en kredittfasilitet til GOGL på USD 10 millioner. Denne fasiliteten vil fungere som en kassekreditt, og vil ikke bli benyttet dersom GOGL klarer å betale for sine forpliktelser. Inkludert de USD 15 millionene som Frontline Ltd. har brukt for å kjøpe majoriteten av obligasjonslånet, vil den totale investeringen i GOGL utgjøre USD 75,1 millioner.

I følge Tom E. Jepsen i Frontline Management AS, har Frontline Ltd. finansiert USD 10 millioner av selve oppkjøpet av GOGL sitt obligasjonslån med midler direkte fra driften

i Frontline Ltd.. I forbindelse med de resterende USD 5 millionene, ble det utstedt 68 700 Frontline aksjer 17 juli 2000. Emisjonen ble foretatt for å finansiere 5 millioner Golden Ocean obligasjoner. Frontline Ltd. vil også finansiere USD 30,5 (USD18,5 og USD12) millioner med midler direkte fra driften når det gjelder de usikrede kreditorene som har valgt kontanter som oppgjør, og de kreditorene som har hjulpet GOGL de siste 10 månedene. Inkludert den rettede emisjonen, vil altså Frontline Ltd. finansiere hele oppkjøpet av GOGL med egenkapital. I følge Tom E. Jebsen har Frontline Ltd. en netto inntjening på USD 1 million per dag, og dette er en av hovedgrunnene til at rederiet har muligheten til å finansiere store deler av restruktureringen av GOGL med egenkapital hentet direkte fra driften.

Overtakelsen av GOGL medføre at Frontline Ltd. vil eie og kontrollere en flåte bestående av 29 VLCC og 28 Suezmax skip. Den totale størrelsen på flåten vil utgjøre vel 13,1 millioner dødvekt tonn. Alle skipene er bygget etter 1990 og de fleste skipene har dobbelt skrog. I tillegg til tankflåten, vil Frontline Ltd. kontrollere 10 moderne tørrlast skip.

En av hovedmålene til Frontline Ltd. er å skape en av verdens største børsnoterte rederier, med en moderne og kvalitetsmessig VLCC og Suezmax flåte. Via denne transaksjonen reduseres den gjennomsnittlige alderen på flåten fra 6 til 4 år, samtidig som Frontline Ltd. får kontrollen over 13 svært moderne dobbelt-skrogede tank skip. I følge finansdirektør Tom E. Jebsen, vil selskapet kunne oppnå store besparelser med tanke på driftskostnader av skipene, administrasjonskostnader og stille selskapet i en særstilling når det gjelder forhandlinger med de store olje selskapene.

7.3 Finansieringen av tonnasje før direkteinvesteringen i Liberia

Pantelån er den finansieringsformen som er vanligst når et skip skal finansieres (Stopford 1997). Ved struktureringen av lånet er det vanlig praksis for rederen å etablere et selskap ("single purpose company") for hvert enkelt skip som skal bli finansiert, med førsteprioritetspant i den enkelte skipet (jfr. avsnitt 4.3). Ved å etablere et selskap for hvert skip (egen juridisk enhet), oppnår banken direkte (via "covenants") tilgang til skipets inntjening. Samtidig oppnår banken sikkerhet via skipets forsikringer og skipet blir dermed immun dersom det blir arrestert på grunn av mislighold av lån hos andre

skip som tilhører rederiet. En av grunnene til at bankene stiller strenge krav til sikkerhet er trolig fordi det ikke eksisterer andre eiendeler utenom skipet og dets inntjening.

I følge Tom E. Jebsen i Frontline Management AS, har pantelån hovedsaklig blitt anvendt hos Frontline Ltd. når selskapet har tilegnet seg fremmedkapital. I tillegg er samtlige skip etablert i et eget selskap og fungerer på samme måte som beskrevet ovenfor. Når Frontline Ltd. kjøpte to tankskip av Wilh. Wilhelmsen i april 2000 for USD 90 millioner, ble det etablert to egne selskap hvor skipenes inntekter går direkte inn på konti hos långivende bank (prosjektlån). I tillegg til at banken krever at inntektene skal gå direkte inn på konti i banken, må Frontline Ltd. avsette et vist beløp på kontoene ("retention account") per måned, som skal gå til dekning av avdrag og renter ved neste forfall av lånet. På denne måten sikrer banken seg full kontroll over inntektene til skipene og reduserer dermed risikoen ved belåningen til Frontline. I forbindelse med kjøpet av de to skipene fra Wilh. Wilhelmsen i april 2000 lånte Frontline Ltd. USD 62 millioner. Løpetiden på lånet er 8 år og marginen er per dags dato 1,15%. I tillegg utstedte Frontline Ltd. 2 975 500 aksjer til kurs 80 norske kroner til Wilh. Wilhelmsen. I følge Tom E. Jebsen har kombinasjonen av pantelån og rettede emisjoner blitt anvendt en rekke ganger når Frontline Ltd. har finansiert skip.

I mai 2000 kjøpte Frontline Ltd. et VLCC nybygg fra Golden Ocean (pressemelding 26/5/00) for USD 73,8 millioner. Skipet ble finansiert med pantelån og i tillegg utstedte Frontline Ltd. 3 millioner aksjer til kurs USD 10.15 per aksje. I følge Tom E. Jebsen har Frontline Ltd. anvendt aksjemarkedet meget aktivt for å hente inn egenkapital ved kjøp av skip. Bare i perioden november 1996 til mai 2000 har rederiet foretatt rettede emisjoner på i alt USD 263, 5 millioner og samtlige aksjer er blitt anvendt som egenkapitalfinansiering ved kjøp av skip. I tillegg er det innhentet USD 347 millioner i rettede emisjoner for å styrke selskapets egenkapital.

Selskapet hadde per 30 juni 2000 utestående gjeld på vel USD 1,2 milliarder (2. kvartalsrapporten 2000) og i følge Tom E. Jebsen er de fleste lånene etablert i syndikater (jfr avsnitt 2.3.1), hvor de respektive bankene har hver sin andel av lånet. En av årsakene til at Frontline Ltd. sin totale låneportefølje er syndikert, er trolig at bankene ønsker å redusere sin egen risiko sett i forhold til Frontline Ltd. gjeldssituasjon.

En annen finansieringsform som Frontline Ltd. har anvendt er mezzaninelån (jfr. avsnitt 2.4). Denne finansieringsformen har prioritet mellom egenkapital og førsteprioritets pantelån. Mezzaninelån er naturligvis mindre sikkert sett i forhold til pantelån, og konsekvensen kan bli at rentekostnadene ved mezzaninelånet blir høyere. Frontline Ltd. har to typer kilder når det gjelder denne form for finansiering. Den ene er relatert til et corporate-lån som er tatt opp av morselskapet Frontline Ltd. Dette lånet har prioritet mellom egenkapitalen og førsteprioritets pantelån. Lånegiverne er Kreditkassen og Skandinaviske Enskilda Banken. I følge Tom E. Jebsen i Frontline Management AS, ble lånet tatt opp i en periode hvor Frontline Ltd. sin finansielle situasjon var dårlig og dette resulterte i at Frontline Ltd. måtte akseptere en høy margin på lånet. Men Tom E. Jebsen påpeker at det var nødvendig for rederiet å ta opp lånet og at dette hjalp selskapet ut av en vanskelig finansiell situasjon.

Den andre typen mezzaninelån er en verftskreditt gitt av Hyundai Heavy Industry (HHI) i Sør-Korea (jfr. avsnitt 3.4.2). I følge Tom E. Jebsen ble dette lånet gitt av HHI da Frontline Ltd. kontraherte tre skip hos verftet på slutten av 90-årene. Det ble bevilget tre lån på USD 14,5 millioner til 8% rente, og løpetiden var 3 år. Disse tre lånene kan karakteriseres som et terminlån med ballong (jfr. avsnitt 4.6.3). Frontline Ltd. betaler kun renter på lånet i låneperioden og betaler lånesummen tilbake etter tre år. I følge Tom E. Jebsen blir denne typen lån gitt som et ledd i konkurransen mellom verftene. Dersom ikke Frontline Ltd. hadde fått denne toppfinansieringen av HHI når de kontraherte skipene, ville ikke rederiet vært i stand til å bygge skipene.

I slutten av 1998 hadde Frontline Ltd. en rentebærende gjeld på USD 883 millioner (Årsrapport 1998) og var på det tidspunktet i en dårlig finansiell situasjon. Rederiet solgte derfor to lånefinansierte skip for USD 81 millioner til et tysk kommandittselskap, i form av en "sale and leaseback" avtale (jfr. avsnitt 2.3.3). Frontline Ltd. har en opsjon på å kjøpe tilbake skipene 8 år etter kontraktsinngåelsen. Et av skipene var finansiert med et pantelån på USD 47,5 millioner og et terminlån med ballong på USD 14,5 (lån gitt av HHI i Sør Korea). I følge Tom E. Jebsen fikk Frontline Ltd. en netto likviditetstilførsel på USD 27 millioner ved salg av det ene skipet. USD 7,25 millioner av HHI lånet ble tilbakebetalt, samt at de resterende USD 7,25 millionene ble konvertert til et corporate lån uten sikkerhet. Det andre skipet som ble solgt var under bygging og Frontline Ltd. hadde kun betalt 20 % av kontraktsprisen når skipet ble solgt. Bare på

denne transaksjonen frigjorde Frontline Ltd. USD 16 millioner. I følge Tom E. Jebsen var dette svært gunstig for Frontline Ltd. og forbedret samtidig rederiets finansielle stilling. I årsrapporten til Frontline Ltd. i 1998 står det at "sale leaseback" avtalene med det tyske kommandittselskapet blir behandlet i regnskapet som operasjonell leasing i henhold til US GAAP. Dette betyr at gjelden på skipene er "off balance sheet" finansiert og derfor ikke frekommer som gjeld i balansen til Frontline Ltd. Frontline Ltd. klarte derfor å redusere gjelden sin, samtidig som at rederiet netto ble tilført USD 42 millioner i kontanter.

7.4 Finansieringen av tonnasje etter direkteinvesteringen i Liberia

Til tross for at Frontline Ltd. fikk kontrollen over GOGL så sent som i september 2000, skal rederiet ta over to Suezmax skip og et VLCC skip i midten av oktober.

Egenkapitalen på vel 30% er hentet direkte fra inntjeningen til rederiet og beløper seg til vel USD 30 millioner. Dessuten har rederiet tatt opp en lånefasilitet på USD 100 hos Fortis Bank (Nederland) og Den norske Bank. Løpetiden på lånet er 8 år og marginen er per dags dato 1,25%. Marginen avhenger av den verdjusterte egenkapitalen til Frontline Ltd., og i henhold til låneavtalen skal marginen justeres hvert kvartal. Det vil si at rederiets lånekostnad blant annet avhenger av hvor godt tankmarkedet utvikler seg og ikke minst skipsverdiene.

Selv om Frontline Ltd. har foretatt en utenlandsk direkteinvestering i form av oppkjøpet av obligasjonslånet til GOGL, tyder den siste finansieringsformen på at rederiet ikke har endret finansieringen av tonnasje. Men i følge Tom E. Jebsen er det for tidlig å si noe om direkteinvesteringen i GOGL vil påvirke rederiets finansiering i framtiden. Det han imidlertid påpeker, er at GOGL har en helt annen finansieringsstruktur enn Frontline Ltd. og det kan muligens påvirke Frontline Ltd. på et senere tidspunkt. GOGL er nemlig strukturert som følger:

- 11 skip er fullstendig konsolidert inn i balansen til GOAL
- 7 skip er "off balance sheet" finansiert i form av operasjonell leasing
- 1 skip er konsolidert, men bare delvis eiet
- 4 skip er "off balance sheet" finansiert, hvor GOGL har opsjon til å kjøpe skipene tilbake
- (Dessuten har GOGL en del gjeld i Yen og har benyttet japanske banker)

Sammenlignet med Frontline Ltd. som har konsolidert samtlige skip inn i balansen, med unntak av fire skip som er ”off balance sheet” finansiert, vil dette i følge Tom E. Jebsen muligens påvirke Frontline Ltd. i framtiden. Dessuten har GOGL har benyttet japanske banker, noe som vil være helt nytt for Frontline Ltd (jfr. avsnitt 8.4).

8 SAMMENLIGNINGER

8.1 Innledning

I dette avsluttende kapittelet skal jeg sammenligne hvordan Masterbulk Pte. Ltd., Odfjell ASA og Frontline Ltd. finansierte sine direkte utenlandsinvesteringer, hvordan de tradisjonelt har finansiert seg og hvordan rederiene har finansiert tonnasjen etter at direkteinvestering i utlandet var gjennomført. I denne forbindelse vil jeg diskutere hvilke typer finansieringskilder og hvilke type finansiering rederiene har anvendt. Jeg vil også legge vekt på å karakterisere de ulike segmentene rederiene opererer i, for på den måten å vurdere om dette påvirker finansieringen. Jeg vil i tillegg diskutere om lokaliseringen til rederiene har betydning for finansieringen av tonnasjen. Diskusjonen bygger på de foregående intervjuene med Rolf Westfal-Larsen, Ragnar Nielsen, Espen Bjelland og Tom E. Jebsen.

8.2 Finansiering av direkteinvesteringer i utlandet

De tre rederiene som jeg har gjennomgått i denne utredningen er betydelige aktører i sine respektive segmenter. Odfjell ASA er etter fusjonen med Seachem Tankers verdens største aktør innen transport av kjemikalier (pressemelding fra Odfjell ASA 18. februar 2000). Star Shipping som befrakter OHBC-flåten til Westfal-Larsen og Masterbulk har lenge vært en av to dominerende aktører innen OHBC-segmentet (Stokseth 1992), og Frontline Ltd. på sin side opererer og kontrollerer en av verdens største tankflåte etter oppkjøpet av GOGL sitt obligasjonslån.

Da Masterbulk kjøpte OHBC-flåten til Westfal-Larsen i 1995, ble dette primært finansiert med pantelån og et subordinert lån fra Westfal-Larsen, samtidig som Westfal-Larsen innbetalte egenkapital til det nyopprettede rederiet. Familierederiet Westfal-Larsen ble derfor en sentral finansieringskilde ved denne transaksjonen. Terminlån med ”ballong” ble hovedsakelig anvendt og sikkerheten for bankene var pant i skipene. I følge Ragnar Nielsen var gjeldsandelen til Masterbulk 82% ved halvårskiftet i 1995, men er redusert til 67% ved halvårskiftet 2000. Rederiet har dermed klart å redusere gjeldsandelen med 15 prosent poeng de siste fem årene. Sammenlignet med Odfjell ASA og Frontline Ltd. som begge er børsnotert, har Masterbulk ikke anledning til å bruke emisjoner som en kilde til egenkapital. I følge Ragnar Nielsen er det innlysende at et privat selskap fra tid til annen har begrensninger når det gjelder muligheter for å

fremskaffe egenkapital til nye prosjekter. Børsnoterte rederier kan i teorien lettere fremskaffe ny kapital ved å gå til markedet, men i begge tilfeller må prosjektet være salgbart.

Både Odfjell ASA og Frontline Ltd. benyttet aksjemarkedet ved direkteinvesteringene de foretok i utlandet. Begge selskaper er relativt likvide på Oslo Børs og i følge Espen Bjelland og Tom E. Jebsen hadde ikke rederiene hatt anledning til å foreta investeringene dersom de ikke kunne ha brukt aksjemarkedet som en del av finansieringen. I følge Tom. E. Jebsen forsøkte Frontline Ltd. å finansiere deler av oppkjøpet med fremmedkapital. Problemet derimot, var at Frontline Ltd. kun fikk kontrollen over et obligasjonslån og dermed indirekte kontroll over skipene. Dette førte til at Frontline Ltd. ikke kunne stille sikkerhet i flåten til GOGL og dermed måtte oppkjøpet av obligasjonslånet finansieres via en emisjon og fra inntjeningen til Frontline Ltd.

Odfjell ASA tok også opp et corporate-lån på USD 245 millioner for å finansiere oppkjøpet Seachem Tankers. Denne finansieringsmetoden har Odfjell ASA benyttet siden tidlig på 90-tallet. I følge Espen Bjelland i Odfjell ASA, er dette en gunstig finansieringsmetode og begrunner dette med at rederiet har oppnådd lavere marginer på sine lån fordi selskapet stiller balansen som sikkerhet for lånene de tar opp. Marginen på lånet som ble tatt opp i forbindelse med transaksjonen er kun 0,70%. Masterbulk som finansierte kjøpet av OHBC-flåten til Westfal-Larsen med blant annet pantelån, klarte ikke å oppnå samme betingelser som Odfjell ASA. Selskapet måtte dessuten få et subordinert lån og egenkapital tilførsel fra Westfal-Larsen for å finansiere oppkjøpet av skipene. Lånevilkårene for det subordinerte lånet og pantelånene til Masterbulk er ikke tilgjengelig, slik at sammenligning mellom Odfjell ASA og Masterbulks finansieringskostnader dessverre ikke er mulig.

8.3 Finansiering av tonnasje før direkteinvesteringer i utlandet

Når det gjelder finansiering av tonnasje før direkteinvesteringene ble foretatt blant de tre rederiene, er det for så vidt en rekke likheter og ulikheter. Samtlige rederier har benyttet seg av førstprioritets pantelån. Finansieringen blir strukturert som følger: et skip, et selskap som er eiet av morselskapet og en bank som har førstprioritetspann i skipet.

Frontline Ltd. har benyttet seg av denne strukturen helt siden rederiet ble børsnotert i 1997 på Oslo Børs. Frontline Ltd. har tatt opp lån hos vel 30 banker, som har finansiert store deler av Frontline Ltd sin flåte. Lånene som er tatt opp er hovedsakelig terminlån med ballong. Løpetiden på lånene varierer, men er hovedsakelig 8 år og marginen ligger i området 0,70% til 1,30%. Frontline Ltd. har dessuten restrukturert deler av sin låneportefølje og en rekke av de enkeltstående pantelånene er nå omgjort til flåtelån. Det samme har gjorde Odfjell ASA tidlig på 90-tallet. I følge Espen Bjelland ønsket rederiet en mer helhetlig lånestruktur og omgjorde derfor samtlige enkeltstående lån til flåtelån. I likhet med Frontline Ltd. var løpetiden på disse 8 år, mens marginene lå i området 0,5% til 1,15%. Westfal-Larsen benyttet seg også av flåtelån før de solgte skipene sine til Masterbulk, men løpetiden på lånene var i gjennomsnitt 12 år og marginene var på vel 0,5% til 1,25%. Ut fra dette er det ganske entydning at rederiene har finansiert seg rimelig likt. Det er visse forskjeller vedrørende marginene, men løpetiden er nesten den samme og de fleste lån er terminlån med ballong.

Fordelen med flåtelån er at denne typen lån ofte blir strukturert som et syndikat, fordi størrelsen på lånene er betraktelig høyere sammenlignet med enkeltstående pantelån (jfr. avsnitt 2.3.1). Det å låne fra et syndikat, kan føre til at et rederi vil kunne få låne mer penger, sammenlignet med lån fra en bank. Ulempen med flåtelån som er organisert som i et syndikat, kan være at syndikatet er mindre fleksibel med tanke på avdragutsettelse eller utvidelse av lån. Grunnen til dette er at syndikatene ofte er organisert slik at samtlige parter i syndikatet skal godkjenne endringer i låneavtalen og dermed blir mindre fleksibel dersom rederiet kun har lånt penger fra en bank. Sett fra bankenes side reduseres risikoen ved utlån til rederiet, fordi hver bank kun er ansvarlig for sin del av lånet og har dermed mulighet til å eksponere seg mot andre shipping prosjekter.

I følge Ragnar Nielsen i Masterbulk og Espen Bjelland i Odfjell ASA, har begge rederier endret lånestrukturen sin i løpet av 90-tallet. Som et resultat av solid inntjening og bedret egenkapital har rederiene tatt opp corporate-lån istedenfor pantelån. Begge selskapet stiller dermed balansen som sikkerhet for lånene og har gradvis oppnådd bedre marginer på sine lån. Fordelen med en "revolving credit" fasilitet, er at den delen av lånet som er tilbakebetalt kan trekkes opp igjen i låneperioden. Dette gjorde Masterbulk ved de fire skipene de nå har under bygging.

Reduserte marginer på corporate-lån var en tendens på midten av 90-tallet. Da fikk Odfjell ASA innvilget et usikret lån på USD 400 millioner av Chase Manhattan (tidligere Chemical Bank) og hvor marginen kun var 40 basis punkter over LIBOR. I likhet med Odfjell ASA, reiste Bergesen d.y. ASA en "revolving credit" fasilitet (jfr. avsnitt 4.6.4 og vedlegg 1) på USD 500 millioner og hvor marginen lå i området 30 til 35 basis punkter over LIBOR (Stokes 1997). I denne perioden var det stor konkurranse blant bankene, noe som blant annet resulterte i lavere marginer. Masterbulk har i likhet med Odfjell ASA tatt en opp usikret "revolving credit" fasilitet på hele flåten sin og løpetiden er 7 år. I følge Ragnar Nielsen har fasiliteten en gunstig nedbetaling og en svært gunstig margin. I følge Tom E. Jepsen har det ikke latt seg gjøre for Frontline Ltd. å oppnå denne typen corporate-lån. Rederiet har en høy belåningsgrad på skipene. Samtidig mener bankene at Frontline Ltd. har en altfor høy risikoeksponering da alle skipene er i spotmarkedet. Som tidligere nevnt (jfr. avsnitt 4.2) er reders tilbakebetalingsevne en sentral faktor når bankene vurderer reders lønnsomhet og soliditet. Når Frontline Ltd. har store deler av sine skip i spotmarkedet vil tilbakebetalingsevnen til rederiet være svært avhengig av ratenivået i spotmarkedet. I midten av 1999 var ratenivået i spotmarkedet til et moderne VLCC skip USD 18.000 til 23.000 dagen (R.S. Platou). Ratenivået i september 2000 var USD 60.000 til 70.000 dollar dagen (R.S. Platou) for samme type skip. Vurdert opp mot disse svingningene i spotmarkedet er det klart at Frontline Ltd. sin tilbakebetalingsevne er forbundet med høy risiko. I samme periode har også skipsverdiene variert voldsomt. Det er derfor forståelig at bankene ikke ønsker å låne på usikret basis til Frontline Ltd.

Det sentrale spørsmålet blir da om finansieringen av skipene avhenger av hvilket segment et rederi opererer i. For Frontline Ltd. sin del er rederiet posisjonert i et marked preget av fullkommen konkurranse og transport av olje karakteriseres som "commodity shipping" (Wijnolst/Wergeland 1996 : 300). Dette markedet er preget av mange tilbydere, få stordriftsfordeler i flåten, homogen service, likvid annenhåndsmarked og liten kundekontakt (Wijnolst/Wergeland 1996 : 300). Som tidligere nevnt (jfr. avsnitt 4.2.1) vurderer blant annet lånegivere konkurransen i det markedet låntager opererer i og har derfor betydning for hvilket type lån som innvilges. Frontline Ltd. som har nesten alle sine skip i spotmarkedet har derfor en særdeles høy risiko med tanke på inntjening og kan kanskje ha betydning for finansieringen av skipene. Denne risikoen kan trolig være en årsak til at rederiet ikke per dags dato får innvilget et corporate-lån

og dermed lavere marginer. Frontline Ltd. har derimot vært en pådriver når det gjelder konsolidering av tankmarkedet via VLCC-poolen Tankers International og Suezmax samarbeidet Alliance Chartering. Om rederiet vil klare å oppnå noen markedsrett i sine respektive markeder er fremdeles uvisst. Men dersom hele tankmarkedet blir bestående av færre aktører og Frontline Ltd. inngår langsiktige time charter kontrakter vil bankene trolig kunne endre sitt syn på om Frontline Ltd. og dermed få innvilget corporate-lån på usikret basis. En mulig konsekvens kan være reduserte marginer.

Odfjell ASA derimot er posisjonert i et marked preget av få tilbydere og transport av kjemikalier karakteriseres som "industry shipping" (Wijnolst/Wergeland 1996 : 300). Dette markedet er preget stordriftsfordeler i form av mange skip, spesialisert service, vanskelig annenhåndsmarkedet og tette kunderelasjoner (Wijnolst/Wergeland 1996 : 300). I tillegg eier Odfjell ASA en rekke terminaler world wide og transportselskaper på land. Kjemikalie markedet er dessuten preget av langsiktige kontrakter og dette reduserer selvsagt risikoeksponeringen til selskapet. Dette kan være en årsak til at Odfjell ASA får innvilget usikrede corporate-lån og som hovedsakelig resulterer i lavere marginer. Odfjell ASA tok for eksempel opp et usikret lån på USD 245 millioner når rederiet kjøpte Seachem Tankers og marginen på lånet var da kun 0,70. Til sammenligning oppnådde Frontline Ltd. en margin på 1,20 (verdijustert egenkapital var vel 37% per 30.06.2000 i følge Tom E. Jepsen) ved pantelånet som ble tatt opp ved finansieringen av tre skip i oktober 2000. Forskjellen på 50 basis punkter er nok påvirket av at de to rederiene opererer i to vidt forskjellige markeder, samtidig som at Odfjell ASA har inngått lange kontrakter med sine kunder. På den måten vet bankene at Odfjell ASA har sikret store deler av sine inntekter i framtiden og belønner rederiet med lavere margin.

OHBC markedet som Masterbulk opererer i er også preget av få tilbydere og denne typen bulk transport kan karakteriseres som "special shipping" (Wijnolst/Wergeland 1996 : 300). Dette markedet kjennetegnes med få tilbydere, få stordriftsfordeler, spesialisert service, dårlig annenhåndsmarked og direkte kundekontakt (Wijnolst/Wergeland 1996 : 300). Ragnar Nielsen understreket at "revolving credit" fasiliteten hadde en svært gunstig margin, sammenlignet med marginene på pantelånene Masterbulk tidligere hadde. Til tross for at marginen ikke er tilgjengelig, kan dette tyde på at markedssegmentet som Masterbulk opererer blir vurdert som mindre risikofullt

sammenlignet med markedet for transport av olje. Og at lånegiverne derfor er villig til å tilby et usikret corporate-lån.

Det bør poengteres at vurderingene ovenfor ikke nødvendigvis trenger å materialisere seg i lavere margin, men at markedssegmentet kan påvirke en lånegivers vurdering når lån innvilges. Det er selvsagt andre faktorer som har betydning for hvilke lånebetingelser et rederi oppnår og dette trenger kun å være en faktor som påvirker lånegivers avgjørelse. Både Odfjell ASA og Frontline Ltd. er USD basert og rederiene bruker swapper for å redusere den finansielle risikoen. Dette selvsagt faktorer som bankene verdsetter når lån innvilges og som kan resultere i bedre betingelse.

Som tidligere beskrevet benyttet Odfjell ASA børsen for å finansiere oppkjøpet av Seachem Tankers. Det gjorde også rederiet når det kjøpte Westfal-Larsen sin kjemikalieflåte i 1989. Men i følge Espen Bjelland, er det kun de to gangene rederiet har benyttet seg av aksjemarkedet for å finansiere kjøp av skip. Rederiet har hatt en rimelig solid inntjening det siste ti årene og rederiet har derfor hentet egenkapital direkte fra driften når rederiet har kjøpt skip. Frontline Ltd. har derimot brukt børsen svært ofte når rederiet har kontrahert nye skip eller ved kjøp av secondhand skip. Frontline Ltd. har i perioden november 1996 til mai 2000 foretatt rettede emisjoner til en verdi av USD 263,5 millioner og samtlige utstedte aksjer er blitt brukt som egenkapital-finansiering. En grunnene til at Frontline Ltd. ikke har kunnet finansiere skip med midler direkte fra driften, er at tankmarkedet var svært dårlig på slutten av 90-tallet og at rederiet på den måten ikke kunne innhente egenkapital i form av inntjening direkte fra driften. Rederiet hadde også i samme periode nesten alle skipene i spotmarkedet og inntjeningen dekket i følge Tom E. Jebsen nesten ikke driftkostnadene. Men ettersom tankmarkedet har utviklet seg svært godt i løpet av 1999 og 2000, påpeker Tom E. Jebsen at selskapet nå finansierer egenkapitalen ved kjøp av skip med inntekter direkte fra driften. Oppgjøret til kreditorene i GOGL dekkes blant annet fra inntjeningen, samt at det skal foretas en rettet emisjon mot noen av kreditorene til GOGL.

Frontline Ltd. har også benyttet mezzanine finansiering (jfr. avsnitt 2.4). Dette er en finansieringstype som har prioritet mellom egenkapitalen og førsteprioritets pantelån. Finansiering ble benyttet i en periode hvor Frontline Ltd. sin finansielle stilling var

dårlig og er en type finansieringsform som kan medføre en høyre margin sammenlignet med pantelån eller corporate-lån. I følge Rolf Westfal-Larsen har rederiet liten erfaring med mezzaninelån, fordi rederiet anser dette som en fordyrende toppfinansiering. Det man ser klart i denne sammenheng, er at rederier som har en relativt dårlig inntjening benytter seg av andre finansieringskilder sammenlignet med rederier som har en jevn inntjening som et resultat av langsiktige kontrakter og opererer i et marked med liten konkurranse. Frontline Ltd. har nesten hele sin flåte i spotmarkedet, mens Masterbulk og Odfjell ASA har inngått langsiktige kontrakter med sine kunder. Dessuten opererer Masterbulk og Odfjell ASA i markeder hvor det er få aktører på tilbudssiden, mens segmentet som Frontline Ltd. opererer i er karakterisert ved fullkommen konkurranse. Det som taler til fordel å ha hele flåten i spotmarkedet er at når markedet går bra, så utvikler aksjekursen seg i meget positivt for et børsnotert rederi. Aksjekursen til Frontline Ltd. har økt med nesten 300% i perioden oktober 1999 til oktober 2000 (Dagens Næringsliv 12 oktober 2000). Dette har dessuten bidratt til at Frontline Ltd. har kunnet foreta rettede emisjoner ved kjøp av skip og derfor ikke har behov for å benytte seg av dyr mezzanine finansiering.

Når en sammenligner hvordan de tre rederiene tradisjonelt har finansiert seg, utpeker Frontline Ltd. seg når det gjelder formene for finansiering. På grunn av Frontline Ltd. sin forholdsvis dårlig finansielle stilling i perioden 1997 til 1998, har ledelsen i rederiet til enhver tid utarbeidet ulike typer finansiering i form av verftskreditter, mezzaninelån, "sale leaseback" avtaler (jfr. avsnitt 2.3.3 og 7.3), subordinert lån fra hovedaksjonær Metrogas Holding (eiet av John Fredriksen). Sammenlignet med Odfjell ASA og Masterbulk som hovedsakelig benytter corporate-lån, kan det tyde på at Frontline Ltd. har høyere lånekostnader i form av høyere margin, fordi rederiet har vært gjennom en periode hvor tankmarkedet har vært svært dårlig.

8.4 Finansiering av tonnasje etter direkteinvesteringer i utlandet

Da Odfjell Tankers Asia kontraherte fire nye kjemikalietankere med levering i perioden januar til oktober 1999, ble fremmedkapitalen finansiert med førsteprioritets pantelån. Det interessante med denne gjeldsfinansieringen er at Odfjell Tankers Asia finansierte skipene med pantelån, i motsetning til morselskapet Odfjell ASA, som siden midten på 90-tallet kun har benyttet seg av usikrede corporate-lån. En mulig årsak til at skipene ble finansiert med pantelån kan være at Odfjell Tankers Asia kun eier disse fire

avanserte kjemikalieskipene og har dermed ikke tilsvarende sikkerhet i balanse som morselskapet Odfjell ASA. I følge Espen Bjelland, kunne selvsagt morselskapet Odfjell ASA tatt opp lånet og stilt balansen sin som sikkerhet. Men for at Odfjell Tankers skulle dra nytte AIS-ordningen ble lånene tatt opp i internasjonale banker i Singapore. Som en følge av dette, ble det derfor tatt opp pantelån ved finansiering av skipene.

Masterbulk hadde pantelån på alle sine skip når rederiet etablerte seg i Singapore. Masterbulk har derimot omgjort alle de enkeltstående pantelån til en ”revolving credit” fasilitet (jfr. avsnitt 4.6.4 og vedlegg 1) med løpetid på 7 år. Da fasiliteten ble tatt opp fikk rederiet mulighet til å utvide rammen på lånet og har derfor inkludert fire skip som rederiet nå har under bygging. I følge Ragnar Nielsen endret ikke Masterbulk lånefinansieringen sin fra pantelån til corporate-lån, som en følge av at de etablerte seg i Singapore. Årsaken var at rederiet å ønsket redusere lånekostnadene og dette har rederiet klart ved å inngå en låneavtale med ”revolving credit”.

Når det gjelder de to ovenfornevnte rederiene har begge selskaper foretatt en endring av finansieringskilde som følge av at de etablerte seg i Singapore. Både Masterbulk og Odfjell Tankers Asia har tatt opp lån i datterselskaper av internasjonale banker i Singapore. Dersom rentekostnadene på lån betales direkte fra Singapore til en utenlandsk bank som ikke har datterselskap i Singapore, blir selskapene belastet med ”WITH-HOLDING TAX” på rentene som betales på lån (jfr. avsnitt 5.3). Det vil si en tilleggskostnad på det allerede eksisterende rentenivået. I følge Ragnar Nielsen i Masterbulk, er det derfor et insentiv til å arrangere låner via en Singapore bank, hvor slike tilleggskostnader ikke påløper. Denne avgiften utgjorde for Masterbulk sin del 26-28% da rederiet etablerte seg i Singapore i 1995, men er i ettertid redusert med 10 prosent poeng som en følge av at deler av lånene til rederiet er tatt opp i datterbanker av internasjonale banker i Singapore. Dersom ikke Masterbulk hadde foretatt denne endringen ville rentekostnadene vært betydelig høyere, noe som selvsagt er hadde vært ufordelaktig for rederiet. Singapore myndighetene har derfor klart å vri internasjonal fremmedkapital til Singapore, som et resultat av denne avgiften på rentene. Denne importavgiften på lånekapital kan også slå uheldig ut for et rederi som Masterbulk. Som tidligere nevnt har Masterbulk tatt opp lån hos banker i Singapore, men rederiet har også fått tilført fremmedkapital i form av et subordinert lån fra Westfal-Larsen i Bergen. Når Masterbulk kun har redusert avgiften på rentene med 10 prosentpoeng, kan dette tyde på

at det subordinere lånet fra Westfal-Larsen blir belastet med ”WITH-HOLDING TAX”. Jeg har ikke fått bekreftet dette fra Masterbulk, men kan være en årsak til at rederiet fremdeles betaler vel 15% ”WITH-HOLDING TAX”. En annen årsak kan selvsagt være at Masterbulk har tatt opp lån i en internasjonal bank som ikke har datterselskap i Singapore. For Odfjell Tankers Asia sin del, ble lånene tatt opp i Singapore når de fire skipene ble finansiert og har derfor ikke blitt berørt av denne avgiften.

Et annet moment som er sentralt å vurdere er kravene som myndighetene i Singapore stiller for at rederier skal bli omfattet AIS-ordningen. Som tidligere beskrevet (jfr. avsnitt 5.4) garanterer AIS-ordningen 10 års skattefrihet for godkjente rederiselskaper. Dette kan beløpe seg til store summer for rederiene og et av kravene som stilles er at rederiene må bruke 4 millioner Singapore dollar per år. Både Masterbulk og Odfjell Tankers Asia har tatt opp lån i Singapore og har ingen problemer med å tilfredsstille dette kravet. Dette kravet dekkes uproblematisk via avdrag og renter som betales på lånene til de to rederiene. I følge Ragnar Nielsen er de eksterne virkningene til dette kravet av større betydning. Som en konsekvens av at rederiene tar opp lån i lokale banker øker shipping-kompetansen blant de ansatte og dette bidrar til at de blir med profesjonelle i forhold til rederiene. Dette samsvarer også med noen av målene til The Ministry of Trade and Industry (MTI) i Singapore. Blant annet har MTI som mål å forbedre arbeidskraftens kompetansenivå og utvikling av produksjons- og service klynger (Hauge/Stokke 1999). I dag opererer det mer en 600 rederier med utgangspunkt i Singapore og disse betjener vel 800 havner rundt om i verden. Havnen i Singapore har årlig mer enn 80.000 skipsanløp. Singapore har også blitt et knutepunkt for maritim reparasjonsindustri, og landet er i dag ledende i regionen på reparasjoner og ombygging av skip, samt annet maritimt utstyr. Landet har verdens største reparasjonsverft med en dokkingskapasitet på over 3 millioner dødvektstonn og årlig er mer enn 1600 fartøy inne til reparasjon eller ombygging (Internettssidene til MTI og Hauge/Stokke 1999). De eksterne virkingene av AIS-ordningen, tyder i hvert fall på at Singapore har lykket med å tiltrekke seg maritime klynger og at de ulike kravene i ordningen bidrar til at den lokale shipping-kompetansen stadig øker.

Etter å ha analysert forholdene til Masterbulk og Odfjell Tankers Asia i Singapore, vil jeg nå ta for meg rederiet Frontline Ltd. og vurdere om rederiet eventuelt har endret finansieringen av tonnasje etter direkteinvesteringen. Grunnen til at jeg ikke har trukket

inn Frontline Ltd. så langt i dette avsnittet, er fordi rederiet foretok sin direkte utenlandsinvestering i form av et oppkjøp av obligasjonslånet til GOGL. Rederiet har via oppkjøpet av obligasjonslånet fått indirekte kontrollen over en flåte på 23 skip. Oppkjøpet av obligasjonslånet har således ikke ført til at rederiet har etablert seg i et annet land, slik som Westfal-Larsen/Masterbulk og Odfjell Tankers Asia har gjort.

Frontline Ltd. kjøpte tre skip i begynnelsen av oktober 2000 (avsnitt 7.4). Disse skipene ble finansiert med et USD 100 millioner pantelån og egenkapital var vel 30% ved denne investeringen. Egenkapitalen til investeringen er finansiert direkte fra driften av skipene. Dette tyder på at Frontline Ltd. fortsetter med å finansiere skip med pantelån og at de ikke benytter usikrede corporate-lån, i motsetning til Odfjell ASA og Masterbulk.

Det som imidlertid er interessant, er om Frontline Ltd. vil bli påvirket av oppkjøpet av obligasjonslånet til GOGL. I følge Tom E. Jebsen kan finansieringsstrukturen til GOGL muligens påvirke Frontline Ltd. i framtiden (jfr. avsnitt 7.4). GOGL er et holdingselskap registrert i Liberia. Dette holdingsselskapet eier igjen Liberia selskapene Channel Rose Holdings Inc. (eier av de 10 bulk skipene) og Golden Ocean Tankers Ltd. (eier av de 13 tankskipene). Samtlige av disse skipene er igjen etablert i 23 enkeltstående selskaper. Finansieringsstrukturen til disse selskapene er særdeles komplekse, men som vist i avsnitt 7.4., er kun 11 av skipene fullstendig konsolidert inn i balansen til GOGL og dette samsvarer hovedsakelig med Frontline Ltd. finansieringsstruktur. Det er også en likhet mellom GOGL og Frontline Ltd. når det gjelder "off balance sheet" finansiering i form av "sale leaseback" avtaler, med opsjon på å kjøpe tilbake skipene etter et vist antall år. Men GOGL har også 7 skip som er "off balance sheet" finansiert i form av operasjonell leasing og hvor kun egenkapitalen inngår i balansen til GOGL. I tillegg er disse skipene kun eiet 50 av GOGL og kompliserer dermed finansieringsstrukturen. Dette er forhold som i framtiden kan medføre at Frontline Ltd. sin finansieringsstruktur vil bli endret. Men ettersom Frontline Ltd. fikk indirekte kontroll over disse skipene så sent som i oktober 2000, er det vanskelig å konstantere dette på det nåværende tidspunkt. Det som imidlertid er sikkert er at Frontline Ltd. er et fullstendig USD basert selskap, i motsetning til GOGL som har gjeld både i USD og YEN. Yen lånene til GOGL er tatt opp i japanske banker og dette vil være helt nytt for Frontline Ltd., som så langt kun har benyttet seg av amerikanske, nederlandske, tyske, britiske, franske og norske banker. Hvorvidt Frontline Ltd. vil

overføre lånene til GOGL til europeiske banker er usikkert, men Frontline Ltd. vil ikke være tjent med å øke sin finansielle risiko som et resultat av YEN eksponering. Rederiet har i dag alle lån i USD, samt at 45% av lånene er sikret med swapper (Årsrapporten 1999).

En ser her at Frontline Ltd. via et oppkjøp av obligasjonslånet indirekte får utvidet sine finansieringskilder fordi rederiet kjøpte obligasjonslånet til GOGL. Masterbulk og Odfjell Tankers har på sin side anvendt datterbanker av internasjonale banker i Singapore. Resultatet av dette er at de tre rederiene har opparbeidet seg nye kontakter vedrørende bankforbindelser. Dette som en konsekvens av at de har foretatt utenlandske direkteinvesteringer.

Etter å ha diskutert eventuelle finansielle endringer hos rederiene, som et resultat av at de har foretatt direkte utenlandsinvesteringer, oppstår det nå en interessant problemstilling. Har lokaliseringen av rederiene noen betydning for hvordan de tre har finansiert selskapene? Masterbulk og Odfjell Tankers Asia er lokalisert i Singapore, mens Frontline Ltd. er lokalisert i Norge (selv om rederiet formelt og juridisk er registrert på Bermuda). Likheten mellom finansieringen av de fire nybyggene til Odfjell Tankers Asia som ble levert 1999 og de tre skipene som Frontline Ltd. kjøpte i oktober 2000 er rimelig identisk. Odfjell Tankers Asia kjøpte skipene for USD 83 millioner (Odfjells Årsrapport 1999) og finansierte disse lånene med førsteprioritets pantelån og det samme gjorde Frontline Ltd. Egenkapitalandelen ved prosjektene var vel 30% og er rimelig identiske. Forskjellen ligger derimot på hvilke banker som ble benyttet. Odfjell Tankers Asia benyttet seg av Internationale Nerderlanden Group Singapore (ING), Citibank Singapore og DnB Singapore. Dette ble gjort for å slippe "WITH-HOLDING TAX" på rentene. Frontline Ltd. benyttet Fortis Bank (Nederland) og DnB Oslo. Det interessante med denne illustrasjonen, er at begge selskaper likevel finansierte skipene via to nederlandske banker (ING og Fortis Bank) og at DnB ble benyttet ved begge transaksjonene. Forskjellen ligger kun på lokaliseringen av bankene.

Når det gjelder Masterbulk, så hadde de også pantelån på skipene når de etablerte seg i Singapore. De har som tidligere beskrevet endret låneporteføljen til en "revolving credit" fasilitet. Denne form for termin lån (jfr. avsnitt 4.6.4) gir rederiet mulighet til å tilbakebetale et lån ved salg av et skip og deretter bruke "revolving facilities" ved kjøp

av et nytt skip. Det var denne muligheten rederiet ønsket å ha og omdannet derfor de ordinære pantelånene til en ”revolving credit” fasilitet. På denne måten skiller rederiet seg ut fra rederiene Odfjell Tankers Asia og Frontline Ltd., men i følge Ragnar Nielsen hadde ikke lokaliseringen av rederiet noe å si for at fasiliteten ble tatt opp.

8.5 Oppsummering

Ved denne sammenligningen har jeg prøvd å belyse hvordan Masterbulk, Odfjell ASA og Frontline Ltd. har finansiert sine direkte utenlandsinvesteringer, hvordan de tradisjonelt har finansiert tonnasjen og hvordan rederiene har finansiert tonnasjen etter at den direkte utenlandsinvesteringen var gjennomført. Jeg har lagt vekt på likheter og ulikheter mellom de tre rederienes finansiering av tonnasjen og spesielt analysert om markedet rederiene opererer i har betydning for finansiering. Avslutningsvis vurderte jeg om lokaliseringen av rederiene har hatt betydning for valg av finansiering av skip.

Samtlige rederier har tradisjonelt benyttet seg av førsteprioritets pantelån. Frontline Ltd. har benyttet seg av denne formen for finansiering både før og etter at investeringen i utlandet var gjennomført. Odfjell ASA og Masterbulk derimot, har endret lånestrukturen sin fra pantelån over til ”revolving credit” fasiliteter. Denne hovedforskjellen kan muligens forklares med at selskapene opererer i ulike markeder og at bankene analyserer hvilken markedsform et rederi er i før det bevilges lån

Odfjell ASA og Frontline Ltd. er to børsnoterte rederier og har derfor brukt børsen som et egenkapital instrument. Forskjellen mellom disse to rederiene er at Odfjell ASA kun har gjennomført rettede emisjoner når de har kjøpt opp andre rederier, mens Frontline Ltd. bruker børsen både ved kjøp av skip og ved oppkjøp. Odfjell ASA har så langt skaffet til veie egenkapitalen direkte fra inntjeningen når rederiet har kjøpt skip. Masterbulk som er et privat eiet rederi, har ikke tilgangen til aksjemarkedet og er derfor ikke et alternativ for rederiet ved finansiering av skip.

Frontline Ltd. peker seg også ut blant de tre rederiene med tanke på finansieringen av skip. Grunnen til dette er at rederiet har vært innen i en meget dårlig inntjeningsperiode på slutten av 90-tallet. Dette har bidratt til at rederiet har benyttet seg av mezzanine finansiering, verftskreditter, subordinert lån fra hovedaksjonæren og ”sale leaseback”

avtaler. De to andre rederiene har stor sett klart seg med få typer finansiering og har brukt inntjeningen fra driften som egenkapital ved kjøp av skip.

Det virker som at lokalisering av de tre rederiene ikke har hatt stor betydning med tanke på hvilken type finansiering som er blitt brukt når skip er kjøpt. Eneste vesentlige konsekvensen er at Masterbulk og Odfjell Tankers Asia har benyttet lokale banker i Singapore på grunn av "WITH-HOLDING TAX" på lånekapital fra utlandet. Frontline Ltd. har ikke hatt denne begrensningen. Dessuten bør det påpekes at Frontline Ltd. kan bli påvirket både finansielt og via valutaeksponering, som et resultat av oppkjøpet av GOGL.

Med dette som grunnlag virker det som at den direkte utenlandsinvesteringen ikke har hatt den helt store betydningen for valg av finansiering. Det virker mer sannsynlig at finansieringen er påvirket konkurranseforholdene i markedene rederiene opererer i, og som derfor påvirker tilbakebetalingsevnen. Dessuten er det rimelig sentralt at kapitalmarkedene er internasjonale og det viktigste for rederiene er at kapitalen er tilgjengelig i markedet.

9 VEDLEGG¹¹

9.1 Vedlegg 1: Revolving credit facility

**MAIN TERMS AND CONDITIONS OF A
USD 25 MILLION REVOLVING CREDIT FACILITY**

BORROWER:	XX
TYPE OF FACILITY:	Revolving credit facility (Facility).
PURPOSE:	For working capital purposes.
ARRANGER:	Den norske Bank ASA.
AGENT:	Den norske Bank ASA.
UNDERWRITING:	The Arranger.
LENDERS:	The Arranger with the right to syndicate parts of the Facility to one other financial institution subject to the Borrower's approval. Such consent not to be unreasonably withheld.
FACILITY AMOUNT:	USD xx million.
DRAWDOWN:	To be drawn at any time during the tenor of the Facility for working capital purposes. No more than five (5) tranches to be outstanding at any time.

¹¹ Kilde: DnB Shipping, Bergen

TENOR:	xx years from signing of the loan documentation, however, no later than xx June 2004.
REPAYMENT:	The outstanding commitment under the Facility to be repaid in one payment at maturity date.
PREPAYMENT:	Permitted in whole or in parts on any interest payment date. Any amount prepaid can be redrawn.
CANCELLATION:	The Borrower may, upon ten business days' written notice, permanently cancel the whole or part of the undrawn commitment under the Facility in minimum amounts of USD xx million up to the Amount. Any amount cancelled may not be redrawn.
SECURITY:	<p>-First and/or second priority mortgage for the loan amount plus 10%, interest and cost (including assignment of insurances and earnings) on (The Vessels).</p> <p>-In case of second priority mortgage on the Vessels, the Borrower will have to supply an acceptable coordination agreement with the first priority Lender(s).</p> <p>-The mortgages to be established upon signing of the loan documentation.</p>
INTEREST:	<p>LIBOR + 0.65% p.a., year 1 - 3.</p> <p>LIBOR + 0.75% p.a., year 4 - 5.</p>
INTEREST PERIODS:	1, 3, or 6 months or any other period as agreed between the Borrower and the Lenders.
ARRANGEMENT FEE:	0.10% of the Facility amount, payable to the Arranger upon signing of the loan documentation, and an

additional 0.10% of the Facility amount, payable to the Arranger at first Drawdown, however, no later than 12 months after signing of the loan documentation, or if the Facility is cancelled earlier, on the cancellation date.

COMMITMENT FEE: 0.25% p.a. of the undrawn of the committed Facility Amount, payable semi-annually in arrears from acceptance of the term sheet until final maturity.

Conditions Precedent to Drawdown are to include but not be limited to:

- The corporate structure of the Borrower to be acceptable to the Lender(s). The Lender(s) to receive all pertinent information in order for the Lender(s) to make any relevant assessment.
- The loan documentation is to be acceptable to the Lender(s) in form and content.
- All pertinent corporate documents and agreements, commercial and technical management agreements and any charter party/pool agreements, all insurances and any other relevant documents are to be acceptable to the Lender(s) in form and content.

Financial Covenants:

- The Borrower shall, on a consolidated basis, at any time during the Tenor of the Facility, maintain a liquidity of minimum USD xx million. Liquidity to be defined as the sum of cash and shareholdings, bonds and other easily marketable securities.

Other Covenants and/or Events of Default Clauses are to include but not be limited to:

- Cross default to all other loans and liabilities of the Borrower.

- The mortgaged Vessels to have the highest class in DNV, Lloyd's or other classification society acceptable to the Lender(s).
- Class and flag to be acceptable to the Lender(s).
- No further mortgages to be registered on the Vessels, without the prior written consent of the Lender(s). Such consent not to be unreasonably withheld.
- The Vessels shall be insured on terms and with insurance companies acceptable to the Lenders.
- Any change of ownership in xx AS, which may reduce the xx stake to less than xx % require the prior written consent of the Lender(s).
- Audited annual report including balance sheet, profit and loss statement and cash flow analysis of the Borrower to be submitted to the Lender(s) no later than 180 days after the end of the fiscal year. In addition to any other financial information the Lender(s) may reasonably request, including but not limited to cash flow forecasts on a successive 12-months basis from the Borrower, specified on each Vessel, submitted within 30 days from the end of each fiscal year.
- All "out-of pocket" expenses, including internal and external legal and collateral fees and costs to be for the Borrower's account.

Loan Documentation:

- The Facility will be evidenced by a loan agreement, and such other agreements deemed necessary by the Lenders and governed by Norwegian law and/or such other law as the Agent deems advisable, containing clauses now standard in eurocurrency loan agreements.

9.2 Vedlegg 2:Term loan to finance newbuilding

TERM LOAN TO FINANCE NEWBULIDING NO
--

BORROWER:	XX
LENDER:	Den norske Bank ASA.
TYPE OF LOAN:	Term Loan (The Loan).
PURPOSE:	To finance the newbuilding xx to be delivered from xx in xx to December year xx (The Vessel).
AMOUNT:	Up to USD xx million, maximum 60 % of cost price.
DRAWDOWN DATE:	The Loan to be drawn on delivery date for the Vessel, but not later than 31.12.1999.
TENOR:	Final maturity occurs 12 years after the Drawdown date.
REPAYMENT:	<p>The Loan to be repaid by 24 semi-annual instalments, based on a loan profile of 15 years. The first instalment is falling due 6 months after the first Drawdown. The balloon including all amounts outstanding, is due together with the last instalment.</p> <p>The Borrower may postpone up to four instalments. This does not apply to the four first instalments. Postponed instalments to be repaid together with the last instalment.</p>

PREPAYMENT: Permitted in whole or in multiples of an instalment at interest payment dates.

SECURITY:

- First priority mortgage on the Vessel for the Loan Amount plus 10 %, interest and costs.

- First priority assignment of the Vessel's earnings and insurances.

INTEREST: LIBOR + 0.50 % p.a.

INTEREST PERIODS: 1, 3, 6 or 12 months or any other period as agreed between the Borrower and the Lender.

ARRANGEMENT FEE: 0.15 % of the Loan Amount, payable to the Lender upon signing of the loan documentation.

COMMITMENT FEE: 0.20 % p.a. of the committed Loan Amount. The fee is payable semi-annually in arrears from acceptance of the offer until Drawdown date.

Conditions Precedent to Drawdown are to include but not be limited to:

- The corporate structure and financial condition of the Borrower to be acceptable to the Lender. The Lender to receive all necessary information in order for the Lender to make any relevant assessment.
- The loan documentation to be in form and content acceptable to the Lender.
- All necessary corporate documents and agreements, commercial and technical management agreements and any charter party/pool agreements, all insurances and any other relevant documents to be in form and content acceptable to the Lender.

Financial Covenants:

- The Borrower shall, on a consolidated basis, at any time during the tenor of the Loan maintain a liquidity of minimum USD xx. Liquidity to be defined as the sum of cash and shares of stock, bonds and other easily marketable securities.

Other Covenants and/or Events of Default Clauses are to include but not be limited to:

- The mortgaged Vessel shall be nominated to xx for a period of minimum the term of the Loan.
- Cross default to all other loans and liabilities of the Borrower.
- The mortgaged Vessel to have highest class in DnV, Lloyd's or other classification society acceptable to the Lender.
- No change of class or flag without the prior written consent of the Lender.
- No further mortgages to be registered over the Vessel without the prior written consent of the Lender. Such consent not to be unreasonable withheld.
- The Vessel shall be insured on terms and with insurance companies acceptable to the Lender.
- Change of ownership in xx, which may reduce the xx ownership to less than xx % require the prior written consent of the Lender.
- Audited annual report including balance sheet and profit and loss statement and cash flow analysis of the Borrower to be submitted to the Lender not later than 180 days after the end of the fiscal year. In addition to any other financial information the Lender may reasonably request, including but not limited to cash flow forecasts on a successive 12 months basis from the Borrower, specified on each vessels, submitted within 30 days from the end of each fiscal year.
- All "out-of-pocket" expenses, including internal and external legal and collateral fees and costs to be for the Borrower's account.

Loan Documentation:

- The Facility will be evidenced by a loan agreement, and such other agreements deemed necessary by the Lender and governed by Norwegian law and/or such other law as the Lender deems advisable, containing clauses now standard in eurocurrency loan agreements.

10 LITTERATURLISTE

Bodie, Z., Kane, A. og Marcus, A J. *Investments* (Fourth edition, 1999), Singapore, Irwin/McGraw-Hill

Boye, Knut. *Finansielle Emner* (10 utgave, 1996), Oslo, Cappelen Akademiske Forlag AS

Dagens Næringsliv: Diverse artikler 1999/2000

EØS-avtalens bestemmelser om offentlig støtte til skipsbyggingsindustrien av 19. mars 1999

Frontline Ltd., *Annual Reports 1997 to 1999*

Hauge, M.A. og Stokke, E. *Norske rederiers multinasjonalt virksomhet* (1999), SNF-prosjekt nr. 1065

Isachsen, F. *Crude oil shipping* (1992), SNF-rapport 51/92

Kinserdal, Arne. *Finansregnskapet med analyse* (Del 1, 9. utgave 1994), Oslo, Bedriftsøkonomisk Forlag

Odfjell ASA, *Årsrapporter 1995 til 1999*

OECD-avtalen, Annex I, *Sector understanding on export credits for ships*

Star Shipping, *Annual Report 1994*

Stokes, P. *Ship Finance* (Second edition, 1997), London, LLP Limited

Stokseth, B. *Open-Hatch Bulk Shipping* (1992), SNF-rapport 56/92

Stopford, M. *Maritime Economics* (Second edition, 1997), London, TJ International Ltd

Trade Winds: Diverse artikler 1999/2000

Wijnolst, N. og Wergeland, T. *Shipping* (1996), Delft University Press

Østensjø, P. *Chemicals Shipping* (1992), SNF-rapport 53/92