

NORGES HANDELSHØYSKOLE
Bergen, våren 2006

Utredning i fordypnings-/spesialfagsområdet: Finans
Veileder: Førsteamanuensis Per Östberg

FJORD LINE -
OVERFØRINGER FRA AKSJONÆRENE TIL LEDELSEN

av
Esten Solem

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.

Forord

Jeg ønsket med denne oppgaven at den skulle bli noe mer enn bare en obligatorisk utredning. Jeg ville at den skulle symbolisere noe av den faglige kompetansen jeg opparbeidet i tiden min på Norges Handelshøyskole. Jeg har derfor lagt vekt på å gi den verdi for leseren utover det som forventes av selve utredningen.

Hovedutfordringen i arbeidet med oppgaven var at jeg ikke skrev for noen, men mot noen. Dette påvirket i stor grad informasjonstilgangen. Jeg måtte derfor basere mye av kildebruken på blant annet årsregnskaper, prospekter og pressemeldinger. Informasjonen jeg hentet ut fra disse kildene ble på en måte som puslespillbrikker som måtte settes sammen til et bilde. Det ble også en utfordring å strukturere oppgaven og gjøre den mest mulig leservennlig, siden saksforholdet var såpass uoversiktlig.

Teorien og de analytiske verktøyene som benyttes i oppgaven kan karakteriseres som relativt enkle og oversiktlige. Det ble likevel krevende å anvende disse på grunn av sakens kompleksitet.

Oppgaven er i all hovedsak basert på finansiell analyse. Det ligger ellers i oppgavens natur at en støter på problemstillinger innen Corporate Governance. Jeg har også valgt å ta med en juridisk vinkling. Jeg har for øvrig studert juss både ved Universitetet i Bergen og ved Norges Handelshøyskole.

Det er særlig tre personer som har hjulpet meg med denne oppgaven, og som jeg i den anledning ønsker å takke. Det er veilederen min Per Östberg som hadde troen på det jeg drev på med fra starten, i tillegg til at jeg har fått svært verdifulle innspill om utformingen av oppgaven underveis. Lars Kristian Solem introduserte meg for denne saken, mens Kari Wicklund Messel har hjulpet meg med korrekturlesing.

Sammendrag

Fjord Line bestemte seg for at de skulle lease MS Fjord Norway av KS Nordsjøferger, i stedet for å eie den selv. Overføringene fra Fjord Line til KS Nordsjøferger var nesten dobbelt så høye som det markedsleien skulle tilsi. Tre personer i ledelsen i daværende Fjord Line hadde eierinteresser i KS Nordsjøferger. Den viktigste kontrollmekanismen som skal forhindre at slikt skjer er aksjonærene. TFDS og Fjord1 som var hovedaksjonærer i Fjord Line reagerte ikke på dette. Representanter fra ledelsen i begge disse selskapene hadde imidlertid eierinteresser i KS Nordsjøferger.

Forord	2
Kapittel I: Innledning.....	4
Problemstilling	4
Oversikt	4
Kapittel II: De involverte selskapene.....	6
Fjord line (BNR)	6
TFDS - Troms Fylkes Dampskipselskap	6
Fjord1	7
KS Nordsjøferger	8
KS Bergensfjord.....	8
Kapittel III: Overføringer fra Fjord Line.....	9
Analyse av rentabilitet.....	11
Formler	11
Rentabilitet	11
Selskapene	13
Sammenligning.....	15
Leasingleien	16
Modell for beregning av leasingleie.....	16
Beregning av Leasingleie for KS Nordsjøferger.....	17
Kapittel IV: Overføringer til ledelsen i Fjord Line	19
Eiere i KS Nordsjøferger.....	19
Gjennomgang av rollene	22
Etableringen av KS Nordsjøferger	23
Etableringen av KS Bergensfjord.....	24
KS Nordsjøferger og KS Bergensfjord får aksjer i Fjord Line	24
Kapittel V: Kontrollmekanismene	25
Aksjonærene og samfunnet	25
Juss	28
Tunnelling	28
Selskapsloven (Inhabilitet).....	30
Straffeloven	30
Kapittel VI: Oppsummering og konklusjon	35
Kilder.....	39

Kapittel I: Innledning

Problemstilling

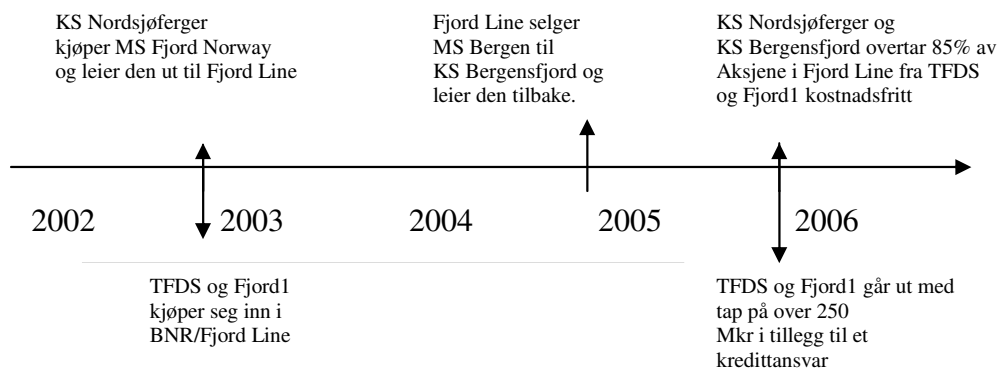
Undersøke om ledelsen i Fjord Line overførte verdier fra aksjonærene til seg selv.

Hovedaksjonærene i Fjord Line som var TFDS¹ og Fjord1 tapte investeringene sine i en periode hvor Fjord Line samlet sett gikk med regnskapsmessig overskudd.

Opgaven vil derfor undersøke om noen av disse pengene kan spores tilbake til ledelsen i Fjord Line.

Oversikt

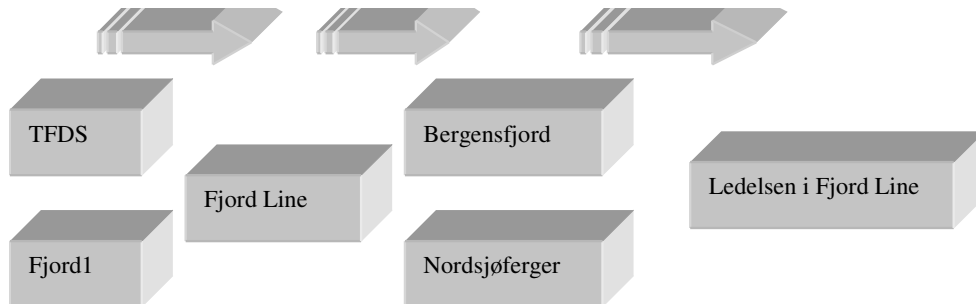
Nedenfor ser vi en kronologisk oversikt over de hendelsene som ligger til grunn for undersøkelsen.



Tidsrommet som undersøkes begynner i desember 2002. Da blir TFDS og Fjord1 hovedaksjonærer i Fjord Line. På samme tidspunkt velger Fjord Line å anskaffe MS Fjord Norway, som skal betjene Danmarkslinjen fra Bergen. Finansieringen blir ordnet ved at det nyopprettede KS Nordsjøferger kjøper MS Fjord Norway, mens Fjord Line inngår en leasingavtale med KS Nordsjøferger. I november 2004 selger Fjord Line MS Bergen til KS Bergensfjord, for så å leie skipet tilbake. Nesten ett år senere, i oktober 2005, gir både TFDS og Fjord1 bort aksjene sine uten vederlag til KS Nordsjøferger og KS Bergensfjord, i tillegg til at de påtar seg et kredittansvar. TFDS og Fjord1 har da tapt over 250Mkr på Fjord Line på under tre år. Disse tapene skjedde i en periode hvor Fjord Line gikk med regnskapsmessige overskudd.

¹ Troms Fylkes Dampskibsselskap

Kapittel 2, 3 og 4 analyserer pengestrømmen fra Fjord Line sine aksjonærer frem til ledelsen i Fjord Line, slik som det er skissert i figuren under.



Kapittel 2 vil gi en introduksjon av de involverte selskapene, i tillegg til at en ser på tapene TFDS og Fjord1 har hatt i Fjord Line. I neste kapittel ser en på de overføringene som ble gjort fra Fjord Line til sine skipseiende selskaper, Bergensfjord og Nordsjøferger.. Det blir også foretatt en sammenligning av rentabiliteten i forhold til lignende selskaper. Til slutt blir det foretatt en leasingteoretisk tilnærming av markedsleien som sammenlignes med de faktiske overføringene. I kapittel 4 vil ledelsen i Fjord Line sine eierinteresser i de skipseiende selskapene gjennomgå.

Kapittel 5 tar for seg kontrollmekanismene som skulle hindret denne typen overføringer. De samme overføringene ses også i lys av relevante rettskilder for å avdekke eventuelle lovbrudd.

I kapittel 6 knyttes trådene i oppgaven sammen i en oppsummering og konklusjon.

Kapittel II: De involverte selskapene

Fjord line (BNR)

Fjord Line AS ble stiftet i 1993 for å markedsføre og drifte den nyetablerte ruten fra Bergen til Danmark. Fjord Line var den gang et heleid datterselskap av Rutelaget Askøy-Bergen AS. I 1995 ble alle aksjene i Fjord Line kjøpt av BNR. I 1998 overtok Fjord Line i tillegg Englandsruten fra Bergen, med skipet MS Jupiter, mannskap og terminaler. Høsten 2001 solgte BNR all sin buss og ferjevirkksomhet, slik at Fjord Line ble stående igjen som *eneste* eiendel i selskapet. I november 2002 kjøpte Color Group ASA 59 % av aksjene BNR, i den hensikt å legge ned Fjord Line og overta rutene selv. Dette oppkjøpet ble imidlertid stoppet av Konkurransetilsynet, slik at TFDS og Fjord1 kunne overta den samme eierposten i desember 2002².

TFDS - Troms Fylkes Dampskipselskap

TFDS fusjonerte med OVDS³ 1. mars 2006 og heter i dag Hurtigruten Group ASA. TFDS hadde i 2002 hurtigruteskip, samt kollektivtransport i Troms, som sine viktigste forretningsområder⁴. De største eierne i TFDS ved utgangen av 2004 var Sparebanken Nord-Norge, Troms Kraft og Troms Fylkeskommune. Eierandelene hos disse var henholdsvis 17, 14 og 12 %. Resterende eiere var småaksjonærer⁵.

I desember 2002 kjøpte TFDS 39,7 % av aksjene i BNR (Fjord Line)⁶. I 2003 ble BNR fisjonert og oppløst med Fjord Line og TFDS som overtakende selskaper. Dette medførte at TFDS fikk aksjemajoritet i Fjord Line med 50,3 %⁷. Tapet for TFDS på investeringen i Fjord Line tilsvarer kjøpesummen for aksjene som var 148Mkr, i tillegg kommer 30Mkr i en nedskrivning på eierkreditt⁸. Dette utgjør til sammen 178Mkr i nominelle investeringsutlegg som gikk tapt da de gav bort aksjene sine.

² <http://www.fjordline.com/article.php?id=127&p=>

³ OVDS = Ofoten og Vesterålen Dampskipsselskap

⁴ http://www.tfds.no/no/default.aspx?sak=1215&side_id=2

⁵ ÅR TFDS04, N17 (ÅR = Årsregnskap, N = Note)

⁶ ÅR TFDS02, N5

⁷ ÅR TFDS02, styrets beretning

⁸ DR TFDS05, styrets rapport (DR = Delårsrapport)

TFDS hadde i 2003 og 2004 et resultat før skatt på henholdsvis 123Mkr og -93Mkr. Resultatet for 2005 forelå ikke da denne oppgaven ble skrevet. TFDS hadde såpass god drift på sin kjernevirksomhet at investeringen i Fjord Line fikk ingen katastrofale følger for aksjonærene.

Ved salget av aksjene i Fjord Line påtok TFDS seg også et *kredittansvar*. Dette bestod av to poster. For det første har TFDS gitt en garanti på inntil 6,1 millioner Euro til KS Nordsjøferger. Denne garantien er knyttet til MS Fjord Norway og vil aktiviseres dersom en realiserer skipet til under 28 millioner Euro⁹. Det antas imidlertid at denne garantien ikke er risikoutsatt, da skipets takstverdi ligger på mellom 42 og 45 millioner Euro¹⁰. For det andre har TFDS sammen med Fjord1 måtte kjøpe skipet MS Jupiter av Fjord Line for 65 Mkr. Dette fordi de hadde stilt garantier på lån til Fjord Line på inntil 51 Mkr¹¹. Det foreligger ikke informasjon om hvorvidt skipet er solgt videre, noe som gjør at det er vanskelig å kvantifisere eventuelle tap. Dette er imidlertid et kjøp, som uten disse omstendighetene, aldri ville ha funnet sted.

Fjord1

Fjord 1 ble stiftet i 2001 ved at Fylkesbåtane i Sogn og Fjordane fusjonerte med Møre og Romsdal Fylkesbåtar. Kjernevirksomheten i Fjord1 er, i likhet med TFDS, kollektiv transport, men da med geografisk fokus på fylkene Møre og Romsdal og Sogn og Fjordane. Selskapet er heleid av fylkeskommunene i de to fylkene¹². Anskaffelseskosten på Fjord1 sine aksjer i Fjord Line er oppgitt til 70 Mkr¹³. Bokførte tap ved salg av disse aksjene er imidlertid 84,7Mkr¹⁴.

Fjord1 hadde for 2003, 2004 og 2005 et resultat etter skatt på henholdsvis 91,4Mkr, 39,5Mkr og 32,4Mkr. Fjord1 har dermed også hele veien hatt god inntjening på sin kjernevirksomhet, slik at tapet i Fjord Line blir mindre synlig på resultatet.

Fjord1 kjøpte allerede i november 2000 ca 12 % av Fjord Line¹⁵. I desember 2002 økte andelen deres til 33 % ved at de konverterte obligasjoner til aksjer¹⁶. Ved å sammenholde Fjord1 sine regnskaper fra 02 og 03 ser en at fisjonen av BNR i 2003 førte til at Fjord1 fikk en like stor andel (33 %) av Fjord Line, som det de hadde i BNR. Fjord1 deltar også i det samme kredittansvaret som TFDS, men med en mindre andel. TFDS eier nå ca $\frac{3}{4}$ av MS Jupiter¹⁷, slik at det er rimelig å anta at Fjord1 eier de resterende $\frac{1}{4}$.

⁹ Pressemelding fra TFDS 28.10.05

¹⁰ DR TFDS05, styrets rapport

¹¹ DR TFDS05, styrets rapport

¹² <http://www.fjord1.no/default.asp?page=15>

¹³ ÅR F1-04, N5 (F1 = Fjord1)

¹⁴ <http://www.fjord1.no/default.asp?page=525&article=598>

¹⁵ Meldepliktig handel (flagging) på Oslo Børs 06.11.00 (ticker BNR)

¹⁶ Meldepliktig handel på Oslo Børs 06.12.02 (ticker BNR)

¹⁷ DR TFDS05, styrets rapport

KS Nordsjøferger

KS Nordsjøferger ble stiftet i desember 2002 ved kjøpet av MS Fjord Norway og har dette skipet som eneste eiendel. Alle inntektene kommer fra utleie av skipet til Fjord Line¹⁸.

KS Bergensfjord

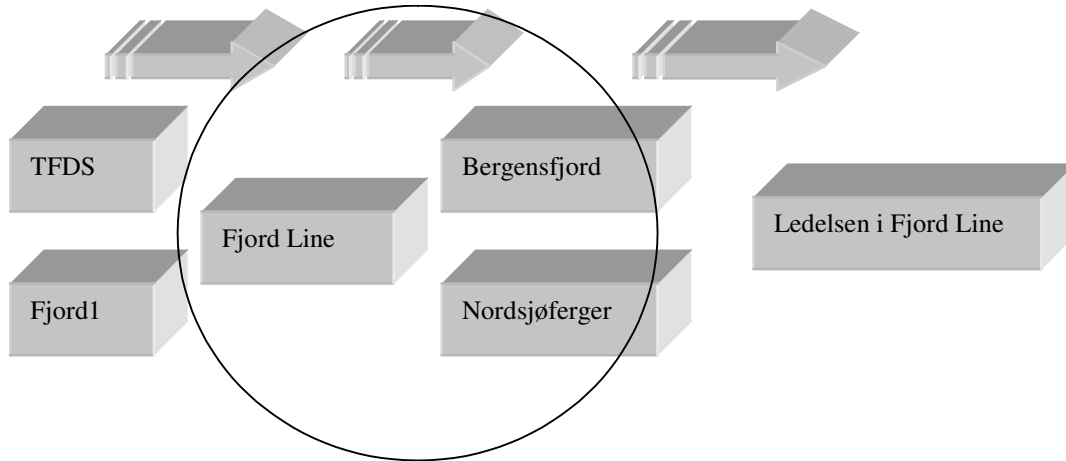
KS Bergensfjord er også et rent finansieringsselskap, som ble stiftet i november 2004 for å eie MS Bergen. Denne båten ble solgt av Fjord Line til KS Bergensfjord. På dette tidspunktet ble MS Bergen fremleid av Fjord Line til rederiet DFDS i Danmark¹⁹.

¹⁸ ÅR NF03, N10 (NF = KS Nordsjøferger)

¹⁹ ÅR BF04, styrets årsberetning (BF = KS Bergensfjord)

Kapittel III: Overføringer fra Fjord Line

I dette kapitlet undersøkes det andre leddet i verdioverføringene fra Fjord Line sine aksjonærer til ledelsen i Fjord Line. I dette leddet vil det fokuseres på overføringene fra Fjord Line til sine skipseiende selskaper, slik som det er illustrert nedenfor.



Jeg vil først gå gjennom de faktiske overføringene fra Fjord Line til KS Nordsjøferger. Deretter vil jeg sammenligne rentabiliteten til Fjord Line sine skipseiende selskaper med lignende selskaper. Til slutt vil jeg finne en leasingteoretisk tilnærming av markedsleien på MS Fjord Norway og vurdere denne opp mot de faktiske overføringene.

MS Fjord Norway er på et såkalt *bareboat-certeparti*. Det vil si at leietaker driver skipet for egen regning²⁰. Videre ble tidsrammen på avtalen satt til å være ti år, frem til 2013²¹. Skipet ble kjøpt i desember 2002 for 262,5Mkr. Oppgraderings- og engangskostnader for KS Nordsjøferger skulle være 112,5 millioner kroner, mens Fjord Line skulle bære risiko for eventuelle overskridelser²². KS Nordsjøferger fikk dermed et totalt investeringsutlegg på 375Mkr. Det ble en overskridelse på 42Mkr, som måtte dekkes av Fjord Line²³.

Leien for MS Fjord Norway utgjorde i 2003 og 2004 henholdsvis 42Mkr²⁴ og 47Mkr²⁵, mens den var estimert til 48Mkr²⁶ for 2005. Samlet har Fjord Line dermed overført 137Mkr i leie til KS Nordsjøferger.

²⁰ Prospekt NF, 2 definisjoner

²¹ ÅR FL03, styrets beretning (FL = Fjord Line)

²² Prospekt NF, 3 bakgrunn/sammendrag

²³ ÅR FL03, styrets melding

²⁴ ÅR NF03, Driftsinntekter

²⁵ ÅR NF04, Driftsinntekter

Leien som Fjord Line skulle betale var definert ut fra KS Nordsjøferger sine utgifter og bestod av fire elementer²⁷. For det første skulle Fjord Line dekke Nordsjøferger sine driftskostnader. For det andre skulle eierne i KS Nordsjøferger få utbetalt 16 % p.a. av innbetalt selskapskapital. Initialt hadde deltakerne betalt inn 112,5 millioner kroner. Videre skulle Fjord Line betale rentene på lånet til Nordsjøferger. Dette lånet var initialt på 262,5Mkr og var nominert i Euro. Til slutt skulle også Fjord Line betale avdragene på lånet til Nordsjøferger.

Fjord Line gav KS Bergensfjord en selgerkreditt på 29,2Mkr²⁸. Denne kan deles opp i to. Den første delen er verdien av at den var rente og avdragsfri. Denne er anslått til å være verdt 9,1 Mkr. Dette blir således en ren verdioverføring fra Fjord Line til KS Bergensfjord. Resterende 20,2 Mkr tilhører de nye aksjonærene til Fjord Line, siden aksjene ble gitt bort. KS Bergensfjord fikk 29,29 % av aksjene i Fjord Line, mens KS Nordsjøferger fikk 54,4 %²⁹. Dette innebærer at denne delen av selgerkreditten tilfaller alle aksjonærene i Fjord Line. Når en også regner med KS Bergensfjord sin nåværende eierandel i Fjord Line, vil de ha mottatt til sammen 15Mkr i verdioverføringer. KS Nordsjøferger vil motta 11Mkr i verdioverføringer gjennom denne selgerkreditten, mens resterende aksjonærer i Fjord Line vil få resten.

Vi kan nå summere opp overføringene fra Fjord Line til KS Nordsjøferger på følgende måte:

Oppgraderinger	42 Mkr
Leie	137 Mkr
Selgerkreditt til KS Bergensfjord	11 Mkr
Sum	190 Mkr

Det ble overført til sammen 190Mkr fra Fjord Line til KS Nordsjøferger i perioden desember 2002 til november 2005. Eneste motytelse var utleie av MS Fjord Norway.

²⁶ ÅR TFDS04, N20

²⁷ Prospekt NF, 4.1 Bareboat-certeparti

²⁸ ÅR BF04 N3

²⁹ <http://www.fjordline.com/index.php?c=115&kat=Aksjeeiere> (dato 21.04.06)

Analyse av rentabilitet

I denne delen av analysen tar vi for oss til sammen fire skipseiende kommandittselskaper for å sammenligne rentabiliteten deres. Hensikten med denne analysen er å danne et bilde om hvorvidt skipseiende selskaper tilknyttet Fjord Line har hatt høyere avkastning enn markedsavkastningen.

Formler

$$(I) \quad \text{Totalrentabilitet} = \frac{\text{Leieinntekter}}{\text{Investering}}$$

$$(II) \quad \text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

$$(III) \quad \text{Aritmetisk gjennomsnitt} = r_A = (r_1 + r_2 + r_3 + \dots + r_n)/n$$

$$(IV) \quad \text{Geometrisk gjennomsnitt} = r_G = ((1+r_1)*(1+r_2)*(1+r_3)*\dots*(1+r_n))^{(1/n)}$$

Rentabilitet

Informasjonstilgangen legger begrensninger for hvilke analyser en kan anvende. En er likevel avhengig av å finne målepunkter som er pålitelige og ikke krever for mye bruk av skjønn. Dessuten er det selvsagt viktig at returverdien har høy relevans for formålet med analysen.

En sammenligning av de forskjellige selskaperes totalrentabilitet innehar attributtene som er beskrevet ovenfor. Dette målet kalles på engelsk *Return on Investment (ROI)*. For det første vil målepunktene her være pålitelige, ettersom driftsinntektene for hvert av selskapene er det samme som det de får i leieinntekter. Både bidrag fra leietaker ved oppstart og selgerkreditt behandles som en initial inntekt. Selskapene har ingen driftsutgifter, da disse i sin helhet dekkes av leietaker. Videre vil totalkapitalen være skipets kostnad for utleier ved leieforholdets oppstart. Dette tallet vil avvike noe fra

hva som defineres som totalkapital i regnskapet, siden totalkapital også tar hensyn til andre likvider og ikke minst avskrivning m.m. De fleste av disse tallene vil kunne leses rett ut av regnskapene. For 2005 må en imidlertid legge estimerte leibeløp til grunn da regnskapene ikke foreligger ennå. Det vil gå eksplisitt frem hvordan en har kommet frem til hver av disse.

Totalrentabiliteten har også høy relevans for hvilken avkastning investorene får eller burde ha fått. Rentabiliteten luker nemlig bort kostnader knyttet til finansiering. Dette er et avgjørende poeng fordi mange skipseiende selskaper er eksponert for betydelig finansiell risiko, da de gjerne har plassert sine lån i fremmed valuta. Kostnader og gevinster knyttet til dette fanges dermed ikke opp i analysen, siden finansielle disposisjoner ikke har relevans for rentabilitet på leiekontrakten. Ettersom rentabiliteten angir forholdet mellom driftsinntekter og investeringsutlegg, vil også effekten av leiekontraktenes ulike størrelse nøytraliseres.

Rentabiliteten vektes i forhold til hvor mange år det er målt over. Resultatet vil fremgå som et årlig aritmetisk og kontinuerlig (geometrisk) gjennomsnitt. Kontinuerlig gjennomsnitt er kun tatt med i det hensyn å illustrere effekten av ulik periodisering av leieinntekter, siden dette ikke er redegjort for med nøyaktighet.

Rentabilitet består her av to komponenter. Disse er risikofri rente og meravkastning. Det er den norske renten som legges til grunn som risikofri rente. Flere av de selskapene som undersøkes har deler av inntektene sine i Euro og USD, men leietaker har sine inntekter i norske kroner, samt at alle skipene opererer i det norske markedet. Det vil derfor være mest naturlig å bruke den norske renten. Renten måles videre i forhold til når kontrakten ble inngått og for hvor lang leieperioden var tiltenkt. Til dette bruker en rente på norske statsobligasjoner på de respektive tidspunktene. Når en har gjort fradrag for risikofri rente, altså rensket effekten av ulik risikofri rente i rentabiliteten, står en igjen med hva som her defineres som meravkastning.

Sammenligningsgrunnlaget vi står igjen med er meravkastning. Meravkastningen skal normalt dekke risiko ved leietakers soliditet, samt eventuell omsetning av utleieobjektet.

Annen teori

En annen måte å måle avkastning i selskapene kunne vært egenkapitalrentabilitet som på engelsk kalles Return on Equity (ROE). Ved å bruke egenkapitalrentabiliteten kunne vi sett hva eierne i disse selskapene hadde hatt i avkastning. En måtte da imidlertid ha tatt hensyn til kostnader knyttet til finansiering. For det første varierer disse kostnadene mye mellom selskapene, da de har ulik eksponering i forhold til valutarisiko. Denne risikoen er lite relevant, ettersom det er selve inntjeningen vi her ønsker å se på. For det andre er det vanskelig å innhente informasjon om finansielle kostnader siden renteutgifter og endring i hovedstolen som følge av valutasvingninger, står oppført i samme post i resultatregnskapet. Endringer i hovedstolen gjør relativt store utslag på egenkapitalrentabiliteten og vil således virke forstyrrende for analysen.

Andre kontantstrømbaserte inntektsmål som Economic Value Added (EVA), Residual Income (RI) og Abnormal Income (AI) kunne også vært brukt, men alle disse er baserte på Weighted Average Cost of Capital (WACC). WACC måler de gjennomsnittlige finansieringskostnaden, slik at en da støter bort i de samme problemene, som om en skulle ha brukt ROE.

Selskapene

Nedenfor vil det gis en introduksjon av hvert av selskapene som er med i analysen.

Det vil også fremgå hvor mye hvert av selskapene betalte for skipene sine, samt hvor mye de fikk i leieinntekter for dem.

KS KirBerg Shipping

KS KirBerg Shipping kjøpte MS Nordlys av TFDS i juni 2003 for 400Mkr³⁰. KirBerg Shipping er stiftet kun i den hensikt å eie MS Nordlys³¹. Leieinntektene for 2003 og 2004 settes derfor lik driftsinntektene for KirBerg Shipping de samme årene³². Disse var 24,5Mkr og 35,5Mkr for henholdsvis 2003 og 2004. For 2005 settes leieinntektene lik det som er estimert i TFDS sitt konsernregnskap³³.

KS Richard With

KS Richard With kjøpte MS Richard With i desember 2002 for å leie det ut til hurtigruteselskapet OVDS. KS Richard With har dette som eneste eiendel³⁴.

Kjøpesummen for MS Richard With baseres på regnskapstall for KS Richard With og fremkommer på følgende måte:

Sum varige driftsmidler 2003	364 624
Avskrivninger varige driftsmidler 2003	9 595
Antatt kjøpesum	374 219

³⁰ ÅR TFDS03, N23

³¹ www.brreg.no

³² www.RavnInfo.no

³³ ÅR TFDS03, N20

³⁴ www.brreg.no

Leien for 2003 og 2004 settes lik driftsinntektene de samme årene som er henholdsvis 31,1Mkr og 27,7Mkr. For 2005 settes leien lik det som er estimert i OVDS sitt regnskap³⁵.

KS Bergensfjord

MS Bergen ble kjøpt av KS Bergensfjord i slutten 2004. Kjøpesummen var 245Mkr og leien for 2005 er estimert til 25,8Mkr.

For KS Bergensfjord er det også lagt til en initial avkastning lik deres andel av selgerkreditten. Denne var på 9,1Mkr.

KS Nordsjøferger

MS Fjord Norway ble kjøpt og oppgradert av KS Nordsjøferger for til sammen 375Mkr i desember 2002. Leien for 2003 og 2004 er satt lik driftsinntektene for Nordsjøferger de samme årene, mens leien for 2005 er satt lik den estimerte i TFDS sitt regnskap³⁶. Initial avkastning for Nordsjøferger settes lik oppgradering på 42Mkr, som ble bekostet av Fjord Line.

Risiko i leieavtalene³⁷

Risiko for utleier ved at leietaker har dårlig betalingsevne kan i noen tilfeller føre til at utleier vil kreve høyere leie. Jeg vil her derfor se litt på soliditeten til disse leietakerne. Med soliditet menes et selskaps evne til å kunne gjøre opp for seg, enten i form av likvide midler eller ved at selskapet likvideres. Tallene som legges til grunn er regnskapsbaserte fra de årene da avtalene ble inngått. Dette er en relativ enkel sammenligning, som kun har til formål å avdekke om det er vesentlige forskjeller i selskapenes soliditet:

	TFDS(02)	OVDS(02)	Fjord Line(04)	Fjord Line(02)
Egenkapital ved avtaleinngåelse	689 000 000	615 000 000	176 246 000	208 628 000
Totalkapital ved avtaleinngåelse	3 606 000 000	2 770 000 000	692 694 000	654 778 000
Egenkapitalandel ved avtaleinngåelse	19,11 %	22,20 %	25,44 %	31,86 %

Vi ser at Fjord Line sin egenkapitalandel var høyere enn det den var for TFDS og OVDS. Slik sett kan en antyde at Fjord Line også hadde en bedre soliditet. På den annen side hadde TFDS og OVDS en høyere totalkapital, hvilket her vil bety et bredere inntektsgrunnlag. Dette vil si at de diversifiserte bort noe av den risikoen knyttet til dette ene skipet i forhold til hva som var tilfelle for Fjord Line. Det er likevel ingenting ved disse tallene som antyder at det var en vesentlig forskjell i soliditeten hos noen av disse selskapene.

Når det forutsettes at soliditeten i selskapene er noen lunde lik, antar en også at sannsynligheten for at en må omsette utleieobjektet er lik. Videre antas skipene å være like omsettelige, dersom denne situasjonen skulle inntreffe. Dette begrunnes ut fra at det vil uansett være høy usikkerhet ved et slikt salg. Markedet for denne typen skip preges av få transaksjoner og at kjøpere til enhver tid vil ha individuelle preferanser.

³⁵ ÅR OVDS04, N5

³⁶ ÅR TFDS03, N20

³⁷ Finansiell styring, Norbok AS 1987, Kjell Banken og Tor Busch

Sammenligning

Nedenfor ser vi en oppstilling hvor data og utregninger fra hvert av selskapene oppgis vertikalt. Videre måles *årlig* gjennomsnittlig rentabilitet med fradrag for den risikofrie renten.

	KirBerg Shipping	Richard With	Bergensfjord	Nordsjøferger
Oppstart	jun.03	jan.03	nov.04	des.02
Antall år	2,53	3	1	3
Investering	-400 000 000	-375 000 000	-244 680 000	-375 000 000
Selgerkreditt/Påkostning			9 100 000	42 000 000
Leie 2003	24 502 000	31 076 000		41 949 000
Leie 2004	35 453 000	27 724 000		46 918 000
Leie 2005	34 682 000	28 000 000	25 800 000	47 985 000
Totalrentabilitet (init)	0,00 %	0,00 %	3,72 %	11,20 %
Totalrentabilitet (2003)	6,13 %	8,29 %	0,00 %	11,19 %
Totalrentabilitet (2004)	8,86 %	7,39 %	0,00 %	12,51 %
Totalrentabilitet (2005)	8,67 %	7,47 %	10,54 %	12,80 %
(Geometrisk gjennomsnitt)	9,41 %	7,71 %	14,66 %	16,20 %
Aritmetisk gjennomsnitt	9,35 %	7,72 %	14,26 %	15,90 %
Risikofri rente	4,70 %	5,70 %	4,00 %	5,70 %
Meravkastning	4,65 %	2,02 %	10,26 %	10,20 %

En ser her at Fjord Line sine skipseiende selskaper hadde betydelig høyere *årlig* rentabilitet (aritmetisk gjennomsnitt) og meravkastning enn sammenlignbare selskaper. Det finnes ingen naturlige årsaker til at det skal være slik. Det må derfor kunne slås fast at rentabilitetsanalysen indikerer at Fjord Line sine skipseiende selskaper har hatt unormal høy avkastning, sett i forhold til lignende selskaper.

Leasingleien

Formålet med denne delen av analysen er å finne en teoretisk tilnærming på leasingleien som Fjord Line skulle betalt til KS Nordsjøferger. Dette gjøres for å finne et estimat på markedsleien på MS Fjord Norway som kan sammenlignes med de overføringene på 190Mkr som vi fant innledningsvis i dette kapitlet.

Siden det bare er et tidsrom på tre år som undersøkes har jeg for enkelhetens skyld operert med nominelle størrelser uten å gjøre de reelle. Dersom de skulle bli gjort reelle, ville dette gjort differansen mellom faktiske overføringer og markedsleien større. Dette fordi en relativt stor del av overføringene fra Fjord Line til KS Nordsjøferger gjøres tidlig i perioden.

Det er vanlig å klassifisere leasing i tre hovedtyper³⁸. Den første typen er operasjonell leasing. Denne formen for leasing kjennetegnes av at gjenstanden som leies har mye lengre levetid enn leieperioden. Denne typen leie er derfor ikke en finansieringsform i sin natur. Finansiell leasing oppstår når leietaker ønsker å amortisere driftsmidlets kostpris. Med dette menes det at leietakeren betaler renter og avdrag til leasingselskap, fremfor å ta hele investeringsutlegget selv. Andre kjennetegn for denne typen leasing er at leietaker har ansvaret for vedlikehold og forsikring. Til slutt har en også salg med tilbakeleasing. Dette kan være operasjonell leasing på brukte gjenstander. Motivasjonen for denne typen leasing er som oftest å frigjøre kapital til nye investeringer.

Modell for beregning av leasingleie

$$L = \left\{ I_0 - K_0 - \frac{RV_t}{(1 + p/n)^T} \right\} * \left\{ 1 + \frac{(1 + p/n)^{T-1} - 1}{p/n(1+p/n)^{T-1}} \right\}^{-1}$$

Modellen består av følgende komponenter:

L = Periodevis leasingleie (forskuddsannuitet)

I₀ = Investeringskostnad på leasingobjekt eksklusive merverdiavgift og inklusiv eventuell investeringsavgift.

K₀ = Kontantandel ved oppstart, eksklusiv merverdiavgift.

³⁸ Leasing av realkapital, Universitetsforlaget AS 1997, Harald S. Olsen

RV_T = Restverdi etter minimumsperioden

p = Leasingselskapets nominelle utlånsrente p.a. Denne renten består også av en risikokomponent, utover den risikofrie renten. Risikokomponenten vil variere med kundens soliditet og leasingobjektets omsettelighet.

n = Antall leasingterminer pr. år

T = Antall terminer i minimumsperioden

Beregning av Leasingleie for KS Nordsjøferger

Utregningene her tar sikte på å finne L . L vil her tilsvare den leasingleien, som Fjord Line skulle ha betalt til KS Nordsjøferger for leie av MS Fjord Norway.

Investeringskostnad (I_0)

Investeringskostnaden I_0 settes her til 375 Mkr, som var det investeringsutlegget som KS Nordsjøferger hadde i desember 2002.

Kontantandel (K_0)

K_0 settes til 0 siden det ikke skulle være noe investeringsutlegg for Fjord Line.

Restverdi (RV_T)

RV_T som her skal indikere MS Fjord Norway sin nominelle restverdi i 2013 finnes det ingen konkrete estimat på. For å få en meningsbærende størrelse på denne komponenten, kan det være formålstjenelig å se på en tilsvarende leasingavtale på MS Nordlys, hvor TFDS er leietaker og KS KirBerg shipping er utleier. Denne avtalen ble inngått sommeren 2003 og kjøpesum var 400Mkr. TFDS skulle ha opsjon på å kjøpe skipet tilbake for 235Mkr etter 10 år, noe som utgjør 59 % nominelt av kjøpesummen³⁹. Vi setter dermed også RV_T lik 59 % av kjøpesummen for Fjord Norway. Dette utgjør da 221Mkr.

Nominell utlånsrente (p)

Leasingselskapets nominelle utlånsrente p , skal reflektere både den risikofrie renten, samt Nordsjøferger sin risiko for Fjord Line sin soliditet og eventuell omsetning av MS Fjord Norway. Den risikofrie renten settes lik renten på 10-årige norske statsobligasjoner på tidspunktet for inngåelsen av avtalen, ettersom leieavtalen er 10-

³⁹ ÅR TFDS, N20 og N23

årig. 10-årsrenten var 5,7 % i januar 2003⁴⁰. Komponenten for risiko er noe vanskeligere å komme frem til. Det vil derfor også her være hensiktsmessig å bruke MS Nordlys som utgangspunkt. En setter således utlånsrenten (p) i denne kontrakten som ukjent. Videre legges det til grunn investeringskostnad (I_0) på 400 Mkr, leietid (T) 10 år, 235 Mkr i restverdi (RV_T) og leasingleie (L) lik den estimerte⁴¹ på 34,7 Mkr. Ved å reversere ligningen med p som ukjent kommer en da til en nominell utlånsrente på 6,1 %. Den 10-årige renten var på dette tidspunktet 4,7 %⁴² slik at den risikopremien, som vi her er på utkikk etter, vil da tilsvare 1,4 %.

Det er tidligere fastslått at soliditeten hos Fjord Line og TFDS var noenlunde lik på de tidspunktene da avtalene ble inngått. Vi legger derfor lik risikopremie til grunn. Den 10-årige renten var imidlertid ett prosentpoeng høyere da avtalen med KS Nordsjøferger ble inngått, slik at den nominelle utlånsrente (p) blir da 7,1 % her.

Antall leasingperioder (n)

Antall leasingperioder pr år (n) settes til en, da leien består av flere komponenter, som betales til ulike terminer.

Minimum leietid (T)

Fjord Line inngikk leieavtale med Nordsjøferger for 10 år⁴³, slik at T settes til 10.

Leie (L)

Under forutsetningene som er gitt over, gir formelen 35,2Mkr i verdi for L . Dersom en summerer dette nominelt for tre år, vil en få at markedsleien for MS Fjord Norway skulle vært 105,6Mkr.

Vi har her funnet at Fjord Line betalte 190Mkr for leie av MS Fjord Norway over en periode på tre år. Dette er nesten dobbelt så mye som den estimerte markedsleien på 105,6Mkr som vi fant ved hjelp av leasingteorien. Vi går derfor ut fra at det ble overført verdier uten vederlag fra Fjord Line til KS Nordsjøferger lik differansen mellom de faktiske overføringene og den estimerte markedsleien. Denne differansen utgjør 84,4Mkr.

⁴⁰ http://www.norgesbank.no/stat/renter/pmarked/d_obl_n.html

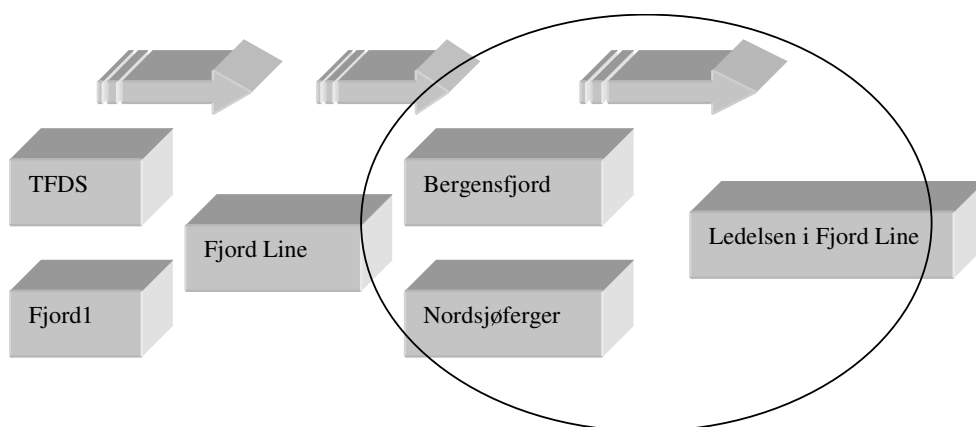
⁴¹ ÅR TFDS03 N20

⁴² http://www.norgesbank.no/stat/renter/pmarked/d_obl_n.html

⁴³ ÅR FL03, N3

Kapittel IV: Overføringer til ledelsen i Fjord Line

Dette kapitlet omhandler siste leddet i overføringene, nemlig forholdet mellom de skipseiende selskapene og ledelsen i Fjord Line.



Eiere i KS Nordsjøferger

KS Nordsjøferger har ikke gjort eierne sine offentlig tilgjengelige. Det er likevel mulig å finne noen av eierne gjennom andre kilder.

Fjord1 eide i 2002 24 % av Nordsjøferger⁴⁴. Denne eierandelen ble imidlertid redusert til 19 % i 2004, uten at det fremgår gevinst eller tap eksplisitt i forbindelse med transaksjonen⁴⁵. Dette kan være en indikasjon på at Fjord1 ble brukt som en nyttig medinvestor, som selger billig, når andre investorer kan legge penger på bordet.

I TFDS sitt konsernregnskap, er det oppført eierandeler på 10 % i KS Nordsjøferger for 2002 og 2003⁴⁶. Den samme eierposten er forsvunnet i regnskapet for 2004, uten noen eksplisitt forklaring, slik at det må antas at denne posten også kan være overtatt av ukjente kjøpere.

Bengt Brynjulfsen, som var styremedlem i BNR (Fjord Line) frem til februar 2003 eier 2 % av Nordsjøferger⁴⁷.

⁴⁴ ÅR F1-02, N13

⁴⁵ ÅR F1-04, N12

⁴⁶ ÅR TFDS02, N6 og ÅR TFDS03, N10

⁴⁷ ÅR NF03, N6 og ÅR NF04, N6

Peter Frølich, som har vært styreformann i Fjord Line (BNR) i hele den aktuelle perioden eier minst 1 % Nordsjøferger. Denne eierandelen kjøpte han ved å ta opp lån med pant i huset sitt⁴⁸.

Jarle Skartun (styreleder i Fjord1), Atle Tornes (styremedlem i Fjord Line og visekonsernsjef i Fjord1 frem til 2003) og Halgeir Kleppe (konserndirektør i Fjord1) kjøpte i 2002 en andel tilsvarende 1 % på deling⁴⁹. Jarle Skartun solgte senere sin andel, slik at de to andre nå eier en halv prosent hver⁵⁰.

Disse kildene redegjør bare for 23 % av eierskapet. Jeg bestemte meg derfor for å kontakte forretningsfører Ness, Risan & Partners for å få en utskrift av deltakerlisten i KS Nordsjøferger. Dette er en rett alle har, og den er nedfelt i Forskrift om Aksjebokens offentlighet i aksjeselskaper og kommandittaksjeselskaper (FOR-1976-11-04-1). Her hadde jeg kontakt med megler Endre Landbø. Han ville ikke gi ut disse listene til tross for at han ble gjort oppmerksom på at han var lovpålagt til dette.

Eiere i KS Bergensfjord

KS Bergensfjord har følgende eiere⁵¹:

Bergensfjord AS (komplementar)	10 %
Bergensfjord Invest AS	53 %
West Coast Invest AS	27 %
Kristian Kolberg	5 %
Thomas Kolberg	5 %

West Coast Invest AS er eid av Spar Kjøp-gründer Helge Eide Knudsen og familie. Bergensfjord AS er i sin helhet eid av Bergensfjord Invest AS, hvilket vil si at Bergensfjord Invest AS eier i alt 63 % av KS Bergensfjord. Bergensfjord Invest AS er videre i sin helhet eid av Global skipsholding 1 AS, som igjen er eid av ABG Sundal Collier Norge ASA⁵².

⁴⁸ Sogn Avis 05.11.05

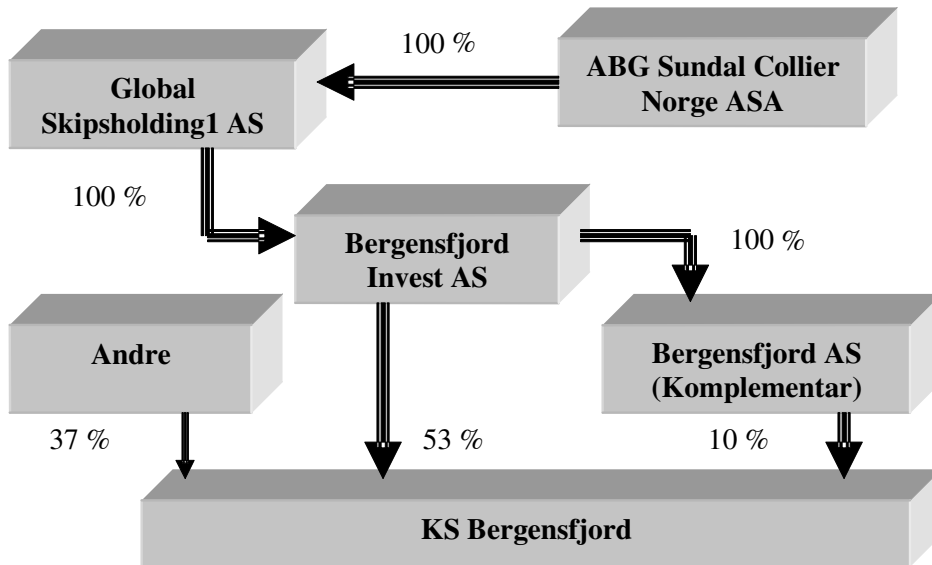
⁴⁹ Kunngjøring om nyetablering i Brønnøysundregisteret for Nordsjøkameratane DA, 14.01.03

⁵⁰ Kunngjøring om endring av deltakere for Nordsjøkameratane DA, 05.12.05

⁵¹ ÅR BF, N5

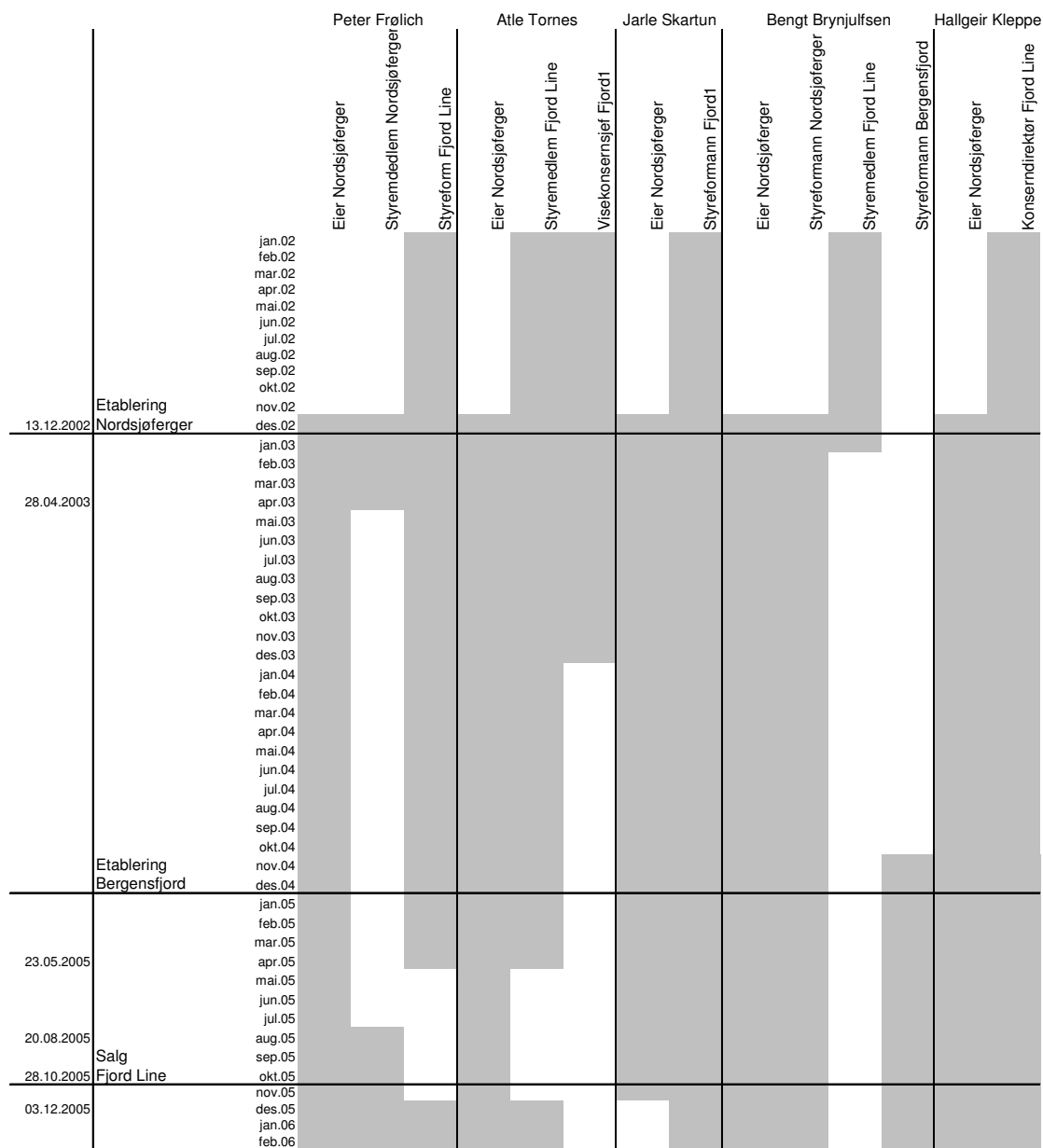
⁵² www.ravninfo.no

Av figuren under ser vi at 63 % av eierskapet i KS Bergensfjord kan kanaliseres tilbake til ABG Sundal Collier Norge. Det viste seg at Sundal Collier bare formidlet eierskap gjennom kontoer i Verdipapirsentralen (VPS). De faktiske eierne hadde investert i andeler hos investeringsrådgiveren Acta sitt shippingprodukt. Geir Inge Solberg, som er styreformann i Bergensfjord Invest AS og Global Skipsholding 1, i tillegg til å være investeringsdirektør i Acta hjalp meg å få tak i en utskrift av aksjonærene i Global Skipsholding1. Listen som var oppdatert 12.04.06 bestod av 644 tilfeldige kunder i Acta. Ingen av disse har tilknytning til verken Fjord Line, Fjord1 eller TFDS.



Gjennomgang av rollene

Nedenfor er en oppstilling hvor en ser rollene til utvalgte personer i ledelsen i Fjord Line og Fjord1. Horisontalt listes personene og de rollene de har hatt. Tidsaksen går vertikalt og rollene er markert med grått når de var aktive. Videre er det lagt inn tre skjæringspunkt i tidsaksen for henholdsvis etablering av KS Nordsjøferger og KS Bergensfjord og til slutt ved salget av Fjord Line.



(Kilde: www.ravninfo.no)

Eierskap i KS Nordsjøferger hos disse personene er registrert på ulike tidspunkt. Det antas derfor at de ikke kjøper og selger i mellomtiden. KS Nordsjøferger har 100 andeler, hvor hver andel har pålydende 1,2Mkr. Andelene vil derfor være mindre

omsettelige enn vanlige aksjer. Det må også presiseres at disse personene sitt eierskap i KS Nordsjøferger er dokumentert i regnskaper eller Brønnøysundregisteret.

Jeg vil nedenfor gå gjennom hvert av de horisontale skjæringspunktene fra figuren over. Disse skjæringspunktene indikerer de mest kritiske tidspunktene for mulig inhabilitet fordi det blir tatt viktige beslutninger av personer som har flere roller på samme tid.

Etableringen av KS Nordsjøferger

Vi ser her at tre av styremedlemmene inklusiv styreformann i Fjord Line hadde eierinteresser i KS Nordsjøferger da avtalen mellom selskapene ble inngått. Ledelsen i Fjord1 var også representerte som eiere i KS Nordsjøferger. Styrelederen, visekonsernsjefen og konsernkoordinatoren (nå konserndirektør) hadde alle eierandeler. Det var også personer fra ledelsen i TFDS som hadde eierandeler, men hvem og hvor mye vites ikke⁵³.

Totalt innskudd for deltakere i KS Nordsjøferger var 120Mkr. Innskutt eierandel for disse personene blir dermed:

Bengt Brynjulfsen	2 400 000 kroner
Peter Frølich	1 200 000 kroner
Atle Tornes	400 000 kroner
Jarle Skartun	400 000 kroner
Hallgeir Kleppe	400 000 kroner

Bengt Brynjulfsen står også oppført med en beholdning på 54 781 aksjer i Fjord Line. Aksjene i Fjord Line har en innskutt aksjekapital på 5 kroner pr stk, slik at Brynjulfsen sin innskutte aksjekapital blir da 274 000 kroner⁵⁴. Denne akseposten blir relativt liten i forhold til hva han eier i KS Nordsjøferger. Brynjulfsen vil derfor ha et større insentiv for å legge til rette for inntjening gjennom KS Nordsjøferger, enn det han har for Fjord Line.

Det kan her fastslås at det forelå et insentiv for minst fem personer til å handle i strid med stillingsinstruksene sine. Størrelsen på insentivet vil variere noe fra person til person. For det første vil størrelsen på innskuddet ha noe å si. Dessuten vil hver enkelt sin personlige økonomi også ha betydning. For eksempel vil en person som har

⁵³ Telefonsamtale med tidligere finansdirektør i TFDS Jens Kristian Johansen 20.04.06

⁵⁴ www.fjordline.com

pantsatt huset sitt for å kjøpe eierandeler ha et større insentiv enn en veldiversifisert investor. Dette fordi en i større grad vil bli rammet, dersom investeringen skulle gå tapt.

Verken overføringene fra Fjord Line eller eierskapene KS Nordsjøferger er uttømmende. Når det gjelder overføringer er det godt mulig at det foreligger flere. Et eksempel på en slik overføring kan være konsulenttjenester. Da avtalen mellom Fjord Line og KS Nordsjøferger ble inngått var Wikborg & Rein brukt som juridisk rådgiver⁵⁵. Peter Frølich er partner i dette selskapet, slik at dette framstår som en mulighet for ytterligere overføringer. Videre er 77 % av eierne i KS Nordsjøferger ikke redegjort for. Det kan derfor foreligge ytterligere eierskap hos ledelsen i Fjord Line, TFDS eller Fjord1, uten at dette fremkommer her.

Etableringen av KS Bergensfjord

En ser av styresammensetningen i Fjord Line at de samme beslutningstakerne som var til stede under etableringen av KS Nordsjøferger, også er til stede her. Bengt Brynjulfsen er imidlertid nå ikke lengre i styret til Fjord Line (BNR), men han har blitt styreformann i KS Bergensfjord.

KS Nordsjøferger og KS Bergensfjord får aksjer i Fjord Line

Dette var en disposisjon av ledelsen i TFDS og Fjord 1. To personer i ledelsen i Fjord1 hadde eierinteresser KS Nordsjøferger når TFDS og Fjord1 solgte aksjene sine. Det var også personer i ledelsen i TFDS som hadde eierinteresser i KS Nordsjøferger⁵⁶.

⁵⁵ Prospekt KS Nordsjøferger

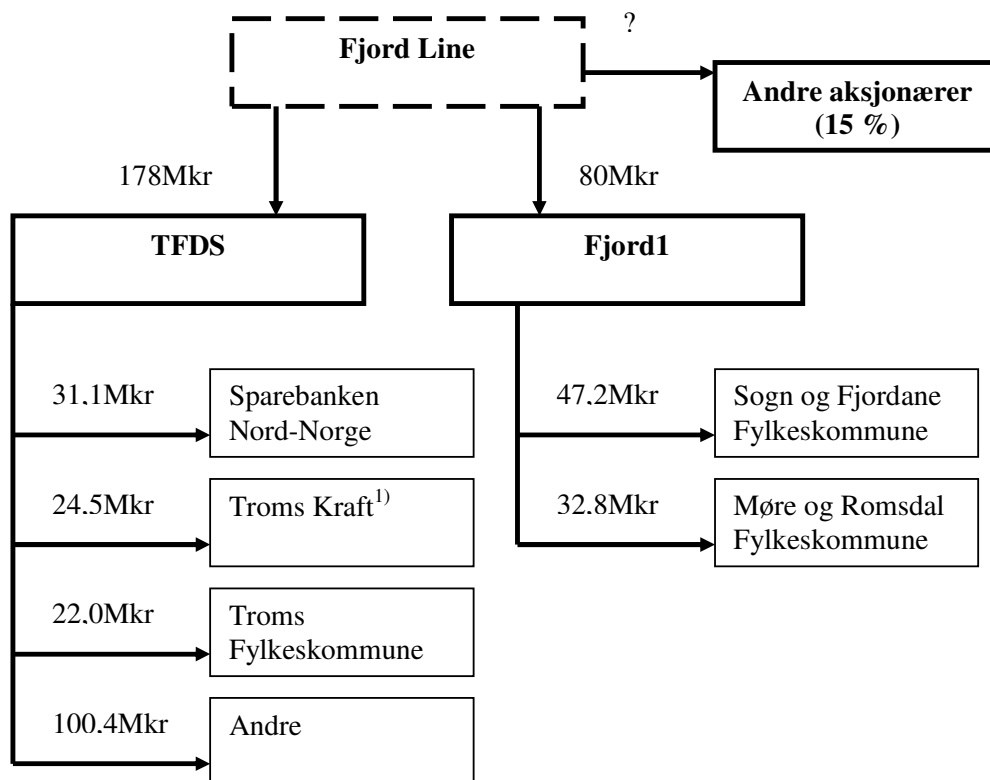
⁵⁶ Telefonsamtale med Jens Kristian Johansen, tidligere Finansdirektør i TFDS (20.04.06)

Kapittel V: Kontrollmekanismene

Jeg vil her undersøke kontrollmekanismene som skal forhindre at slike verdioverføringer skjer. De viktigste kontrollmekanismene vil være aksjonærene i Fjord Line, men også til en viss grad aksjonærer hos TFDS og Fjord1. Videre vil samfunnet generelt gjennom myndigheter og media også være en kontrollmekanisme. Lovverket kommer inn i etterkant dersom noen begjærer rettergang, men kan også virke preventivt i form av detaljerte lover og tidligere avsatte dommer.

Aksjonærene og samfunnet

Nedenfor fordeles tapet i Fjord Line på TFDS og Fjord1. De samme tapene fordeles videre nedover til deres aksjonærer. Fordelingen baseres på eierandel i TFDS eller Fjord1 multiplisert med tapet i hvert av disse selskapene.



1) Troms Kraft er eid 60 % av Troms Fylkeskommune og 40 % av Tromsø kommune. Troms Fylkeskommune har dermed tapt 36,7Mkr på Fjord Line

Jeg tok først kontakt med Hurtigruten Group ASA. Her fikk jeg to minutter samtale tid med Jens Kristian Johansen som var finansdirektør i TFDS før fusjonen med OVDS. På grunn av kort tid spurte jeg ikke hvordan de hadde gransket investeringen i Fjord Line, men om noen fra TFDS på noe som helst tidspunkt hadde hatt eierinteresser i

KS Nordsjøferger. Han svarte at det hadde det vært. Da jeg spurte hvem dette var, ville han ikke svare. Han sa at det ikke var noen fra den sentrale ledelsen, at han ikke kunne bekrefte dette og at dette var før hans tid. Jeg spurte også om de hadde hentet inn ekstern hjelp til granskningen av investeringen i Fjord Line, ettersom noen i ledelsen i TFDS hadde eierskap i KS Nordsjøferger. Det hadde de ikke⁵⁷.

Jeg forespurte konsernsjef Olav Smørdal i Fjord1 om de hadde foretatt seg noe for å finne ut hvordan investeringen i Fjord Line gikk tapt. Til dette fikk jeg til svar at han aldri hadde vært med på en mer grundig gjennomgang av en investering enn dette. Jeg spurte da videre om de hadde fått ekstern hjelp, siden en rekke personer i ledelsen hadde eierinteresser i KS Nordsjøferger. Smørdal anførte da at dette hadde de ikke sett behov for⁵⁸.

Småaksjonærene i Fjord Line har fortsatt en eierandel på 15 %. Hvor stor denne blir i fremtiden er ikke avklart. Styreformann i Fjord Line, Peter Frølich har imidlertid uttalt: [...Det vil verken være forretningsmessig klokt eller etisk riktig å skyve ut de mange lojale aksjonærene i Fjord Line... Jeg kan ikke se at selskapets interesser er tjent med at man behandler aksjonærene slik staten gjorde under bankkrisen, der alle tapte sine bankaksjer. Dette var rett og slett et landeveisrøveri, og slik kan ikke Fjord Line behandle sine aksjonærer...]⁵⁹. En må på grunnlag av dette utsagnet anta at småaksjonærene fortsatt har en verdi i aksjene sine. De vil dermed ikke ha tapt like mye som TFDS og Fjord1, og de har derfor ikke et så stort insentiv til å undersøke hvordan Fjord Line tapte penger.

Aksjonærene i TFDS og Fjord1 har indirekte tapt penger på Fjord Line. Begge disse selskapene har sine kjerneaktiviteter, som de tjener penger på. Tapet på Fjord Line blir dermed ikke så synlig for disse aksjonærene. Jeg tok likevel kontakt med fem av de største aksjonærene for å høre om de hadde undersøkt noe angående tapene i Fjord Line. Ingen av disse hadde foretatt seg noe foruten Sogn og Fjordane Fylkeskommune, som indirekte er den største taperen. De hadde bedt det fylkeskommunale kontrollutvalget foreta en granskning. Kontrollutvalget består av

⁵⁷ Telefonsamtale med Jens Kristian Johansen, tidligere Finansdirektør i TFDS (20.04.06)

⁵⁸ Telefonsamtale med Olav Smørdal, Konsernsjef i Fjord1 (19.04.06)

⁵⁹ Bergens Tidende 05.11.05

fem medlemmer, som alle har partipolitisk tilhørighet. De ble satt til å undersøke om det hadde foregått noe ulovlig eller kritikkverdig i Fjord1, sett fra eierens side⁶⁰. Dette kontrollutvalget kom til at alle vedtak tatt av Fjord1 var i samsvar med lover og regler. Kontrollutvalget undersøkte ikke investeringen i Fjord Line⁶¹. Jeg tok kontakt med leder i kontrollutvalget, Jostein Kvalsvik, for å få klarhet i hva de egentlig hadde undersøkt. Til dette svarte han at dette var hemmeligstemplet. Han la imidlertid til på eget initiativ at investeringen i Fjord Line var galskap.

Myndighetene har også lovpålagt en rapporteringsplikt hos blant annet banker, revisorer, meglere og advokater. Dette er ikke satt i system annet enn at de som har rapporteringsplikt skal undersøke transaksjoner som mistenkes å ha forbindelse til en straffbar handling som rammes av loven⁶². Dersom de avdekker noe gjennom disse undersøkelsene, plikter de å varsle Økokrim. Ness, Risan & Partners, som er forretningsfører for KS Nordsjøferger, er også underlagt denne rapporteringsplikten. De vil imidlertid ha sterke insentiver til ikke å melde om mistanke. Dette fordi det ville ha virket illojalt mot oppdragsgiver som er deres inntektsgrunnlag. Når det gjelder hvitvasking har bankene installert datasystem til 100Mkr som skal overvåke mistenkelige transaksjoner⁶³. Hovedintensjonen bak dette systemet er å forhindre hvitvasking, med særlig fokus på finansiering av terrorisme. Det er derfor usannsynlig at dette systemet kunne ha avdekket noe i Fjord Line.

Jeg har i mine undersøkelser ikke funnet artikler med kritiske innfallsvinkler på Fjord Line i media. Bergens Tidende har imidlertid ved flere anledninger skrevet om at småaksjonærene i Fjord Line ikke vil bli nullet ut. Videre er tapene til Fjord Line forklart ut fra økt konkurranse fra Color Line og generelt sviktende markeder, blant annet som følge av lavere priser på fly.

⁶⁰ Sak 06/288-14

⁶¹ Sogn Avis 05.04.06

⁶² http://www.pwc.com/no/nor/ins-sol/publ/pdf/MentorAjour_Januar04.pdf

⁶³ Dagens Næringsliv, 17.01.05, side 02

Juss

Loven gir oss vanligvis en terskel på hva som ikke er lov. Denne saken er imidlertid ganske kompleks og må derfor prøves for retten for å få et tydelig svar på hva som er ulovlig. Jeg vil likevel presentere noen relevante rettskilder for å danne et bilde på hvor grensene går.

Tunnelling⁶⁴

Tunnelling er definert som overføring av eiendeler og profitt til den kontrollerende delen av aksjeeierne. Grunnen til at en ønsker å belyse Fjord Line gjennom dette perspektivet, er at det foreligger en fransk domsavsigelse på en sak som har en del likheter.

Innledningsvis kan det sies om fransk lov at den har det svakeste rettsvernet for utenforstående investorer blant vestlige rettssystemer. Common law-systemet som inkluderer land som Storbritannia, USA, Canada og Australia har det sterkeste rettsvernet for utenforstående investorer, mens Tyskland og Skandinavia ligger et sted i mellom. Skandinavia er imidlertid kjent for å ha et godt vern for kreditorene, som eksempelvis kan være banker⁶⁵.

I den franske domsavsigelsen var SAICO saksøker. Den saksøkte part var ledelsen i selskapet SARL Peronnet, hvor SAICO var minoritetsaksjonær. Ledelsen i SARL Peronnet representerte majoritetsaksjonæren, som var Peronnet-familien.

Grunnlaget for søksmålet var at Peronnet-familien hadde etablert et nytt selskap ved navn SCI. SCI kjøpte eiendom og tok opp lån som de bygde varehus for. Videre leaset de varehusene ut til SARL Peronnet.

I sitt søksmål anførte SAICO at Peronnet-familien hadde tatt en *forretningsmulighet* fra Sarl Peronnet, og de hadde på denne måten beriket seg selv på bekostning av minoritetsaksjonærene.

⁶⁴ Tunnelling by Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes Andrei Shleifer, January 2000, Harvard University Cambridge, Massachusetts

⁶⁵ Investor Protection by Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes Andrei Shleifer and Robert Vishny

SAICO fikk ikke medhold i denne dommen av to grunner. For det første var avtaleforholdet mellom SARL Peronnet og SCI av begge selskapenes interesse. Beviset som lå til grunn for denne slutningen var at salget hos SARL Peronnet hadde økt i avtalens periode. For det andre henførte retten at avtalen var ikke inngått med eneste formål å berike majoritetsaksjonæren. Avtalen hadde også et legitimt forretningsformål.

Fransk rett viste ingen interesse for spørsmålene hvorvidt etableringen av SCI og prisene som SARL Peronnet betalte til SCI var rettferdige for minoritetsaksjonærene. Grunnen til at de ikke gikk inn på disse spørsmålene var at minoritetsaksjonærene hadde ikke hatt et faktisk tap. La Porta antyder sterkt at Common Law ville vært vesentlig mer mistenksomme til denne saken enn hva fransk rett var.

Denne dommen har noen ulikheter med Fjord Line, men den er likevel egnet til å belyse noen av de problemstillingene vi her står ovenfor. For det første er denne dommen basert på tunnelling hvor majoritetsaksjonærer beriker seg på bekostning av minoritetsaksjonærer. I Fjord Line var det ledelse som beriket seg på bekostning av aksjonærene. Dette må således ses på som mindre legitimt, enn om majoritetsaksjonærene beriker seg på bekostning av minoritetsaksjonærer.

For det andre er denne dommen hentet fra fransk rett. Fransk rett har som sagt et dårligere vern for utenforstående investorer, enn det vi har i Norge, så det må antas en ville ha dømt strengere i Norge.

Fransk rett vektlegger også i stor grad at minoritetsaksjonærene ikke har tapt på avtalen. Dette er også grunnen til at de ikke går inn og sjekker om avtalen var rettferdig for minoritetsaksjonærene. TFDS og Fjord1 har tapt alt de eide i Fjord Line og mer til. Fransk rett ville derfor også gransket hvorvidt etablering av KS Nordsjøferger og KS Bergensfjord, samt størrelsen på leien ville vært rettferdig for aksjonærene i Fjord Line.

Selskapsloven (Inhabilitet)

Selskapsloven (1985) §2-17: ”Styremedlem eller daglig leder må ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av noe spørsmål som har slik særlig betydning for ham selv eller nærstående at han må anses for å ha en fremtredende personlig eller økonomisk særinteresse i saken.” Den samme bestemmelsen er også gjengitt i Aksjeloven (1997) § 6-27, første ledd.

Denne regelen er preseptorisk, hvilket vil si at lempninger ikke kan avtales, dog den legger ikke hindringer for mer skjerpene avtaler. Videre er det ikke enhver særinteresse som kvalifiserer til inhabilitet. Den skal være fremtredende og av en slik art at den virker motiverende for vedkommendes overveielser og standpunkttagen. Regelen omfatter også særinteresse for *nærstående*, som kan være familie, venner, men også forretningsforbindelser i visse tilfeller⁶⁶.

Tre av styremedlemmene i Fjord Line hadde økonomisk særinteresse ved etableringen av KS Nordsjøferger. Hvorvidt denne var fremtredende er det også grunn til å tro, når disse styremedlemmene hadde skutt inn henholdsvis 2,4Mkr, 1,2Mkr og 0,4Mkr i det selskapet de forhandlet med. Styreformannen i Fjord Line, Peter Frølich, hadde i tillegg lånefinansiert eierposten sin ved å gi pant i egen bolig.

Straffeloven

Straffeloven gir hjemmel for fengselsstraff. For å kunne dømme noen etter Straffeloven kreves det derfor bevis og ikke bare en overvekt av sannsynlighet. § 275 og § 276 gir hjemmel for fengselsstraffer i inntil 3 og 6 år for henholdsvis utroskap og grov utroskap.

I den mest omfattende korrupsjonssaken som har blitt etterforsket i Norge (2003), ble en 53 år gammel mann dømt for *grov utroskap*, med ubetinget fengsel i fem år og seks måneder. Han ble også dømt til å betale tilbake 11 Mkr. Mannen var ansvarlig for innkjøp av utstyr til ulike vannprosjekter for en hjelpeorganisasjon. Han ble dømt for å ha mottatt bestiktelser, samt manipulert innkjøpsprosesser, slik at det ikke fant

⁶⁶ Selskapsloven med kommentarer, Gyldendal Norsk Forlag AS 2005, Geir Woxholth

sted konkurranse mellom ulike tilbydere, slik hjelpeorganisasjonens innkjøpsregler foreskrev⁶⁷.

Denne mannen gjorde seg skyld i å påføre hjelpeorganisasjonen en merkostnad, ved å forhindre potensielt billigere tilbydere å legge frem sine tilbud. Han mottok videre en andel av denne merkostnaden for hjelpeorganisasjonen, gjennom en utbetaling fra tredje part, den samarbeidende kontrahenten.

Fjord Line sin ledelse påførte også Fjord Line en merkostnad. De mottok imidlertid ikke utbetaling fra en tredje part, men gjennom eierskap i Fjord Line sin medkontrahent. Det er mulig at det var ekstra skjerpene å påføre en hjelpeorganisasjon en merkostnad, enn det var å påføre Fjord Line en merkostnad. Det er imidlertid vanskelig å forstå at det er mindre legitimt å motta en utbetaling gjennom en tredje part, enn om den skjer gjennom eget selskap, slik det skjedde i Fjord Line.

Det er én forskjell mellom saken som er beskrevet over og Fjord Line. Denne forskjellen ligger i beviselighet. Mannen som ble dømt i eksempelet ovenfor mottok et større pengebeløp fra flere av de selskapene som hjelpeorganisasjonen hadde inngått kontrakter med. Disse overføringene var riktignok litt vanskelig å finne, siden de ble gjort utenlands. Da disse først ble funnet kunne de brukes som bevis på at vedkommende hadde mottatt bestikklser. Overføringene ville likeledes være en sterk indikasjon på at han hadde manipulert innkjøpsprosessen.

Når det gjelder Fjord Line vil det også kunne bevises at ledelsen mottok overføringer. Det vil imidlertid bli mye vanskeligere å bevise en årsakssammenheng mellom overføringene og bevisste handlinger motivert av egen vinning. Her kan ledelsen forsvare seg først og fremst med at overføringene ble utløst av at TFDS og Fjord1 gav bort aksjene sine. Dersom retten likevel skulle komme til at overføringene skjedde på det tidspunktet da avtalene med de skipseiende selskapene ble inngått, kan de fortsatt fraskrive seg skyld. Dette kan de gjøre ved å gjøre seg dumme og argumentere for at det sett i ettertid var en forretningsmessig dårlig avtale, men på tidspunktet avtalen

⁶⁷ www.okokrim.no

med KS Nordsjøferger ble inngått var det et håp om vekst etc. Når det gjelder avtalen med KS Bergensfjord må de argumentere for at de hadde et desperat behov for å øke egenkapitalandelen, selv om de måtte gi selgerkreditt. På denne måten kan de således svekke oppfatningen av at det var bevisste handlinger med egen vinning for øyet, som lå til grunn for de disposisjonene de gjorde for Fjord Line.

Resonnement som bevis på ”utroskap”

Det er mulig å føre bevis på at avtalen med KS Nordsjøferger var et dårligere alternativ for Fjord Line enn egen finansiering gjennom emisjon, sett fra det tidspunktet avtalen ble inngått. Dette kan gjøres ved at en ser på mulige utfall av avtalen og sammenligner disse med egen finansiering.

Fjord Line hadde opsjon på gjenkjøp av MS Fjord Norway. Dersom de hadde benyttet seg av denne ville de fått tilbake deler av leien, samt at oppgraderingskostnaden ville ha tilfalt dem. Dette ville ført til at store verdier hadde blitt værende i selskapet, slik at TFDS og Fjord1 ikke hadde vært nødt til å gi bort aksjene i Fjord Line vederlagsfritt. Verdier som ble betalt ut av Fjord Line, men som de kunne fått tilbake dersom de benytte seg av gjenkjøp defineres her som *opsjonsbaserte overføringer*.

Leien som Fjord Line skulle betale var definert ut fra KS Nordsjøferger sine utgifter og bestod av fire elementer⁶⁸. For det første skulle Fjord Line dekke Nordsjøferger sine driftskostnader. For det andre skulle eierne i KS Nordsjøferger få utbetalt 16 % p.a. av innbetalt selskapskapital. Initialt hadde deltakerne betalt inn 112,5 millioner kroner. Videre skulle Fjord Line betale rentene på lånet til Nordsjøferger. Dette lånet var initialt på 262,5Mkr og var nominert i Euro. Til slutt skulle også Fjord Line betale avdragene på lånet til Nordsjøferger. Det ble betalt 2,9 millioner Euro i avdrag i 2003⁶⁹, 1,4 millioner Euro i 2004, mens det i følge avdragsprofilen skulle betales 2,8 millioner Euro i 2005⁷⁰. Avdragene var imidlertid *opsjonsbaserte* og utgjorde til sammen 55Mkr. Verdien på oppgraderingen var 42Mkr, slik at samlede *opsjonsbaserte* overføringer var 97Mkr.

Verdien av de opsjonsbaserte overføringene tilfalt KS Nordsjøferger da de vederlagsfritt overtok aksjemajoriteten i Fjord Line.

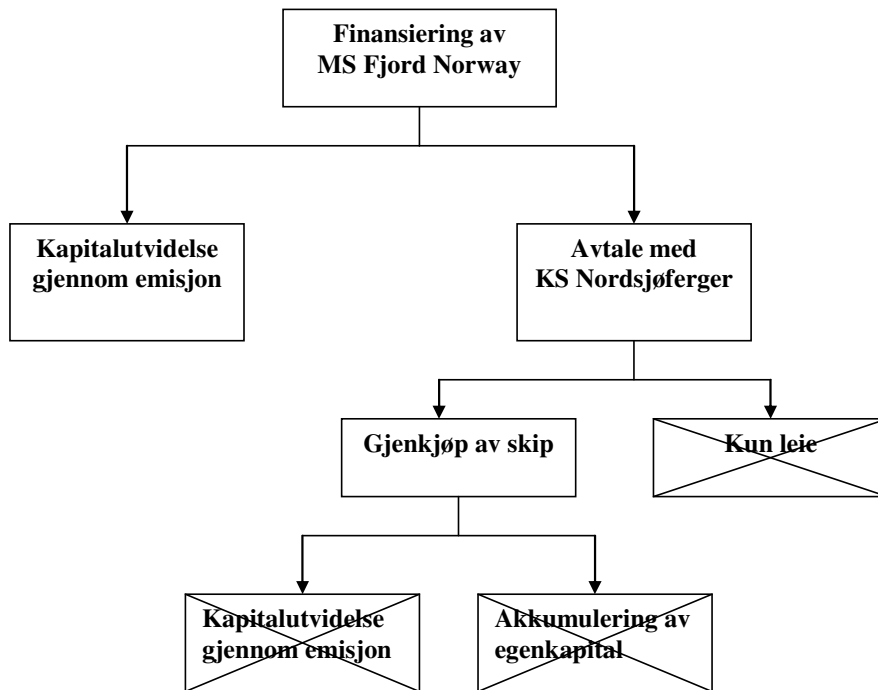
Det kan henføres at overføringen av verdier skjedde som følge av at TFDS og Fjord1 solgte aksjene sine *billig* til KS Nordsjøferger. Ved å se på Fjord Line sine valgmuligheter når avtalen med KS Nordsjøferger inngås, vil en derimot se at Fjord Line uansett pådro seg en merkostnad gjennom denne avtalen.

⁶⁸ Prospekt NF, 4.1 Bareboat-certeparti

⁶⁹ ÅR NF03, N5

⁷⁰ ÅR NF04, N5

Figuren under viser beslutningsmulighetene til Fjord Line, gitt at de uansett skulle kjøpe MS Fjord Norway.



Utgangspunktet til Fjord Line når de skulle anskaffe nytt skip, måtte være at de skulle kjøpe det selv. En må anta at Fjord Line valgte å bruke KS Nordsjøferger fordi de ikke hadde nok egenkapital selv til å kjøpe MS Fjord Norway. Fjord Line hadde rekordtrafikk i 2002 med resultatforbedring på 87,2 Mkr og et resultat før skatt på 39,2 Mkr⁷¹. Dette var omstendigheter som la godt til rette for kapitalutvidelse gjennom emisjon. Man legger derfor til grunn at kostnader til finansiering, utover hva denne emisjonen ville ha kostet, blir merkostnader for Fjord Line sine aksjonærer.

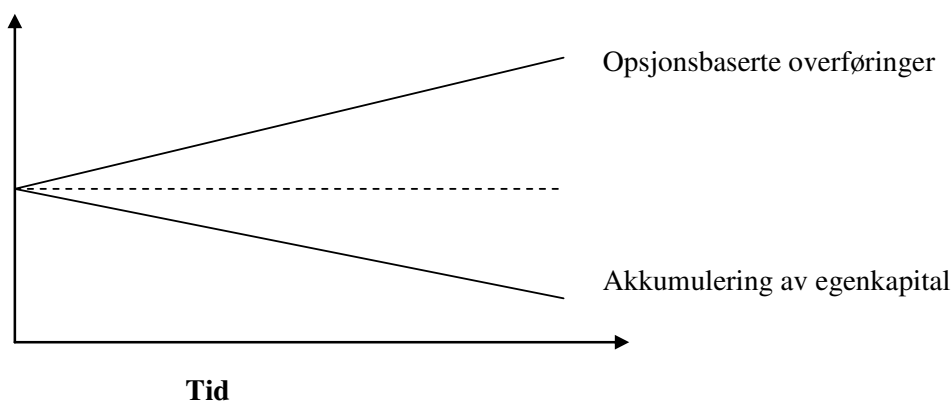
Fjord Line kunne ikke ha ment å bare leie MS Fjord Norway, uten å kjøpe den tilbake. I så fall ville de ha akseptert at de opsjonsbaserte overføringene var en leieutgift. Denne leien ville da ha vært nesten dobbelt så høy som markedsleien.

En må dermed kunne slå fast at Fjord Line hadde planer om gjenkjøp av skipet. For å kunne kjøpe igjen skipet måtte de da ha en plan for finansiering. Det må antas at denne planen ikke innebar en emisjon. Dette fordi de ikke valgte emisjon i utgangspunktet. Avtalen med KS Nordsjøferger ville i så tilfelle bare ha forårsaket unødige transaksjonskostnader, dersom de på et senere tidspunkt likevel skulle foretatt en emisjon. Dessuten kunne de vanskelig ha funnet et bedre tidspunkt for emisjon, enn da de inngikk avtalen.

Dersom ledelsen i Fjord Line handlet på vegne av sine aksjonærer, sitter en da igjen med bare en forklaring på denne avtalen. Denne er at Fjord Line ønsket å akkumulere nok egenkapital slik at de fikk investeringskapasitet til å kjøpe ut skipet. KS Nordsjøferger måtte ut med 112Mkr i egenkapital til finansiering. Dette tilsvarer tre år med rekordoverskudd, likt det Fjord Line hadde i 2002. Bare ut fra disse tallene kan denne planen synes dristig. Aksjonærene i Fjord Line kunne i så tilfelle ikke forvente seg noe utbytte på en stund.

Det er også en annen grunn til at Fjord Line ikke kunne hatt dette som formål med avtalen. Dette er at avtalen i seg selv reduserer muligheten for oppfyllelse. Dette kan illustreres på følgende måte:

⁷¹ ÅR FL02, styrets melding



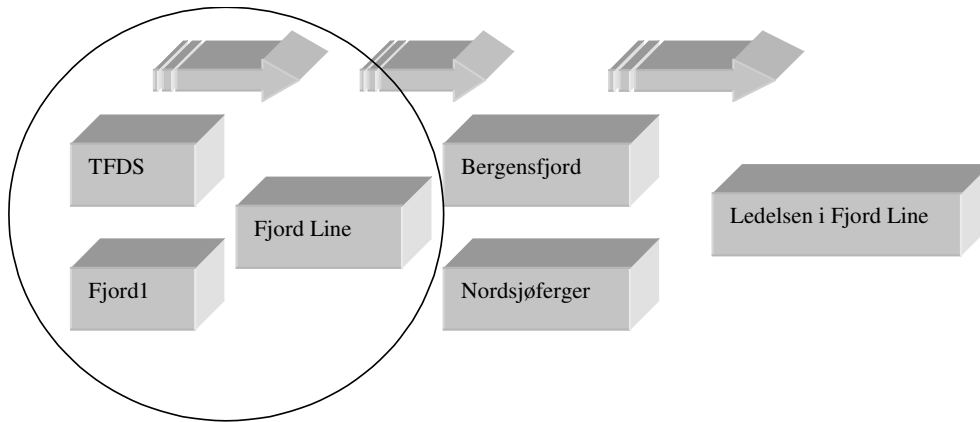
De *opsjonsbaserte overføringene* reduserer Fjord Line sin egenkapital tilsvarende. Avtalen i seg selv er derfor med på å redusere Fjord Line sin fremtidige investeringskapasitet. Dette reduserer dermed Fjord Line sin mulighet til å kjøpe skipet tilbake.

De *opsjonsbaserte overføringene* belastet Fjord Line sine likvider. Dette gjorde at avtalen var egnet til å føre Fjord Line inn i en likviditetsfelle. En likviditetsfelle oppstår når et selskap mangler likvide midler. De kan gjerne ha underliggende verdier, men de har likevel ikke penger til å betale for seg. Aksjonærer vil i et slikt tilfelle stå overfor to valgmuligheter. De må enten selge seg ut eller de må investere ytterligere. Fjord Line havnet i en slik likviditetsfelle, hvor hovedaksjonærene valgte å gi bort aksjene, fremfor å foreta nye investeringer.

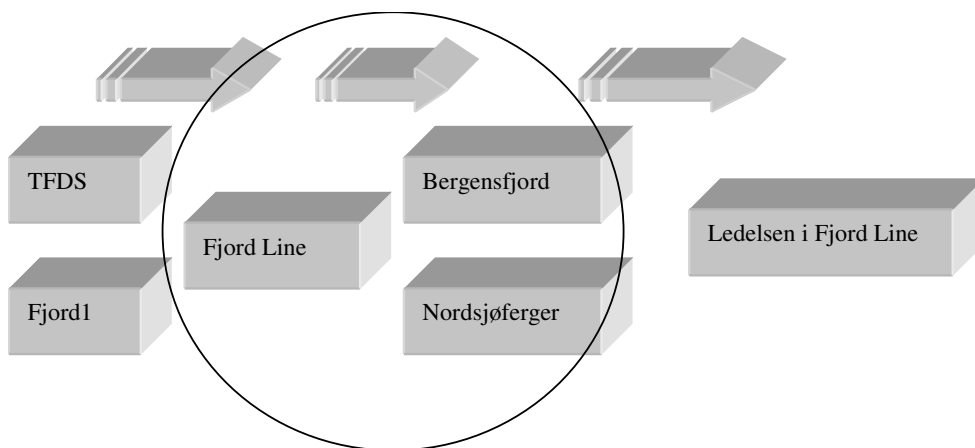
Alle utfallene av avtalen mellom Fjord Line og KS Nordsjøferger var synlige allerede på avtaletidspunktet, og de var mindre gunstig enn en egen emisjon. Dette betyr for det første at ledelsen valgte å belaste sine aksjonærer for en merkostnad. Dernest var denne beslutningen såpass viktig at den må både ha vært synlig og fremtredende for det daværende styret. En må også anta at det sittende styret hadde tilstrekkelig forretningsmessig bakgrunn til å forstå hva de gjorde. Under disse forutsetningene må en dermed kunne slå fast at styremedlemmer i Fjord Line valgte å påføre sine aksjonærer en merkostnad, noe som kun kan ha vært motivert ut fra egen vinning.

Kapittel VI: Oppsummering og konklusjon

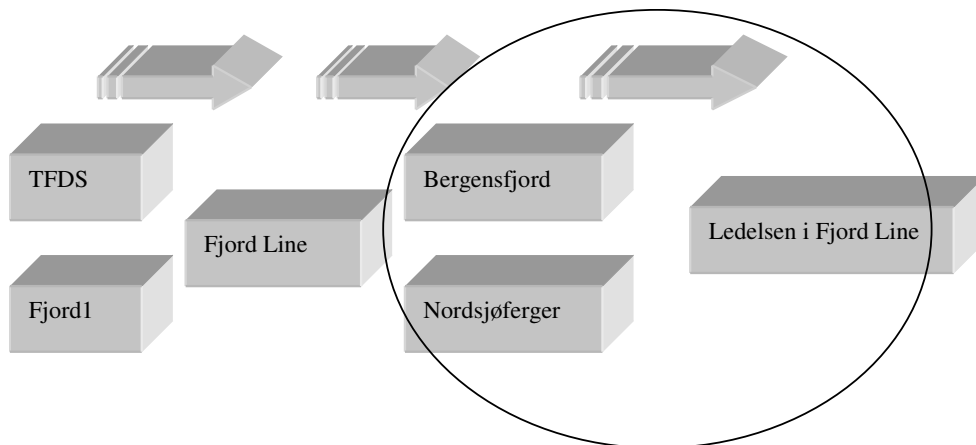
Problemstillingen for denne oppgaven var hvordan ledelsen i Fjord Line overførte verdier fra aksjonærene til seg selv. Dette skjedde gjennom tre ledd.



I det første leddet har vi sett at TFDS og Fjord1 tapte henholdsvis 178Mkr og 80Mkr på Fjord Line.

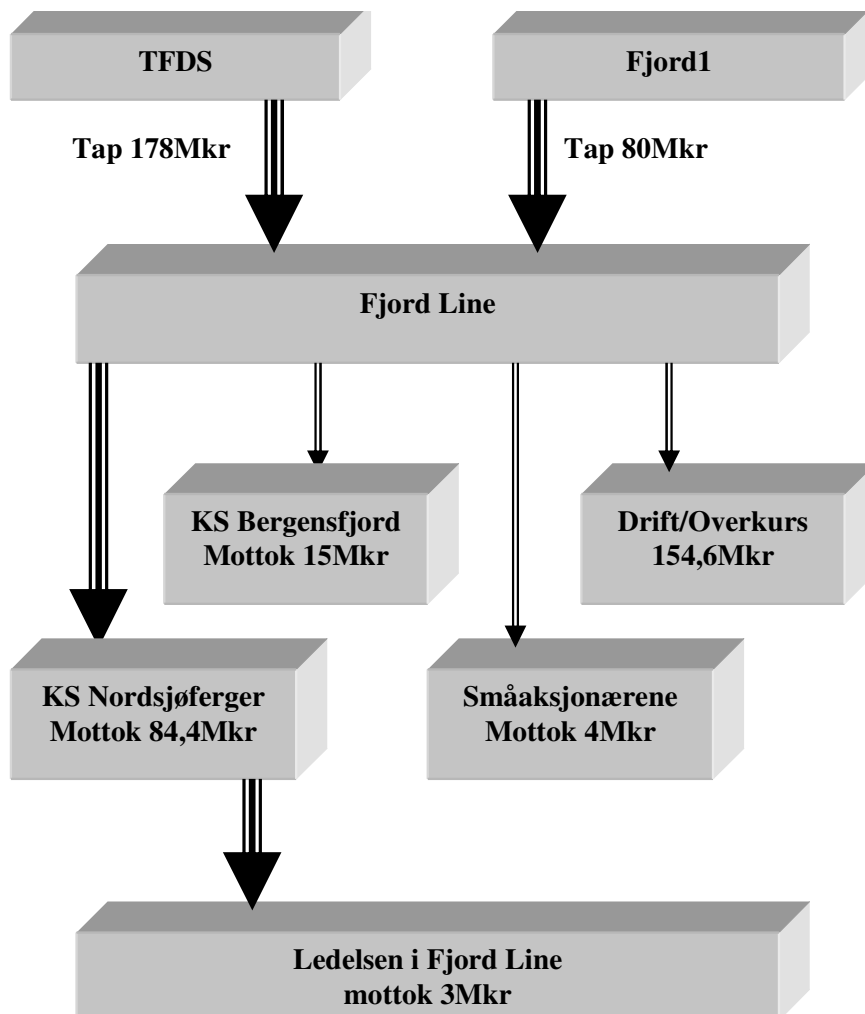


I påfølgende ledd såg vi på samtlige av overføringene fra Fjord Line til KS Nordsjøferger. Her ble det funnet overføringer gjennom oppgraderinger, vanlig leie og selgerkreditt gitt til KS Bergensfjord. Disse utgjorde til sammen 190Mkr, mens markedsleien for den aktuelle perioden var estimert til 105,6Mkr. Dette gav grunnlag for å si at 84,4Mkr ble overført fra Fjord Line til KS Nordsjøferger uten vederlag.



Det ble ikke funnet eierskap i KS Bergensfjord hos ledelsen i Fjord Line. I KS Nordsjøferger ble det funnet eierinteresser hos tre av styremedlemmene i Fjord Line. Disse eierandelene tilsvarte minst 3,5 % av KS Nordsjøferger i oktober 2005.

Pengestrømmen fra Fjord Line sine hovedaksjonærer til ledelsen kan oppsummeres og illustreres på følgende måte:



Vi ser her at den største delen av tapene til hovedaksjonærene i Fjord Line ble tapt enten ved at de kjøpte aksjene for dyrt eller gjennom driften. Det er blir således bare en mindre del av hovedaksjonærenes samlede tap som fant veien til ledelsen. Likevel er beløpene såpass store for mottakerne at de kan ha vært egnet til å påvirke deres disposisjoner på vegne av Fjord Line.

Vi har sett at de kontrollmekanismene som skulle fange opp disse overføringene ble deaktivert. Representanter fra ledelsen hos hovedaksjonærene TFDS og Fjord1 fikk tilbud om å kjøpe andeler KS Nordsjøferger. Dette gjorde de også. Hovedaksjonærene fikk dermed mindre insentiv til å motvirke de vederlagsfrie overføringene.

Småaksjonærene ble lovd at de fortsatt hadde verdier i sine aksjer, slik at disse heller ikke hadde insentiv til å undersøke forholdene. TFDS og Fjord1 er store selskaper med sterk kjernevirksomhet. Dette har også vært en forutsetning for at deres aksjonærer ikke har vist noen interesse for disse tapene. Hadde disse selskapene vært mindre, ville aksjonærene deres blitt hardere rammet, og de ville dermed hatt større grunn til å undersøke tapene. Det lyktes også å få media til å tro at tapene skyldtes markedsforhold og økt konkurranse.

Disposisjonene som er foretatt av ledelsen i Fjord Line er sannsynligvis ulovlige både i sivil- og strafferetten. Det kan enkelt bevises at Fjord Line sin ledelse har tjent på avtalen med KS Nordsjøferger, mens aksjonærene har tapt. Det kan imidlertid bli vanskelig og ressurskrevende å bevise at ledelsen i Fjord Line inngikk avtalen med KS Nordsjøferger i den hensikt å berike seg selv.

Dersom denne saken blir etterforsket, tror jeg TFDS og Fjord1 vil tape enda mer. Dette fordi veien til å få tilbakeført penger er lang, samt at de vil få selskapene sine knyttet til korrupsjon. Jeg tror likevel samfunnet er tjent med en etterforskning. Oppmerksomheten rundt en slik sak vil virke preventivt mot at andre gjør noe lignende i fremtiden. En etterforskning vil også kunne øke kompetansenivået og oppmerksomheten rundt denne typen aktiviteter, slik at den blir enklere å avsløre.

Siden jeg dumpet bort i denne saken, vil jeg anta at dette er langt fra den eneste. Jeg vil derfor tro at omfanget av denne typen verdioverføringer er betydelig større enn

hva man tror. Selv om store deler av disse tapene blir tilsynelatende pulveriserte, tror jeg at enda større verdier går tapt fordi tilliten fra eierne til selskapsledelsen svekkes.

Jeg tror at det norske samfunnet ville vært tjent med å iverksette preventive tiltak mot utroskap hos ledelsen. Jeg er ganske sikker på at dette vil gi større effekt enn etterforskning og straff i etterkant i de få tilfellene slikt blir oppdaget. Et forslag til et preventivt system kan være å gi alle selskaper et lovpålagt krav om å registrere mottakeren til større utgående transaksjoner. Et interaktivt system vil kunne varsle om en eventuell match mellom de som er inhabile i forhold til transaksjonen og eierne i selskapet som er mottaker for transaksjonen. Alle matcher vil videre måtte presenteres for eierne på generalforsamlingen. Et system som dette blir mer og mer gjennomførlig ettersom de fleste regnskapssystem allerede er interaktive. Dette systemet vil koste både bedrifter og samfunnet relativt mye. Jeg tror likevel at eierne i mange større norske bedrifter vil være villig til å betale for dette som en forsikring mot at verdier forsvinner ut.

Jeg tror også at myndighetene kan hente synerger fra informasjonen som samles. I dag er det bare bankene som har systemer for å varsle om uregelmessigheter på transaksjonsnivå. Dette systemet er kostbart og er blitt kritisert for ikke å være spesielt effektivt. Dersom man flytter dette kontrollpunktet fra bankene og inn i regnskapsplikten, vil en få et bredere informasjonsgrunnlag til å selektere kandidater som skal etterforskes for hvitvasking og annen type økonomisk kriminalitet. Dette systemet vil sannsynligvis koste en del mer enn de systemene som foreligger i dag. Det vil imidlertid være en stor fordel at kostnadene fordeles til bedrifter, ved at regnskapsplikten blir noe mer ressurskrevende å oppfylle.

Jeg tror uansett ikke at et system som dette kan utrydde økonomisk kriminalitet fullt ut. Jeg er imidlertid overbevist om at vi må være i kontinuerlig forbedring for å kunne redusere økonomisk kriminalitet og i så henseende vil dette være et godt steg på veien.

Kilder

Årsregnskaper, selskapsrapporter og prospekter

- Årsregnskap for TFDS, 2002 (Note 5, 17, 6 og styrets beretning)
- Delårsrapport for TFDS, 3. kvartal 2005 (styrets beretning)
- Pressemelding fra TFDS, 28.10.05
- Årsregnskap for Fjord1, 2004 (note 5, note 12)
- Årsregnskap for Fjord1, 2002 (note 7, note 13)
- Årsregnskap for Fjord1, 2003 (note 5)
- Årsregnskap for KS Nordsjøferger, 2003 (note 10, note 5, note 6)
- Årsregnskap for TFDS, 2003 (note 10)
- Årsregnskap for KS Bergensfjord, 2004 (styrets beretning, note 1, note 3, note 2)
- Prospekt på tegningsinnbydelse til KS Nordsjøferger (2 definisjoner, 3 bakgrunn/sammendrag, 4.1 Bareboat-certeparti, 4.2 kjøp av opsjoner, 4.3 salg av opsjoner)
- Årsregnskap Fjord Line, 2003 (styrets beretning)
- Årsregnskap for KS Nordsjøferger, 2004 (note 5, note 6)
- Årsregnskap for Fjord Line, 2004 (note 5, note 3, note 11)
- Årsregnskap for TFDS, 2004 (note 20)
- Årsregnskap for OVDS, 2004 (note 5)

Nettsider og søkeinformasjon

- <http://www.fjordline.com/article.php?id=127&p=>
- http://www.tfds.no/no/default.aspx?sak=1215&side_id=2
- <http://www.fjord1.no/default.asp?page=15>
- Meldepliktig handel (flagging) på Oslo Børs 06.11.00 (ticker BNR)
- Meldepliktig handel på Oslo Børs 06.12.02 (ticker BNR)
- <http://www.fjord1.no/default.asp?page=525&article=598>
- Generalforsamlingsinfo på Oslo Børs, 09.12.02 og 03.02.03 (ticker BNR)
- Kunngjøring om nyetablering i Brønnøysundregisteret for Nordsjøkameratane DA, 14.01.03
- Kunngjøring om endring av deltakere for Nordsjøkameratane DA, 05.12.05
- <http://www.fjordline.com/index.php?c=115&kat=Aksjeeiere> (dato 21.04.06)
- http://www.norgesbank.no/stat/renter/pmarked/d_obl_n.html
- http://www.pwc.com/no/nor/ins-sol/publ/pdf/MentorAjour_Januar04.pdf
- www.okokrim.no (UNICEF-saken)
- www.ravninfo.no (for alle selskapstall og styreinformasjon)

Aviser

- Sogn Avis 05.11.05
- Bergens Tidende 05.11.05
- Dagens Næringsliv 17.01.05

Litteratur

- Finansiell styring, Norbok AS 1987, Kjell Banken og Tor Busch
- Leasing av realkapital, Universitetsforlaget AS 1997, Harald S. Olsen
- Selskapsloven med kommentarer, Gyldendal Norsk Forlag AS 2005, Geir Woxholth

Telefonsamtaler

- Jens Kristian Johansen, tidligere Finansdirektør i TFDS (20.04.06)
- Olav Smørddal, Konsernsjef i Fjord1 (19.04.06)