

Wenche Barbara Myrvang

Julie Merete Jakobsen

**Kravet til forsvarlig egenkapital og likviditet
i lys av juridisk og finansiell teori**

Masteroppgave i økonomi og administrasjon

Handelshøyskolen ved OsloMet - storbyuniversitetet

2018

Sammendrag

Denne masteroppgaven analyserer kravet om forsvarlig egenkapital og likviditet i lys av juridisk og finansiell teori. Oppgaven drøfter påstanden om at styremedlemmer i børsnoterte selskaper overholder loven om forsvarlig egenkapital, så lenge børslovens informasjonsplikt overholdes, og børsprisingen tilsier at egenkapitalen er forsvarlig. Problemstillingen er om praktiseringen av forsvarlighetskravet er uegnet for børsnoterte selskaper. Ved å beregne avvik mellom reell egenkapital og børsverdi for det børsnoterte selskapet RXT, skal vi avgjøre hvorvidt opplysningsplikten ble holdt. Videre drøfter oppgaven hvorvidt markedet mente at selskapet hadde en forsvarlig egenkapital og likviditet. Avslutningsvis drøfter vi hvorvidt ledelsen var klar over markedets oppfatning. Vi fant at RXT overholdt opplysningsplikten, og at investorene mente egenkapitalen og likviditeten var forsvarlig. Som en konsekvens mener vi at praktiseringen av forsvarlighetskravet i aksjelovgivningen kun er en formalitet, fordi det ikke øker styrets forståelse av selskapets økonomiske stilling.

Abstract

This master thesis analyses the requirement to have reasonable equity and liquidity in light of judicial and financial theory. The paper discusses whether board members in listed companies comply with the regulation, as long as the duty to disclose information to the market is maintained, and the stock price does not imply a need to act. The research question is whether the application of the requirement in the Court is unsuited for listed companies. By calculating the deviation between the stock value and the real value for the listed company RXT we will see whether the duty to disclose information was observed. We then discuss the stock markets' opinion regarding the equity and liquidity situation. Finally, we discuss whether the management and board members were aware of the markets' opinion. We found that RXT maintained the duty to disclose information to the market, and that the investors considered the equity and liquidity as reasonable. Consequently, we find the requirements on the board imposed by the Courts interpretation of the regulation, leads to the requirement being a formality – requiring assessment that do not in substance increase the boards understanding of the company's financial position.

Forord

Masterutredningen er skrevet som et avsluttende ledd i masterstudiet ved Handelshøyskolen ved OsloMet.

Vi vil takke tidligere styreformann Kristen Stein Jakobsen som har vært behjelpelig med nødvendig informasjon og innsikt i saken. Til slutt ønsker vi å rette en stor takk til vår veileder, Erik Friis Fæhn, for gode innspill og diskusjoner underveis.

Samarbeidet med undertegnede har gått over all forventning, og det har vært en fryd å skrive masteroppgaven sammen. Takk for godt faglig, og sosialt samhold.

Innholdsfortegnelse

1. INNLEDNING	9
1.1. BAKGRUNN FOR VALG AV TEMA OG FORMÅL	9
1.2. PROBLEMSTILLING	10
1.3. OPPGAVENS OPPBYGNING	11
2. BAKGRUNNSINFORMASJON	12
2.1. KORT OM RXT	12
2.2. HISTORISKE FINANSIELLE TALL	13
2.3. KORT OM DOMMEN	16
3. RETTSLIGE RAMMER	17
3.1. RETTSKILDEBILDET	17
3.2. ANSVARSBEGRENSNINGEN	18
3.3. ERSTATNINGSANSVAR	19
3.4. KRAV OM FORSVARLIG EGENKAPITAL OG LIKVIDITET	21
3.4.1. BEGREPET EGENKAPITAL	22
3.4.2. FORSVARLIG EGENKAPITAL	23
3.5. STYRETS HANDLEPLIKT	25
3.6. EIERSTYRING OG SELSKAPSLEDELSE	26
3.6.1. OPPLYSNINGSPLIKT	27
4. FINANSTEORI	30
4.1. MARKEDSEFFISIENS	30
4.2. AVKASTNINGSKRAV	31
4.2.1. KAPITALKOSTNAD - WACC	31
4.3. KAPITALVERDIMODELLEN	32

4.3.1. RISIKO OG BETA	33
4.4. LIKVIDITET	33
4.4.1. FACTORING	33
4.4.2. FORTSATT DRIFT	34
4.5. EGENKAPITAL	35
4.6. VERDIVURDERING AV EGENKAPITAL	35
4.6.1. MARKEDSVERDI	35
4.6.2. BOKFØRT VERDI	36
4.6.3. VIRKELIG VERDI	36
4.7. EBITDA	36
4.8. ARBEIDSKAPITAL	37
4.9. EMISJON	37
4.10. EIERSTYRING OG SELSKAPLEDELSE	37
5. VERDSETTELSESMETODER	38
<hr/>	
5.1. KONTANTSTRØMBASERTE METODER	38
5.2. KOMPARATIV VERDSETTELSE	39
5.2.1. BALANSEBASERTE VERDSETTELSESMETODER	41
5.2.2. SUPERPROFITTMETODEN	42
5.2.3. OPSJONSBASERT TILNÆRMING	42
6. FORSVARLIG EGENKAPITAL	43
<hr/>	
6.1. BAKGRUNN FOR VERDSETTELSESMETODE	43
6.1.1. NEDSKRIVNINGSTEST 30.01.2012	43
6.1.2. VERDSETTELSE BASERT PÅ NEDSKRIVNINGSTEST 30.01.2012	45
6.1.3. FORUTSETNINGENE FOR VERDSETTELSE AV EGENKAPITALEN	46
6.2. AVKASTNINGSKRAV	48
6.2.1. AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN – CAPM	48

6.2.1.	SMÅBEDRIFTSPREMIE	55
6.2.2.	AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN	56
6.2.3.	KREDITTPREMIEN TIL LÅNERENTEN	56
6.2.4.	BEREGNING AV WACC	60
6.2.5.	STYRETS AVKASTNINGSKRAV	61
6.3.	VERDSETTELSE AV EGENKAPITAL	61
6.3.1.	VERDSETTELSE BASERT PÅ BUDSJETT FREMLAGT FOR STYRET 30.11.11:	62
6.3.2.	VERDSETTELSE BASERT PÅ PRESENTASJON NORFIELD 22.12.11:	63
6.3.3.	VERDSETTELSE BASERT PÅ BUDSJETT FREMLAGT FOR STYRET 22.02.2012:	64
6.3.4.	VERDSETTELSE BASERT PÅ BUDSJETT FREMLAGT FOR STYRET 25.04.12:	65
6.3.5.	VERDSETTELSE BASERT PÅ BUDSJETT FREMLAGT FOR STYRET 22.05.12:	66
6.3.6.	VERDSETTELSE BASERT PÅ STYREMØTET 06.07.12:	67
6.4.	BØRSUTVIKLING RXT	68
6.4.1.	ENDRING I BØRSVERDI VED OFFENTLIGGJØRING KONTRAKTER	68
6.4.2.	ENDRING I BØRSVERDI SOM FØLGE AV GEORADAR JV	69
6.4.3.	ENDRING I BØRSVERDI SOM FØLGE AV ANDRE BØRSMELDINGER/ANNEN INFO TIL MARKEDET	69
6.5.	RESULTAT OG DRØFTING – EGENKAPITAL	71
7.	FORSVARLIG LIKVIDITET	76
7.1.	STYREMØTE 30.11.11	77
7.2.	PRESENTASJON NORFIELD 22.12.11	78
7.2.1.	LIKVIDITETSANALYSE JANUAR –MARS 2012	78
7.3.	LIKVIDITETSANALYSE APRIL – JUNI 2012	81
7.4.	LIKVIDITETSANALYSE JULI – SEPTEMBER 2012	82
7.4.1.	LIKVIDITETSANALYSE OKTOBER TIL DESEMBER 2012	84
7.5.	RESULTAT OG DRØFTING – LIKVIDITET	85
7.5.1.	REVISORS ROLLE	85
7.5.2.	DRØFTING – LIKVIDITET	87

8. KONKLUSJON	89
9. LITTERATURLISTE	92
10. VEDLEGG	98
10.1. VEDLEGG 1: REGNSKAP OG BALANSE TIL RXT FRA 2006 -2012	98
10.1.1. ÅRLIG REGNSKAP OG BALANSE	98
10.1.2. KVARTALSVIS REGNSKAP OG BALANSE	99
10.2. VEDLEGG 2: BUDSJETTER FRA STYREMØTENE	101
10.2.1. STYREMØTE 30.11.2011	101
10.2.2. PRESENTASJON FOR NORFIELD 22.12.2011	101
10.2.3. STYREMØTE 22.02.2012	102
10.2.4. STYREMØTE 25.04.2012	102
10.2.5. STYREMØTE 22.05.2012	102
10.2.6. STYREMØTE 06.07.2012	103
10.3. VEDLEGG 3: VERDSETTELSE BASERT PÅ STYREMØTENE	103
10.3.1. STYREMØTE 30.11.2011	103
10.3.2. PRESENTASJON FOR NORFIELD 22.12.2011	104
10.3.3. STYREMØTE 22.02.2012	105
10.3.4. STYREMØTE 25.04.2012	106
10.3.5. STYREMØTE 22.05.2012	107
10.3.6. STYREMØTE 06.07.2012	108
10.4. VEDLEGG 5: BØRSUTVIKLING	109
10.4.1. ENDRING I BØRSVERDI VED OFFENTLIGGJØRING KONTRAKTER	109
10.4.2. ENDRING I BØRSVERDI SOM FØLGE AV GEORADAR JV	110
10.4.3. ENDRING I BØRSVERDI SOM FØLGE AV ANDRE BØRSMELDINGER/ANNEN INFO TIL MARKEDET	111
10.5. AVKASTNINGSKRAV	112
10.5.1. BESKRIVELSE AV SELSKAPENE	112

1. Innledning

1.1. Bakgrunn for valg av tema og formål

Styret i Reservoir Exploration Technology (RXT) ble i Bergen tingrett dømt til erstatning for å ha utvist erstatningsbetingende uaktsomhet. Uaktsomheten var delvis begrunnet i at styret ikke hadde oppfylt sin handleplikt som følge av at selskapet ikke hadde en forsvarlig egenkapital og forsvarlig likviditet. Kravet til forsvarlig egenkapital er derfor sentralt i RXT-saken. Styrets overholdelse av kravet til forsvarlig egenkapital forutsetter en verdsettelse av egenkapitalen. Det vi vil fokusere på i vår oppgave er hvilken betydning et selskaps børsnotering har for beregningene styret er forpliktet til å gjøre.

RXT var et allmennaksjeselskap. Selv om ikke alle allmennaksjeselskaper er børsnotert, må alle børsnoterte selskaper være allmennaksjeselskaper. RXT var også børsnotert. Kravet til forsvarlig egenkapital og likviditet i asal. § 3-4 gjelder etter sin ordlyd likt for alle aksjeselskaper (asl. § 3-4) og allmennaksjeselskaper, børsnotert eller ikke. Et børsnotert selskap er pålagt omfattende opplysningsplikter, og blir kontinuerlig vurdert av investorer. Vurderingen av selskapet kommer til uttrykk gjennom børskursen. Spørsmålet for oss er hvilken betydning dette har for praktiseringen av forsvarlighetskravet.

Dommeren legger i sin begrunnelse ikke vekt på børsverdien, tvert imot; dommeren er kritisk til børsens vurdering av selskapets verdi:

«Retten ser videre bort fra at børsverdien av RXT var positiv, i og med at børskursen etter rettens mening ikke nødvendigvis reflekterer et selskaps reelle verdi. Man kan heller ikke stole på at børskursen gir en skikkelig indikasjon på hva et selskap kan innhente av ny egenkapital. Analysen av merverdiene i selskapet må bygge på en konkret vurdering av hva selskapets eiendeler er verdt». (TBERG-2015-69325 s.36)

Dommerens uttalelser reiser en rekke spørsmål. Er ikke børsverdi reell egenkapital? Er ikke reell egenkapital forsvarlig? Fungerer ikke børskurser som løpende informasjon om verdier, risiko og finansieringsmuligheter? Er ikke børssignaler en retningslinje for ledelsen? Skal ikke ledelsen følge investorene sitt innspill? Er det ikke investorene som avgjør hvorvidt egenkapitalen og likviditeten er forsvarlig?

Vi synes saken er interessant, fordi dommerens uttalelser tilsynelatende strider med veletablert finansteori. Som økonomistudenter er vi introdusert for denne finansteorien, teori med omfattende praktiske følger som er implementert i finansverden. Kapitalverdimodellen, risiko og markedseffisiens er blant noen av teoriene som berører denne saken. Bakgrunnen for at vi har valgt dette temaet er først og fremst fordi det ikke er mange masteroppgaver som ser på dette temaet i lys av både juridisk og finansiell teori, og fordi vi synes det er en viktig problemstilling å belyse.

Vår masteroppgave vil dermed, med utgangspunkt i økonomisk teori, styrebudsjettene, revisorbrev, revisjonsrapporter og børsinformasjon i den aktuelle perioden, drøfte hvorvidt styret faktisk gjennomførte en tilfredsstillende analyse av hvorvidt selskapets egenkapital var «forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten».

1.2. Problemstilling

I vår oppgave skal vi besvare følgende problemstilling:

Er kravet til forsvarlig egenkapital og likviditet i asal. §§ 3-4 og 3-5 uegnet for børsnoterte selskaper?

1.3. Oppgavens oppbygning

Masteroppgaven består av seks deler, innledning, teori, analyse, presentasjon og drøfting av resultater, samt oppsummerende konklusjon.

Analysen har vi valgt å dele i to. Først tar vi for oss egenkapital, deretter likviditet.

Vi vil først beregne avkastningskravet til totalkapitalen til RXT. Videre vil vi lage anslag for reell egenkapital basert på budsjettene behandlet av styret. Beregningene sammenstilles så mot børsverdi, og vi drøfter sammenhengen mellom børsverdi, reell egenkapital og «forsvarlig egenkapital». På bakgrunn av resultatet vil vi vurdere hvorvidt opplysningsplikten ble overholdt, og drøfte hvorvidt egenkapitalen var forsvarlig i henhold til investorene, og hvorvidt ledelsen var klar over investorenes oppfatning.

I den andre delen av analysen vil vi analysere likviditetsbeholdningen til RXT i den aktuelle perioden. Vi vurderer hvorvidt det var tilstrekkelig likviditet for 12 måneders drift (fortsatt drift forutsetning), og ser på eventuelle tiltak behandlet av styret i perioden.

2. Bakgrunnsinformasjon

2.1. Kort om RXT

Informasjon om selskapet er hentet fra midlertidig innberetning til Asker og Bærum tingrett i sak nr:13-102713KON-Aher/1.

RXT ble stiftet i april 2002, den gang under navnet «Terra Seismic AS». I oktober 2004 endret selskapet navn til «Reservoir Exploration Technology AS», og i november året etter ble det gjort om til et allmennaksjeselskap. Det ble notert på Oslo Børs 21. desember 2006.

RXT var i sin tid det eneste marine-geofysiske selskapet med spesialisering i multi-komponent havbunnsseismikk. Selskapets formål var å drive seismiske undersøkelser av havbunnen for oljeselskaper. Undersøkelsene gikk ut på å plassere sensorkabler på havbunnen, for så å «skyte» mot havbunnen fra en «skytebåt». Sensorkablene registrerer refleksjonene som oppstår, og man danner dermed et bilde av havbunnen. Slike undersøkelser innebærer mye risiko, og er mer ressurskrevende enn overflateseismikk. På den annen side gir havbunnsseismikk mye bedre bildekvalitet enn overflateseismikk.

RXT holdt i første omgang til i lokaler i Lysaker, men fikk allerede i 2004 tilstedeværelse i Houston i USA. I årene som kom var selskapet i vekst, og etablerte i den forbindelse RXT2 i 2006, et nytt team som skulle lede oppdrag i Nordsjøen, og senere Vest-Afrika. De tre påfølgende årene ble ytterligere tre nye team etablert. RXT3 med oppdrag i det kaspiske hav og Brasil, og RXT4 og RXT5 med oppdrag i henholdsvis Nordsjøen og Brasil.

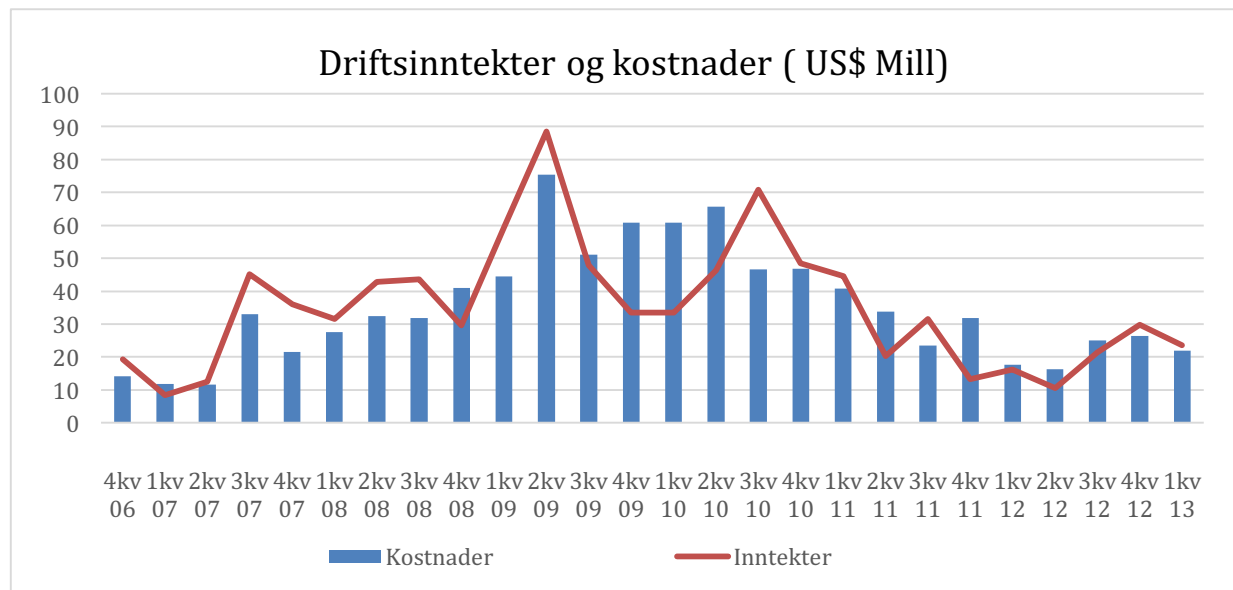
I tillegg til å være kapitalkrevende medførte veksten kapasitetsutfordringer, som igjen resulterte i kostnadsoverskridelse og lav lønnsomhet. Finanskrisen i 2008 begrenset videre tilgangen på nødvendig kapital. Til tross for utfordringene i finansmarkedene, presterte RXT å hente inn

tilstrekkelig kapital og kom seg gjennom 2009. Selskapet iverksatte effektiviseringstiltak, men oppnådde ikke lønnsomhet. Fra 2010 opplevde konsernet nedgang i salgsinntekter, mye som følge av nedskalering av virksomheten i 2009 og dårlige driftsresultater.

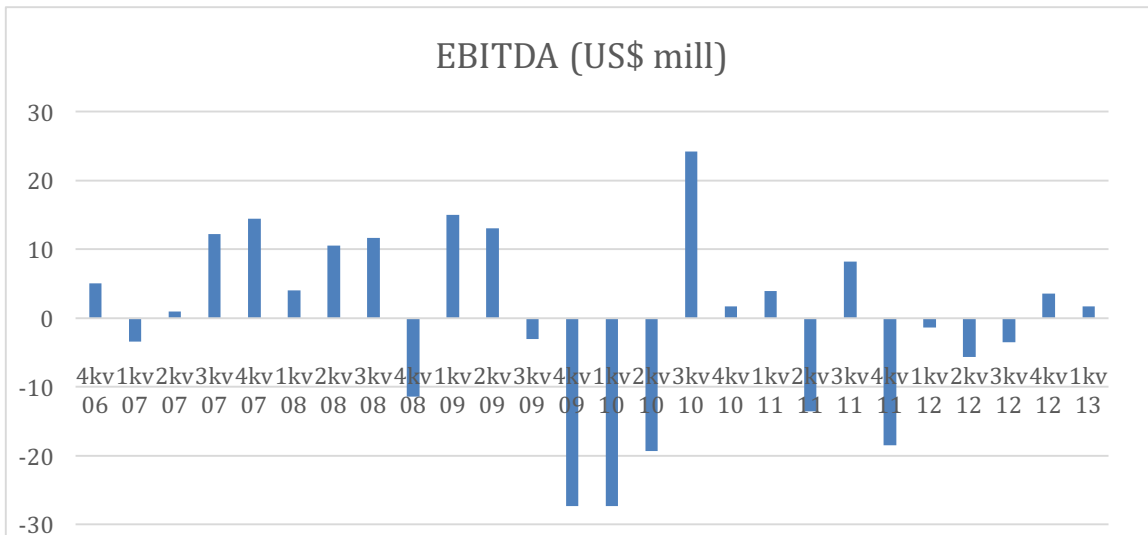
Selskapet opplevde tekniske problemer og værmessige utfordringer i starten av 2012. Et prosjekt med Shell ble derfor utsatt. Stans av prosjektet førte til store tap, og da prosjektet ble gjenopptatt i februar 2013 hadde RXT store økonomiske problemer (Selmer, 2014). Etter flere utfordrende år åpnet selskapet konkurs i juni 2013.

2.2. Historiske finansielle tall

Figur 1 og 2¹ nedenfor viser henholdsvis driftsinntekter og kostnader per kvartal, og EBITDA i perioden 2006 – 2013:



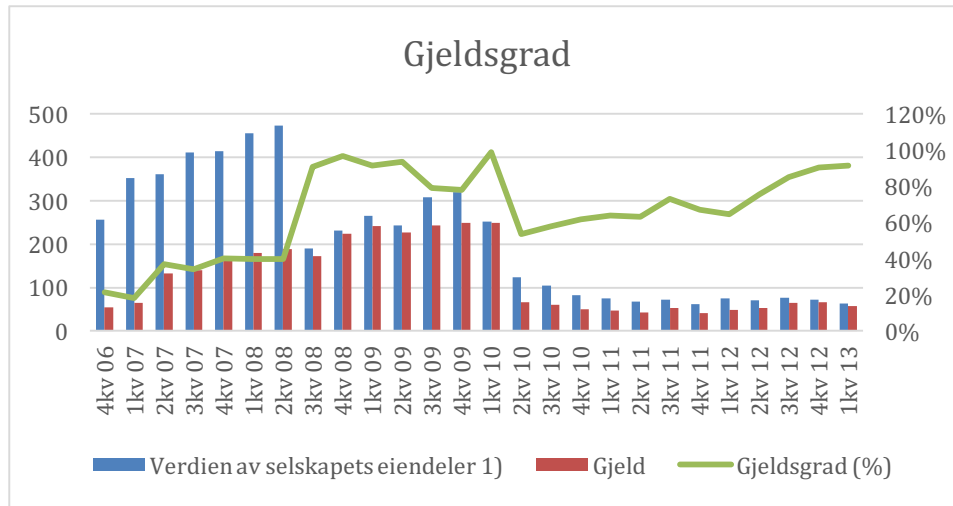
¹ Figur 1, 2, 3 & 4: Basert på RXT sine kvartalsrapporter



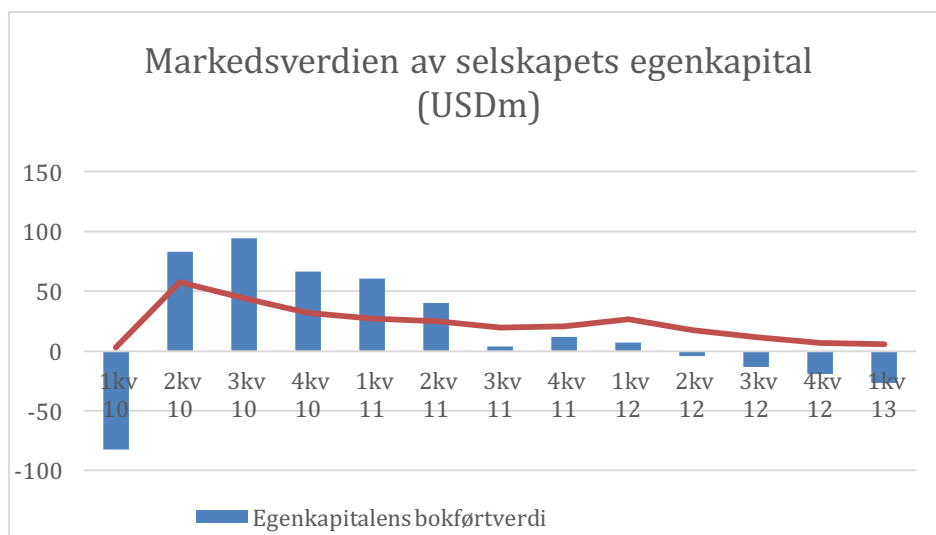
EBITDA (driftsresultat før av- og nedskrivninger) var positiv i 2006, 2007 og 2008, men av- og nedskrivninger gjorde at driftsresultatet til RXT hovedsakelig forble negativt gjennom konsernets levetid. Unntaket var 2007, da konsernet fikk et positivt driftsresultat. De vesentlige av- og nedskrivningene ble gjennomført i perioden 2007 - 2010 i forbindelse med nedskalering av virksomheten. RXT hadde bra kapasitetsutnyttelse og god lønnsomhet frem til slutten av 2009 med en EBITDA på over USD 68,4. EBITDA var fortsatt negativ i to kvartaler i 2011, selskapet hadde negativ likviditet på USD 23 millioner ved utgangen av 2011, og RXT måtte reforhandle forfallstruktur og leverandørgjeld (Selmer, 2014).

På grunn av ulønnsom drift valgte konsernet å nedskalere virksomheten og restrukturere finansieringen i perioden 2009 – 2010. Restruktureringen medførte betydelig reduksjon i konsernets gjeldsforpliktelser og en positiv egenkapital. I perioden 2005 til og med 2012 hentet konsernet totalt inn USD 410 millioner i egenkapital og gjeld. Der USD 307 millioner ble benyttet til investeringer i seismikk utstyr (Selmer, 2014).

Figur 3 viser kvartalsvis utvikling i konsernets gjeld, gjeldsgrad, og verdien av selskapets eiendeler (USD millioner) fra 2006 – 2013:



Figur 4 viser kvartalsvis utvikling i konsernets bokførte egenkapital fra 2010 – 2013:



Selskapet hadde positiv egenkapital etter restruktureringen, men egenkapitalen ble svekket i 2011. Årsaken skyldtes negative resultater fra drift, og resultateffekter fra nedskrivninger fra ulønnsomme investeringer.

2.3. Kort om dommen

Norfield Shipping AS leide ut to båter til RXT fra våren 2012. Etter konkursen i RXT fikk ikke Norfield dekket sitt krav på betaling for utleien. Dette var bakgrunnen for at Norfield saksøkte styremedlemmene og daglig leder for erstatningsansvar i medhold av allmennaksjeloven § 17-1.

Bergen tingrett ga Norfield medhold i at det forelå ansvarsgrunnlag, årsakssammenheng, og tap. Norfield fikk altså medhold i erstatningskravet.

Dommen konkluderte med at styret ikke hadde gitt Norfield tilstrekkelig informasjon ved kontraktsinngåelsen, og at styret hadde forsømt handleplikten etter allmennaksjeloven §§ 3-4 og 3-5. I oppgaven er derfor både opplysningsplikten og handleplikten knyttet til forsvarlig egenkapital sentrale temaer.

En annen viktig faktor som er verdt å nevne er at det i denne saken aldri var spørsmålstegn knyttet til opplysningsplikten RXT hadde overfor markedet. Det ble ikke fremhevet av hverken Norfield, eller dommeren, at RXT hadde brutt opplysningsplikten. Det ble heller ikke vist til konkret informasjon som ikke ble opplyst børsen, eller som ble holdt tilbake.

3. Rettslige rammer

Denne oppgaven bygger på en sak om styreansvar for brudd på styrets handleplikt når egenkapital og likviditet er uforsvarlig. Det er derfor nødvendig å redegjøre nærmere for det rettslige rammeverket som gjelder for styremedlemmer i børsnoterte selskaper. Fokuset er vilkårene for styreansvar og hva som ligger i kravet til forsvarlig egenkapital. For å få en god forståelse er det likevel nødvendig å gå noe grundigere til verks, og for eksempel gå inn på børsnoterte selskapers opplysningsplikt overfor markedet.

3.1. Rettskildebildet

De viktigste rettskildene for fastleggelsen av det rettslige rammeverket er Lov om allmennaksjeselskaper 13. juni 1997 nr. 45. Allmennaksjeloven er utgangspunktet for fremstillingen av kravet til forsvarlig egenkapital, handleplikten dersom egenkapitalen ikke er forsvarlig og styrets mulige erstatningsansvar. Av tilgrensende lovgivning kommer vi også inn på regnskapsloven, børsloven og verdipapirhandelloven.

Gjennomgangen her skal etablere de juridiske utgangspunktene for oppgaven. Noen detaljert gjennomgang blir det derfor ikke plass til. Dette området er detaljregulert i loven, dermed er lovteksten utgangspunktet og ofte tilstrekkelig.

På enkelte punkter er det nødvendig å redegjøre nærmere for hvordan loven skal forstås. Dette gjelder særlig kravet til forsvarlig egenkapital og styrets erstatningsansvar. Her er det nødvendig å se til lovens forarbeider og hvordan bestemmelsen er forstått i praksis fra Høyesterett.

3.2. Ansvarsbegrensningen

Et klart skille mellom aksjeselskap og andre selskapsformer er ansvarsbegrensningen. Ansvarsbegrensningen innebærer at aksjeeierne ikke er ansvarlig for selskapets forpliktelser overfor kreditorer. Ansvarsbegrensningen er ønskelig fordi det bidrar til å legge til rette for nyetableringer og et konkurransedyktig næringsliv, som kan gi økte skatteinnbetalinger som følge av flere arbeidsplasser, jfr. Ot.prp.nr. 23 (1996-1997) s. 14.

Ved å begrense eiernes ansvar utsettes kreditorene for mer usikkerhet knyttet til deknningen av sine krav, altså økt risiko. Den økte risikoen nødvendiggjør et lovverk for å forhindre og minimere tap. Dette er bakgrunnen for kravet om forsvarlig egenkapital, jfr. allmennaksjeloven § 3-4, og erstatningsansvar for personer som opptrer på selskapets vegne, jfr. allmennaksjeloven § 17-1.

Hva som er forsvarlig egenkapital beror på en skjønnsmessig vurdering. Handleplikten inntreer i alle tilfeller når egenkapitalen er under halvparten av aksjekapitalen, jfr. § 3-5 første ledd annet punktum. Dette er imidlertid et ekstremtilfelle. Som oftest vil kravet til forsvarlig egenkapital etter § 3-4 innebære at en handleplikt inntreer lenge før egenkapitalen er under halvparten av aksjekapitalen. Vi kommer nærmere tilbake til dette i punkt 3.4.

Handleplikten innebærer en plikt for styret til å innkalle til generalforsamling og treffe tiltak. For å øke egenkapitalen er det i realiteten to muligheter for styret: enten redusere gjeld eller styrke kapitalen gjennom emisjon. Vi kommer nærmere inn på handleplikten i punkt 3.5.

Samlet skal disse bestemmelsene ivareta kreditor mot at ansvarsbegrensningen utnyttes. Sammen bidrar de til målsetningen om kun å verne drift som har rimelige, potensielle utsikter til økonomisk lønnsomhet.

3.3. Erstatningsansvar

Som nevnt under avsnitt 3.2. medfører ansvarsbegrensningen økt risiko for kreditor. Et virkemiddel for å begrense denne risikoen er erstatningsansvar etter allmennaksjeloven § 17-1. Ansvaret tjener flere funksjoner. Bestemmelsen lyder slik:

Asal § 17-1 Erstatningsansvar

(1) Selskapet, aksjeeier eller andre kan kreve at daglig leder, styremedlem, medlem av bedriftsforsamlingen, uavhengig sakkyndig, gransker eller aksjeeier erstatter skade som de i den nevnte egenskap forsettlig eller uaktsomt har voldt vedkommende.

Utover å faktisk begrense kreditors risiko ved å øke dekningsmulighetene for tap, virker ansvaret også allmennpreventivt ved at det avskrekker potensielle skadevoldere fra å handle uaktsomt, fordi de vet de da kan bli ansvarlige. Styrets medlemmer kan altså bli ansvarlig for tap kreditor har lidt. Det er også et selvstendig ansvar for de andre som medvirker til tapet, jfr. allmennaksjeloven § 17-1 (2). For at det skal kunne kreves erstatning må det foreligge ansvarsgrunnlag, tap og årsakssammenheng mellom skaden og ansvarsgrunnlaget. At de alminnelige erstatningsrettslige vilkårene også må være oppfylt er sikker rett, og følger av en rekke uttalelser fra Høyesterett (Hagstrøm, 2011).

I vår sak ble styremedlemmene i RXT saksøkt av Norfield Shipping AS etter erstatningsansvaret i allmennaksjeloven § 17-1, hvorvidt det forelå årsakssammenheng eller tap var ikke bestridt. Det sentrale for vår oppgave, er som i dommen, spørsmålet om ansvarsgrunnlag.

Loven oppstiller et krav om subjektivt ansvar, enten i form av forsettlig eller uaktsom handling. Den nedre grensen går ved uaktsomhet, og er derfor den som vil være i fokus i oppgaven her.

Etter ordlyden må det foretas en skjønnsmessig vurdering av om de handlinger som er gjort er aktsom. Vilkåret er nærmere presisert i rettspraksis, og Høyesterett uttalte i HR-2016-1440-A følgende om aktsomhetsnormen i avsnitt 41:

«Ved vurderingen av om vilkårene etter § 17-1 er oppfylt, må det tas utgangspunkt i om aksjeeier/styreleder har overtrådt de plikter som objektivt sett gjelder for vedkommende. Der disse pliktene er overtrådt, vil det være en presumsjon for at vedkommende har opptrådt uaktsomt, jf. Kristin Normann Aarum, Styre-medlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper (1994) side 221».

Utgangspunktet for aktsomhetsvurderingen er altså de objektive pliktene som gjelder for styret. En slik objektiv forpliktelse er å sikre at selskapets egenkapital og likviditet er forsvarlig. Koblingen mellom kravet til forsvarlig egenkapital og erstatningsansvar er også understreket i forarbeidene, som legger til grunn at kravet har betydning som en konkretisering av ledelsens plikter, jfr. Ot.prp. nr. 36 s. 67.

Koblingen til erstatningsansvaret var avgjørende for at kravet til forsvarlig egenkapital fikk sentral betydning i RXT-saken. RXT var et børsnotert allmennaksjeselskap, men det er ingen holdepunkter for at de rettslige utgangspunktene er annerledes etter allmennaksjeloven. Ordlyden er identisk og innholdet behandlet samlet i forarbeider og juridisk teori. Derfor går vi nå nærmere inn på lovens krav til forsvarlig egenkapital og likviditet.

3.4. Krav om forsvarlig egenkapital og likviditet

Kravene til forsvarlig egenkapital og likviditet, samt styrets handleplikt, er forankret i allmennaksjelovens §§ 3-4 og 3-5. Fra 1 juli 2013 er allmennaksjelovens § 3-4 utvidet til også å inkludere forsvarlig likviditet. Bestemmelsen lyder slik:

Asal. § 3-4.

Selskapet skal til enhver tid ha en egenkapital og en likviditet som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet.

§ 3-4 er grunnbestemmelsen. Den sier helt enkelt at et selskap til enhver tid skal ha en forsvarlig egenkapital og likviditet, ut fra den risiko, og omfang, selskapet befinner seg i. § 3.5 er en oppfølgingsbestemmelse som kun trer i kraft dersom § 3-4 ikke er oppfylt. Den lyder slik:

Asal. § 3-5.

(1) Hvis det må antas at egenkapitalen er lavere enn forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet, skal styret straks behandle saken. Det samme gjelder hvis det må antas at selskapets egenkapital er blitt mindre enn halvparten av aksjekapitalen. Styret skal innen rimelig tid innkalle generalforsamlingen og gi den en redegjørelse for selskapets økonomiske stilling. Dersom selskapet ikke har en forsvarlig egenkapital i samsvar med § 3-4, skal styret på generalforsamlingen foreslå tiltak for å rette på dette. I tilfeller som nevnt i annet punktum, skal generalforsamlingen innkalles senest innen seks måneder.

(2) Hvis styret ikke finner grunnlag for å foreslå tiltak som nevnt i første ledd fjerde punktum, eller slike tiltak ikke lar seg gjennomføre, skal det foreslå selskapet oppløst.

Bestemmelsen oppstiller to alternative grunnlag for handleplikt for styret. I en normalsituasjon inntreer handleplikten når egenkapitalen etter en skjønnsmessig vurdering er uforsvarlig, mens det i ekstraordinære tilfeller kan tenkes at egenkapitalen er forsvarlig selv når den går ned til halvparten av aksjekapitalen. I en slik situasjon inntreer uansett en handleplikt når egenkapitalen er under halvparten av aksjekapitalen.

Handleplikten er en sikkerhetsventil, som skal sikre selskapets kreditorer at egenkapitalen og likviditeten holdes på et forsvarlig nivå. Som vi viste over, er det to grunnlag som utløser en handleplikt for styret. For de fleste selskaper utløses handleplikten i god tid før egenkapitalen er under halvparten av aksjekapitalen. Slik var også situasjonen for RXT. I det videre retter vi derfor fokus mot hvilke krav som stilles til forsvarlig egenkapital etter den skjønnsmessige forsvarlighetsvurderingen i § 3-4.

Hvorvidt egenkapitalen er forsvarlig reiser to spørsmål. For det første hva *egenkapital* er (pkt. 3.4.1), og deretter når denne er *forsvarlig* (pkt. 3.4.2).

3.4.1. Begrepet egenkapital

Begrepet egenkapital er ikke definert i loven, men både aksjeloven/allmennaksjeloven og regnskapsloven bygger på det syn at selskapets egenkapital uttrykker verdien av selskapets eiendeler minus selskapets gjeld, altså selskapets regnskapsmessige nettoformue (Woxholt, 2014). Regnskapsloven skiller egenkapital inn i to undergrupper: det som er i) innskutt av eierne og ii) opptjent av selskapet, jfr. regnskapsloven § 6-2 bokstav C, I og II.

Som følge av regnskapslovens prinsipper vil det, som regel, oppstå avvik mellom reell og bokført egenkapital.

At det kan oppstå avvik mellom reell og bokført egenkapital var lovgiver oppmerksom på ved utformingen av loven. Det ble derfor omtalt eksplisitt i forarbeidene. Potensialet for avvik reiser spørsmålet om lovens krav sikter til den reelle eller bokførte egenkapitalen i balansen. Det følger ikke av ordlyden. Det fremgår derimot uttrykkelig av forarbeidene at det er den reelle egenkapitalen det siktes til, ikke den bokførte (OT prp nr 55 (2005 - 2006), s 19). Ser man på hensynet bak bestemmelsen er dette like klart. For å sikre selskapets kreditorer et godt vern mot en uforsvarlig lav egenkapital, er det helt nødvendig at styret må foreta løpende vurderinger, og ikke ensidig lene seg på situasjonen ved forrige bokføring.

3.4.2. *Forsvarlig egenkapital*

Det følger av allmennaksjeloven § 3-4 at selskapet til enhver tid plikter å ha en egenkapital som er «forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet ». Kravet til forsvarlig egenkapital nødvendiggjør en vurdering av hva som ligger i begrepet *forsvarlig*. En naturlig forståelse av ordlyden taler for at det må foretas en konkret vurdering av om egenkapitalen er tilstrekkelig. Denne vurderingen er skjønnsmessig.

Det fremgår av forarbeidene at vurderingen vil kunne variere på bakgrunn av forholdene i det enkelte selskapet. For eksempel vil et selskap i oppstartsfasen ofte oppleve underskudd og synkende egenkapital, men det er ikke nødvendigvis uforsvarlig dersom den forventes å bedre seg innen rimelig tid, jfr. NOU 1996:3 s. 146.

Etter ordlyden skal egenkapitalen vurderes ut fra risikoen ved virksomheten. For selskaper som er særlig risikofylte vil det stilles strengere krav til egenkapitalen, jfr. NOU 1996:3 s. 102 og 146. Egenkapitalen fungerer som en buffer for selskapet, og er en garanti for kreditorerne. For

selskaper som er stabile og lite utsatt for uforutsigbare svingninger i markeder er ikke behovet for en buffer like stor. Det motsatte gjelder derimot risikofylte selskaper som er mer utsatt og trenger en buffer som selskapet kan ty til i vanskelige perioder.

Egenkapitalen skal også vurderes ut fra omfanget av virksomheten. For eksempel vil det kunne stilles strengere krav til en virksomhet som velger å ekspandere, jfr. NOU 1996:3 s. 102 og 146. En ekspansjon kan altså medføre et behov for styrking av egenkapitalen, dette fordi økt omfang av virksomheten også øker behovet for en buffer som nevnt over.

Hvorvidt egenkapitalen er forsvarlig, beror som sagt på en konkret vurdering. Vurderingen er skjønnspreget og avhenger av en rekke faktorer. Denne er det styret som gjør. Spørsmålet er da i hvor stor grad en dommer kan overprøve de vurderingene som styret har gjort. I teorien har det blitt lagt til grunn at domstolen kun i begrenset grad kan overprøve styrets egne vurderinger (Knudsen, 2011). Dette bekreftet Høyesterett i HR-2016-1440-A, hvor de la til grunn at domstolen kun kan sette styrets vurderinger til side dersom disse er «klart uforsvarlig». Hva som er forsvarlig er altså i stor grad overlatt til styrets forretningsmessige vurderinger. Domstolen foretar likevel en viss prøving, slik at det er klar rettslig realitet i kravet til forsvarlig egenkapital.

Kravet til forsvarlig egenkapital er en rettslig standard. I dette ligger det at bestemmelsens innhold avhenger av normer utenfor begrepet selv. Hva som ligger i kravet til forsvarlig egenkapital sier altså ikke seg selv. En viktig komponent er forretningsmessige vurderinger (Gisle, 2012). Hovedansvaret for vurderingen ligger hos styret, og fordi det forretningsmessige er styrende skal det mye til for at en domstol setter seg ut over styrets vurdering. Dette er understreket i forarbeidene idet de uttaler at hovedformålet med bestemmelsen er å gi selskapet en «påminnelse og en oppfordring til å foreta løpende vurderinger av selskapets økonomiske stilling», jfr. Prop. 111 L s. 77.

Det sentrale spørsmålet for denne oppgaven er hva innholdet i dette kravet er for børsnoterte selskaper. Det vi skal vise i oppgaven er hvilken rolle børskursen får som et uttrykk for

investorenes verdsettelse av egenkapitalen. Det finanstøretiske poenget er at børskursen reflekterer selskapets reelle verdi. Styret i et børsnotert selskap må da ikke foreta egne beregninger for å komme frem til verdien på egenkapitalen, men kan se hen til børskursen. Som gjennomgangen av § 3-4 viste, er den sentrale forpliktelsen at styret foretar løpende vurderinger av selskapets økonomiske stilling. Dette er grunnlaget for å kunne ha en oppfatning om egenkapitalen er forsvarlig eller ikke. Men hva ligger i forpliktelsen når denne verdsettelsen best gjøres av andre enn styret og den verdsettelsen er tilgjengelig for styret?

Styret i RXT la til grunn at det var tilstrekkelig å se hen til børskursen som uttrykk for selskapets verdi og baserte vurderingen av forsvarlighetskravet på det. Dette kommer frem i en rekke styreprotokoller, hvor styret konkluderer med at egenkapitalen og likviditeten ble ansett som forsvarlig. Dommeren derimot etterlyste beregningene denne konklusjonen bygget på. Disse beregningene ville dommeren kun i svært begrenset grad satt seg ut over, her kommer styrets forretningsmessige skjønn inn. Men i og med at styret ikke hadde dokumentert egne beregninger, overprøvde dommeren nivået på egenkapitalen, fordi det etter hans syn ikke forelå noen forretningsmessige vurderinger. Men dersom børskursen kan legges til grunn, er dommerens krav til beregninger kun en formalitet. Dette er spenningen vi ønsker å belyse: At kravet til at styret foretar egne beregninger av selskapets egenkapital etter §§ 3-4 og 3-5 ikke bidrar til å verne kreditorene – det sentrale formålet bak bestemmelsene, fordi disse beregningene best gjøres av investorene gjennom børskursen.

3.5. Styrets handleplikt

Etter allmennaksjeloven §§ 3-4 og 3-5 har styret en handleplikt knyttet til selskapets egenkapital og likviditet. Dersom egenkapitalen ikke er forsvarlig skal styret innen «rimelig tid» innkalle til generalforsamling og redegjør for selskapets økonomiske stilling, jfr. allmennaksjeloven § 3-5 (1). Utover dette skal styre på generalforsamling foreslå «tiltak for å rette på dette».

Første ledd oppstiller altså kun en handleplikt, ikke en resultatforpliktelse. Hvilke tiltak som treffes er derfor i utgangspunktet ikke av betydning for om plikten er oppfylt eller ikke. Tiltaket må derimot være egnet til å kunne gi resultat, og det innen rimelig tid. Dersom tiltaket ikke bidrar til en forsvarlig egenkapital etter § 3-4 må styret tilbake til start, og igjen vurdere om de skal implementere andre tiltak og prøve på nytt.

Dersom styret ikke finner at det er grunnlag for å treffe tiltak etter første ledd, plikter styret å oppløse selskapet, jfr. allmennaksjeloven § 3-5 annet ledd. Her kommer bestemmelsens formål å beskytte kreditorene frem, og sikrer at selskapet ikke drives uten mål til bedring.

3.6. Eierstyring og selskapsledelse

Corporate Governance har ingen direkte oversettelse til norsk, men berører begreper som selskapsstyring, selskapsledelse og styreskikk (Woxholt, 2014). Begrepet handler om å gjøre styret, hovedsakelig i virksomheter med et større antall eiere, ansvarlige overfor eierne (Woxholt, 2014). Styreansvar og selskapsledelse er definert i allmennaksjeloven kapittel 6. I tillegg til lovgivningen har Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES) utarbeidet «Norsk anbefaling eierstyring og selskapsledelse», en anbefaling med retningslinjer for god Corporate Governance. Anbefalingen har som formål å klargjøre rollefordelingen mellom aksjeeierne, styret og daglig leder ut over loven (Woxholt, 2014). Anbefalingen har i dag bred oppslutning i praksis og er utgangspunktet for det som kalles «CG-koden». Selskaper som søker opptak på Oslo børs må i dag redegjøre for om selskapets prinsipper for eierstyring og selskapsledelse samsvarer med «CG-koden» (Woxholt, 2014).

I henhold til allmennaksjeloven er allmennaksjeselskap pålagt å ha et styre med minst tre medlemmer, jfr. allmennaksjeloven § 6-1. Videre konkretiserer loven at selskaper som har bedriftsforsamling må ha minst fem medlemmer i styret jfr. allmennaksjeloven § 6-1 (1). Norske

styrer utøver både en forvaltnings- og kontrollerende funksjon av virksomheten og ledelsen, jfr. allmennaksjeloven §§ 6-12 og 6-13. Med forvaltningsansvar menes det blant annet å organisere selskapet på en forsvarlig måte, orientere seg om selskapets økonomiske stilling og utforme planer og budsjetter for selskapet (NUES, 2014).

Et selskap har også en daglig ledelse, som etter § 6-14 første ledd står for den «daglige ledelse» av selskapet. I det ligger det etter ordlyden en begrensning mot avgjørelse av større betydning på lengre sikt. Nettopp dette presiseres eksplisitt i annet ledd, hvor daglig leders ansvar avgrenses mot nettopp forhold av «uvanlig art eller stor betydning». Hvis så er tilfelle, er det styret som har ansvaret i tråd med deres alminnelige ansvar for forvaltningen av selskapet, jfr. § 6-1 første ledd.

3.6.1. Opplysningsplikt

En sentral forpliktelse for et børsnotert selskap er forpliktelsen til å offentliggjøre informasjon som er relevant for selskapets børskurs. Det rettslige grunnlaget for forpliktelsen er verdipapirhandelloven § 5-2. Etter bestemmelsen er selskapet forpliktet til å offentliggjøre «innsideinformasjon som direkte angår utsteder», altså selskapet.

I at informasjonen direkte må angå selskapet, er det en avgrensning mot helt generelle forhold som gjelder for mange selskaper, for eksempel i samme bransje. Hva som er innsideinformasjon er definert i verdipapirhandelloven § 3-2 første til tredje ledd. Det avgjørende er at informasjonen er tilstrekkelig «presis» og at den er «egnet til å påvirke kursen» på selskapet, jfr. første ledd.

Disse vilkårene er igjen nærmere presisert i annet og tredje ledd. Det avgjørende for at en opplysning er «egnet til å påvirke kursen», er at det er opplysninger som en «fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning», jfr. tredje ledd. Opplysningsplikten gjelder altså ikke kun informasjon som helt sikkert endrer kursen, men også informasjon som sannsynligvis er en del av en investors investeringsbeslutning.

For å sikre at informasjonen er enkelt tilgjengelig for markedet, skal børsen være innrettet på en slik måte at det «letter medlemmenes tilgang til opplysninger som offentliggjøres» i medhold av blant annet § 5-2. Denne bestemmelsen understreker den sentrale funksjonen informasjonen har, og lovgivningens fokus på å sikre at den informasjonen skal være tilgjengelig for markedet.

Hensikten med opplysningsplikten er å øke investorenes forståelse for selskapets verdiskapning, og på den måten bidra til riktigere prising av selskapet. Tilleggsinformasjonen påvirker selskapets prising på to måter. For det første vil økt forståelse for verdiskapningen gi bedre estimater på fremtidige kontantstrømmer. For det andre vil avkastningskravet reduseres, grunnet mindre risiko/varians i kontantstrømestimatene.

Opplysningsplikten har også andre formål. Den skal, i kombinasjon med forbudet mot innsidehandling, unngå at noen kan tjene på å besitte mer informasjon enn andre. Alle skal ha tilgang på den samme informasjonen, og dermed skal opplysningsplikten bidra til at børskursen gir et riktig bilde av selskapets verdi. Det sikrer økonomisk effektivitet. Det er med andre ord ikke anledning til å forskjellsbehandle ulike aktører i markedet. Kreditorer kan for eksempel ikke få mer informasjon enn det som meldes offentlig. Det følger derfor at profesjonelle kreditorer må akseptere at de må forholde seg til børsmeldinger.

For aksjeselskap som ikke er børsnotert gjelder ikke opplysningsplikten. Det er derfor viktig å skille mellom selskapsledelse knyttet til børsnoterte selskaper, og selskapsledelse knyttet til ikke-børsnoterte selskaper. Uansett selskapsform er utgangspunktet at ledelsen skal lytte til eierne. For børsnoterte selskaper er det derfor viktig å lytte til markedet.

RXT var notert på Oslo Børs. Markedet hadde dermed til enhver tid innsyn i selskapets aktiviteter og økonomiske situasjon. Det var derfor styret og ledelsens oppgave å lytte til aksjonærene og det større mangfoldet rundt dem. Eierne kommuniserer gjennom aksjekursen, via børsen. Analytikere, «corporate» medarbeidere, og interessenter som for eksempel kreditorer, vil

enten kommunisere direkte med ledelsen, via nettforum, som for eksempel hegnar.no, eller media. Gjennom børsen overvåker investorene ledelsen, og børsen fungerer som en klageinstans. Ved siden av å ansette daglig leder og legge den langsiktige strategien, er derfor en av styrets viktigste oppgaver å påse at opplysningsplikten overholdes. Opplysningsplikten er med andre ord helt sentral for å forstå børsens rolle i RXT saken.

Spørsmålet er da om investorene, via børsen, overtar styrets ansvar for å evaluere hvorvidt egenkapitalen og likviditeten er forsvarlig for børsnoterte selskap. For å drøfte dette spørsmålet er det nødvendig å introdusere finansteori.

4. Finansteori

I dette kapitlet gjøres det rede for sentrale finansteoretiske begreper, modeller og teorier.

4.1. Markedseffisiens

Hypotesen om effisiente markeder er at nåværende priser på et verdipapir til enhver tid reflekterer all tilgjengelig informasjon i markedet (Fama, 1970). Det vil si at ny informasjon påvirker fremtidige priser, fordi ny informasjon er uforutsigbar. Det vil derfor være umulig å «slå markedet» fordi det følger en «random walk» (Belsom, 2016). Teorien skiller mellom tre ulike grader av effisiens, avhengig av graden av tilgjengelig informasjon (Marcus, Bodie, & Kane, 2014).

Svak form for markedseffisiens innebærer at markedsprisen reflekterer alle historiske pris- og omsetningsdata. I dette tilfellet vil det være unødvendig å analysere trender, da det ikke vil generere noe form for merverdi ettersom alle investorer sitter på samme informasjon (Marcus, Bodie, & Kane, 2014). Dersom markedsprisen inkluderer alt av offentlig tilgjengelig informasjon, i tillegg til alle historiske pris- og omsetningsdata, er markedet effisient i halvsterk form (Marcus, Bodie, & Kane, 2014). Denne typen informasjon inkluderer blant annet fundamentale data om selskapets produkter og tjenester, regnskapsmetoder, prognoser om fremtidig drift og patenter. I likhet med den svake formen, vil alle investorer ha tilgang på informasjonen og vil dermed reflekteres i markedsprisen. På bakgrunn av empirisk forskningslitteratur antas aksjemarkedene å være i halvsterk form (Fama, 1970). Den sterke formen for markedseffisiens innebærer at markedsprisen inkluderer all tilgjengelig informasjon, inkludert innsideinformasjon (Marcus, Bodie, & Kane, 2014). Denne formen er ekstrem, og i praksis sitter innsidere med informasjon som ikke offentligheten har kunnskap om. Det finnes

derfor lovgivning for å forhindre at denne formen for asymmetrisk informasjon skal kunne generere merverdi.

Teorien om markedseffisiens har satt sitt preg i finansiell litteratur, men har også mottatt en del kritikk (Allen, Bealey, & Myers, 2014). Det vil, ifølge hypotesen, ikke være mulig å oppnå noen form for risikojustert meravkastning i aksjemarkedet, med unntak av de som har flaks. Det må likevel nevnes at det finnes avvik som svekker hypotesen (Marcus, Bodie, & Kane, 2014).

4.2. Avkastningskrav

Risikoaversjon er den mest utbredte holdningen blant investorer (Pindyck & Rubinfeld, 2013). Risikoaverse investorer foretrekker en sikker, fremtidig utbetaling fremfor en risikofylt, fremtidig utbetaling med tilsvarende forventet verdi (Pindyck & Rubinfeld, 2013). Investorer vil kreve en kompensasjon dersom de pådrar seg risiko. Jo høyere risiko, jo høyere avkastningskrav.

4.2.1. Kapitalkostnad - WACC

WACC står for «weighted average cost of capital» og er den gjennomsnittlige kostnaden mellom gjelden og egenkapitalen til et selskap (Allen, Bealey, & Myers, 2014). Det er selskapets alternativkostnad, og anvendes som «benchmark» og diskonteringsrente for investeringer med samme risiko (Allen, Bealey, & Myers, 2014).

Formelen for WACC etter skatt:

$$\text{Etter skatt WACC} = (1 - T_c)r_D D/V + r_E E/V \quad (1)$$

4.3. Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen (CAPM) anvendes for å finne avkastningskravet på investeringer med hensyn til risiko (Allen, Bealey, & Myers, 2014). Dette er som sagt nødvendig da investorer skal kompenseres for den risikoen de pådrar seg. Kompensasjonen betegnes som «risikopremie».

Kapitalverdimodellen illustrerer at risikopremien til enhver investering er et resultat av risikopremien til markedsporteføljen multiplisert med koeffisienten til beta (Marcus, Bodie, & Kane, 2014). Markedsporteføljen inneholder alle risikofylte investeringer, og tilsvarer den totale velstanden i økonomien (Marcus, Bodie, & Kane, 2014).

CAPM fremgår av 3 elementer, nemlig risikofri rente, beta og markedspremie:

$$R_e = R_f + \beta(R_M - R_f) \quad (2)$$

Risikopremien fremkommer av følgende ligning:

$$E(r_M) - r_f = \beta_i[E(r_M) - r_f] \quad (3)$$

Meravkastning på hvilken som helst aksje fremkommer av følgende ligning:

$$R_i = \alpha + \beta_i R_M + e_i \quad (4)$$

Som alle økonomiske modeller er kapitalverdimodellen en forenkling av realiteten, og bygger på en rekke forutsetninger. Modellen har fått kritikk de siste årene, fordi det settes spørsmålsteget ved modellens gyldighet i praksis (Allen, Bealey, & Myers, 2014). Kritikere har blant annet

studert forholdet mellom beta og gjennomsnittlig avkastning i flere år, og viser til at aksjer med høy betaverdi ikke har realisert høye nok avkastninger i forhold til forventet avkastning basert på CAPM de siste årene (Allen, Bealey, & Myers, 2014). Til tross for denne kritikken er CAPM en sentral modell innenfor finanst teori.

4.3.1. Risiko og beta

Risiko kan deles opp i systematisk og usystematisk risiko (Marcus, Bodie, & Kane, 2014). Systematisk risiko, også kalt markedsrisiko, er faktorer som påvirker hele økonomien, og kan dermed ikke diversifiseres bort. Usystematisk risiko, dvs. selskaps-spesifikk risiko, kan derimot diversifiseres bort.

Beta er et mål på en aksjes systematiske risiko. Det vil si hvor mye den svinger i forhold til markedet (Marcus et al., 2014). Den prosentvise endringen i markedet multiplisert med betaen til en aksje tilsvarer prosentvis endring i aksjen.

4.4. Likviditet

Likviditet er et begrep knyttet til betalingsevne (Sending, 2006). Likviditet er et sentralt nøkkeltall fordi det ikke er mulig å realisere fremtidige planer uten tilstrekkelige likvider (Sending, 2014). Likvide selskaper har ikke vanskelig for å betale fordringer i nærmeste fremtid, i motsetning til ikke-likvide selskaper. Betegnelsen brukes også om eiendeler, altså hvor lett eiendeler lar seg selge, og dermed gjøres om til kontanter (Allen, et.al. 2014).

4.4.1. Factoring

En måte for selskaper å bedre likviditeten på er å ta i bruk factoring. Selskaper mottar som regel betaling for varer og tjenester på etterskudd fordi kundene betaler på kreditt. Dermed sitter

selskapet på kundefordringer, fremfor penger i banken. Factoring går ut på at en tredjepart tar på seg innkrevingen av gjelden, mot et administrasjonsgebyr på rundt 1,5 prosent (Allen, et.al. 2014). Likviditeten forbedres fordi tredjeparten betaler selskapet 70 til 80 prosent av debtors skyldige beløp med en gang, i stedet for den opprinnelige kredittiden. Å tilby betaling på kreditt medfører også økt risiko, fordi selskapet risikerer at kunden ikke betaler i det hele tatt. I tillegg til å øke likviditeten, reduserer bruk av factoring som regel risikoen fordi tredjeparten pådrar seg risikoen for at kunden ikke betaler (Allen, et.al. 2014).

4.4.2. *Fortsatt drift*

Kapittel fire i regnskapsloven introduserer en rekke regnskapsprinsipper, blant dem forutsetningen om fortsatt drift, jfr. regnskapsloven § 4-5. Ved utarbeidelsen av årsregnskapet forutsettes fortsatt drift. Det vil si at selskapet er i drift og forventes å kunne fortsette i minst 12 måneder frem i tid. Dersom forutsetningen om fortsatt drift ikke er tilstede, skal virksomheten kreves avviklet.

Kravet til fortsatt drift har en side til kravet til forsvarlig egenkapital og likviditet, jfr. allmennaksjeloven § 3-4. Vurderingen av kravet til fortsatt drift foretas av revisor, mens forsvarlighetskravet foretas av styret. Som redegjort for i avsnitt 3.4.2, er kravet til forsvarlig egenkapital et uttrykk for at lovgivningen ikke aksepterer at selskap uten utsikt til overskudd fortsetter sin drift. Vurderingen til revisor har samme formål, og ligger nær den vurderingen styret til enhver tid må gjøre.

Revisor plikter å informere styret om forhold som kan medføre ansvar for styremedlemmene jfr. revisorloven § 5-2, punkt 4. For selskaper med lav egenkapital og dårlig likviditet vil revisor derfor påpeke forutsetningen om fortsatt drift i revisorbrevet som sendes til styret. I brevet bes styret om å evaluere den finansielle tilstanden og posisjonen til selskapet, og eventuelt implementere tiltak etter handleplikten, jfr. allmennaksjeloven § 3-5.

Tilstrekkelig likviditet er også viktig, fordi det er en forutsetning for virksomheter til å kunne benytte seg av nåverdiberegning av aktiva i balansen. Det vil si at dersom revisor mener det er likviditet for 12 måneders drift, godkjennes regnskapet og dermed også balansen. Dersom forutsetningen om fortsatt drift ikke kan legges til grunn, må balansen nedskrives til salgspris. Aktiva som generer høye nåverdiberegninger gjennom drift, er ikke nødvendigvis verdt mye dersom de må selges umiddelbart. Det kan for eksempel være snakk om spesialutstyr med få kjøpere. Resultatet kan dermed bli at virksomheten får negativ egenkapital dersom likviditeten ikke er tilstrekkelig.

4.5. Egenkapital

Balanseoppstillingen viser den økonomiske stillingen til en virksomhet og består av to sider; eiendelssiden som viser anvendelse av midler, og anskaffelse av midler som skiller mellom egenkapital og gjeld (Sending, 2006). Egenkapital består av hva eierne har skutt inn i virksomheten, enten i form av penger eller gjenstander, og overskudd som er holdt tilbake i virksomheten (Sending, 2014). Egenkapital er med andre ord, eiendeler minus gjeld.

4.6. Verdivurdering av egenkapital

4.6.1. Markedsverdi

Den prisen en kjøper og selger kommer til enighet om, og gjennomfører en transaksjon til, er det som kalles markedsverdi (Dahl & Thoresen, 2012). Børskursen uttrykker markedsverdien for børsnoterte selskaper ved å multiplisere børskurs med antall aksjer. Egenkapitalen beregnes så ved å trekke fra selskapets gjeld.

4.6.2. *Bokført verdi*

Bokført egenkapital fremkommer av balanseregnskapet, og reflekterer nåværende gjenanskaffelsesverdi eller likvideringsverdi (Marcus, Bodie, & Kane, 2014). Egenkapitalen er summen av innskutt og opptjent egenkapital slik den står oppført i regnskapet (Dahl & Thoresen, 2012). Bokført verdi av eiendeler baseres normalt på laveste verdi av historisk kost og gjenanskaffelsesverdi.

Fordi vurderingsregler knyttet til regnskapsloven er bakgrunnen for bokført verdi, vil bokført verdi ofte avvike fra markedsverdi (Dahl & Thoresen, 2012). På bakgrunn av det anvendes bokført verdi primært som referansepunkt, ikke som verdivurderingsmetode.

4.6.3. *Virkelig verdi*

I et effisient marked er det til syvende og sist aktørene i markedet som fastsetter prisen. Prisen baseres på informasjon og forventninger om fremtiden, og det er denne løpende prisfastsettelsen som anses som virkelig verdi til en hver tid (Clausen, 2009).

4.7. EBITDA

EBITDA er en resultatstørrelse og står for resultat før gjeldsrenter, skatter, avskrivninger på varige driftsmidler og avskrivninger på immaterielle eiendeler (Sending, 2014). EBITDA er en god tilnærming for selskapets operasjonelle kontantstrøm før investeringer og gjeldsbetjening. Avskrivninger er ikke alltid en god tilnærming for selskapets reinvesteringsbehov. Derfor blir kontantstrømmen fra drift tilnærmet lik EBITDA, justert for endringer i arbeidskapital minus investeringer.

4.8. Arbeidskapital

Arbeidskapital er et finansielt nøkkeltall og er et sentralt uttrykk for likviditeten til en virksomhet (Sending, 2014). Definisjonen på arbeidskapital er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Alternativt er det egenkapital minus langsiktig gjeld og anleggsmidler (Sending, 2014).

4.9. Emisjon

Når et selskap har behov for kapitalforhøyelse kan de utstede nye aksjer eller obligasjoner . Dette betegnes som en emisjon (Perland, 2009).

4.10. Eierstyring og selskapsledelse

Hovedmålet for ledelsen og styret i et selskap skal alltid være å maksimere eiernes lønnsomhet (Madura & Fox, 2014). Profittmaksimering ved børsnotering innebærer, som nevnt i avsnitt 3.6.1, at ledelsen får konkrete signaler gjennom børskursen og må styre selskapet etter aksjonærenes oppfatning av hva som maksimerer nåverdi av selskapet. Ledelsen skal ha gode grunner til ikke å lytte til aksjonærene, børskurs og innspill fra analytikere.

5. Verdssettelsesmetoder

Generelt er det tre hovedkategorier av modeller som benyttes til å verdsettelse et selskap: 1) kontantstrømbaserte metoder, 2) komparative/relative metoder og 3) balansebaserte metoder (Damodaran, 2012). I tillegg finnes det metoder som er mindre brukt i praksis som for eksempel opsjonsbasert verdsettelse og superprofittmetoden. De neste avsnittene gjør rede for disse metodene.

5.1. Kontantstrømbaserte metoder

Kontantstrømbaserte verdsettelsesmetoder estimerer verdien av et selskap ved å beregne nåverdien av selskapets fremtidige kontantstrømmer. Framgangsmåten er å lage en prognose på fremtidige kontantstrømmer, estimere relevant avkastningskrav og diskontere kontantstrømmene med avkastningskravet for å estimere dagens verdi (Kaldestad & Møller, 2011).

Kontantstrømbaserte metoder bygger ofte på en omfattende regnskapsanalyse og strategisk analyse av selskapet som danner utgangspunkt for fremtidige kontantstrømmer. Hele denne prosessen omtales ofte som «fundamental analyse», og betegnes derfor også som «fundamental verdsettelse» (Damodaran, 2010).

Videre er det et skille mellom metoder som estimerer kontantstrømmen til totalkapitalen (ofte kalt free cash flow to firm, eller FCFF) og metoder som estimerer kontantstrømmen direkte til egenkapitalen (ofte kalt free cash flow to equity, eller FCFE). FCFF estimerer den totale verdien av selskapet (virksomhetsverdi) som er tilgjengelig til både eierne og kreditorene i selskapet. Betaling av renter, nedbetaling av lån og opptak av lån holdes derfor utenfor regnestykket. For å komme frem til verdien av egenkapitalen trekker man netto rentebærende gjeld fra virksomhetsverdien. Netto rentebærende gjeld er verdien av alle finansielle eiendelene, fratrukket

verdien av kontanter (ut over kontanter som er nødvendig for daglig drift), andre finansielle plasseringer og eiendeler som ikke er knyttet til driften (eiendeler som ikke er med på å generere driftsresultatet i selskapet). I praksis anvendes totalkapitalmetoden mest, dette fordi den i motsetning til FCFE ikke blir påvirket av kapitalstrukturen i selskapet. Denne tilnærmingen er også anbefalt flere plasser i litteraturen (Koller et al 2010; Damodaran, 2010). FCFE beregner verdien av egenkapitalen direkte. Metoden tar med andre ord hensyn til betaling av renter, nedbetaling av lån og opptak av lån i beregningen av kontantstrømmen.

FCFF og FCFE kan beregnes på følgende måte (Damodaran, 2010):

FCFF	FCFE
EBIT*(1-skattesats)	Netto inntekt
+ Netto avskrivninger og nedskrivninger	Netto avskrivninger og nedskrivninger
- Investeringer	Investeringer
+ Netto endring i arbeidskapital	Netto endring i arbeidskapital
+ -	Netto endring lån
= FCFF	FCFE

Tabell 1: Formel for beregning av kontantstrøm til egenkapital og totalkapitalen.

WACC brytes ned til egenkapitalkostnad som estimeres med CAPM. CAPM brytes ned i risikofri rente, risikopremie og beta. Videre består WACC av en gjeldskostnad som kan estimeres som NIBOR pluss en margin, hvor marginen avhenger selskapet.

5.2. Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse, eller verdsettelse ved bruk av multiplikatorer, innebærer at man estimerer verdien av et selskap ved å multiplisere en eller flere av selskapets finansielle nøkkeltall. Nøkkeltallet er ofte et tall i resultatoppstillingen, som for eksempel EBITDA eller resultat etter skatt, men kan også være mer kreative måltall som «antall brukere» eller «antall

klikk» med en tilhørende multiplikator (Kaldestad & Møller, 2016). Hensikten er å beregne forskjellige multiplikatorer som kan benyttes i kombinasjon med nøkkeltall fra selskapet til å estimere en verdi på selskapet.

I praksis benyttes i stor grad to tilnærminger innenfor komparativ verdsettelse: 1) verdsettelse basert på prisingen av sammenlignbare selskaper (selskaper notert på en børs) og 2) prisingen av sammenlignbare selskaper som har blitt solgt (transaksjonsmultipler). Metoden er mindre krevende enn kontantstrømbaserte verdsettelsesmetoder, men forutsettes at det finnes sammenlignbare selskaper/transaksjoner til å sammenligne forholdstallene med. (Kaldestad & Møller, 2011).

Mye brukte forholdstall er:

$$\frac{EV}{Revenue} = \frac{Virksomhetsverdi}{Salgsinntekter} \quad (5)$$

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{Enterprise\ value\ (virksomhetsverdi)}{Driftsresultat\ før\ avskrivninger} \quad (6)$$

$$\frac{EV}{Revenue} = \frac{Virksomhetsverdi}{Salgsinntekter} \quad (7)$$

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{Enterprise\ value\ (virksomhetsverdi)}{Driftsresultat\ før\ avskrivninger} \quad (8)$$

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{Enterprise\ value}{Driftsresultat} \quad (9)$$

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{Enterprise\ value}{Driftsresultat} \quad (10)$$

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{Resultat per aksje}} \quad (11)$$

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}} \quad (12)$$

Sistnevnte kan også tolkes som en balansebasert verdsettelsesmetode.

5.2.1. *Balansebaserte verdsettelsesmetoder*

Av balansebaserte metoder er følgende de mest aktuelle:

Substansverdi, også kalt verdjustert egenkapital, er gjenanskaffelsesverdien av selskapets eiendeler på verdsettelsestidspunktet (Marcus et al., 2014). Som grunnlag for verdsettelsen benyttes siste tilgjengelige balanse. Denne korrigeres for eventuelle mer-/mindreverdier i eiendeler og gjeld. Verdien av selskapet beregnes på grunnlag av verdien av eiendeler vurdert ut fra en såkalt «going concern» betraktning. Metoden er mest relevant i kapitalintensive virksomheter som shipping og eiendom, hvor eiendeler ofte omsettes mellom ulike aktører (Kaldestad & Møller, 2011).

Likvidasjonsverdi, eller realisasjonsverdi, skal reflektere hva eierne av selskapet sitter igjen med dersom selskapet avvikles og eiendelene selges. I motsetning til substansverdi beregnes ikke verdien ut i fra en såkalt «going concern» betraktning.

Bokført egenkapital er verdien av egenkapitalen slik den står oppført i balanseregnskapet. Bokført egenkapital består av innskutt egenkapital og opptjent egenkapital (resultat som er holdt igjen i selskapet).

5.2.2. *Superprofittmetoden*

Superprofittmetoden forsøker å ta hensyn til alternativkostnaden av den investerte kapitalen (Kaldestad & Møller, 2011). Verdien av selskapet er den investerte kapitalen (+/-) nåverdien av den mer- eller mindreavkastningen kapitalen genererer.

5.2.3. *Opsjonsbasert tilnærming*

I enkelte situasjoner vil en tradisjonell, fundamental analyse undervurdere verdien. Verdien av et selskap som inkluderer realopsjoner, er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario med tillegg av verdien av fleksibilitet (Kaldestad & Møller, 2011).

6. Forsvarlig egenkapital

Fra teorien vet vi at opplysningsplikten må være overholdt, og markedet være effisient, for at børsen skal kunne gi et riktig bilde av selskapets reelle verdi.

I dette kapitelet skal vi derfor beregne egenkapitalen til RXT, og kartlegge eventuelle avvik mellom børsverdi og estimert reell verdi. Hensikten er å avgjøre om ledelsen i RXT overholdt informasjonsplikten, og om investorene mente egenkapitalen var forsvarlig.

I henhold til dommen er det tidspunktet fra og med fjerde kvartal 2011 og senere som er relevant for saken. Vi skal derfor benytte budsjettene behandlet av styret i perioden 31.11.11 - 30.07.12, som videre blir omtalt som den «aktuelle perioden». Analysen tar utgangspunkt i informasjon og budsjetter som har blitt lagt frem for styret i den aktuelle perioden. For å beregne verdien av informasjonen, har vi valgt å anvende samme metode som styret/ledelsen i RXT benyttet seg av. Denne er godkjent av revisor, og vi anser den derfor som realistisk og riktig. Vi beregnet så nåverdi av verdien, og sammenlignet resultatet med observert børsverdi. Store avvik betyr enten at selskapet ikke har opprettholdt informasjonsplikten, eller at markedet ikke er enig i ledelsens regnestykker.

6.1. Bakgrunn for verdsettelsesmetode

6.1.1. Nedskrivningstest 30.01.2012

Ledelsen gjennomførte en nedskrivningstest 30. januar 2012 i forbindelse med regnskapet for 2011. Testen ble brukt av ledelsen for å dokumentere at balanseverdien av aktiva var forsvarlig. Videre ble den lagt frem for revisor, som brukte den for å godkjenne balansen og legge til grunn at fortsatt drift var forsvarlig.

Følgende budsjett var utgangspunktet for testen:

Nedskrivningstest 2011	30.01.12												
Budsjett 2012	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Des	2012
Inntekter	1 608	10 154	3 406	9 310	6 066	6 180	6 380	6 380	6 554	6 840	2 400	8 486	73 764
Varekostnad	-4 356	-4 510	-4 581	-4 215	-4 356	-4 215	-4 356	-4 356	-4 215	-4 356	-4 215	-5 106	-52 835
SG&A	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-13 634
Samlede driftskostn	-5 492	-5 646	-5 717	-5 351	-5 492	-5 351	-5 492	-5 492	-5 351	-5 492	-5 351	-6 242	-66 469
EBITDA	-3 884	4 508	-2 311	3 959	574	829	888	888	1 203	1 348	-2 951	2 244	7 295
Andel inntekter sikret ved LOI eller kontrakt			46 %										

	LOI	Firm	LOI+Firm
Afren		1 428	1 428
Hess	0	10 927	10 927
Statoil	0	21 938	21 938
	0	34 293	34 293
	0,0%	46,5%	46,5%

Tabell 2: budsjett i forbindelse med nedskrivningstest

46,5 % av inntektene var sikret gjennom avtaler eller intensjonsavtaler

Anslag for kontantstrøm fra driftsmidler er basert på budsjettet for 2012, som ble fremlagt for styret. I verdivurderingen er det gjort antakelser for 2013 og 2014, hvor inntekter reflekterer markedspriser og selskapets produksjonskapasitet. Utstyret er antatt foreldet i 2015 og ledelsen antar derfor ingen kontantstrøm etter 2014. Utstyret vil likevel ha noe annenhåndsverdi og ledelsen antar at denne verdien tilsvarer kostnadene ved å avvikle virksomheten. Andre eiendeler i balansen er verdsatt til bokført verdi.

6.1.2. Verdssettelse basert på nedskrivningstest 30.01.2012

Tabell 3 under viser resultatet av ledelsens nedskrivningstest.

VERDIVURDERING DRIFTSMIDLER		2012	2013	2014
Inntekter		73 764	80 000	80 000
Varekostnad		-52 835	-54 152	-55 506
SG&A		-13 634	-13 975	-14 324
EBITDA=kontantstrøm		<u>7 295</u>	<u>11 873</u>	<u>10 170</u>
Diskonteringsrate ved nåverdiberegning	18,45 %	1,0883	1,2891	1,5270
Verdien av seismisk utstyr I bruk		<u>6 703</u>	<u>9 210</u>	<u>6 660</u>
	Bokført verdi		Driftsmidlene	
EGENKAPITALVERDI & -ANDEL			til riktig verdi	
Verdien av seismisk utstyr	18 112		22 573	
+ Verdien aksjene i GeoRXT	14 991		14 991	
+ Verdien MC bibliotek	5 016		5 016	
+ Kontanter og kundefordringer	12 204		12 204	
+ Verdien andre eiendeler	2 903		2 903	
- Samlet gjeld	-41 328		-41 328	
= Verdien av selskapets EK	<u>11 898</u>		<u>16 359</u>	
EK andel basert på brutto balansen	22 %		28 %	
EK andel basert på netto gjeld	<u>29 %</u>		<u>36 %</u>	

Tabell 3: Nedskrivningstest

I de neste avsnittene vil vi redegjøre for og drøfte de ulike forutsetningene for beregningen gjort av ledelsen i forbindelse med testen. Deretter vil vi selv utføre lignende beregninger basert på budsjetter fremlagt under styremøtene i den aktuelle perioden.

6.1.3. Forutsetningene for verdsettelse av egenkapitalen

6.1.3.1. Driftsmidler

Budsjettet for 2012 som ble lagt frem for styret 31. januar 2012 viste USD 73,764 millioner i estimerte/budsjetterte inntekter. Selskapet hadde ingen inngåtte kontrakter på tidspunkt for styremøtet, men hadde intensjonsavtaler med Hess Corporation, Statoil og Afren som utgjorde USD 34,293 millioner, eller om lag 46 prosent av budsjetterte inntekter. Estimatenes for 2013 og 2014 var på USD 80 millioner og representerte et konservativt estimat på inntekter, gitt observerte markedspriser og selskapets produksjonskapasitet på tidspunktet.

«Varekostnad» består primært av kostnader knyttet til besetning og fartøy (drivstoff, generell vedlikehold etc.). Selskapet hadde på dette tidspunktet to operasjonelle mannskap. «SG&A» er kostnader relatert til aktivitet på land, som ledelse, kontorer, administrasjon og lignende. Varekostnadene er variable og varierer med aktiviteten, mens SG&A stort sett er faste kostnader og varierer i liten/ingen grad med aktiviteten.

På styremøtet hadde selskapet budsjettert med «Varekostnader» og «SG&A» på henholdsvis USD 52,835 millioner og USD 13,634 millioner for 2012.

Ledelsen benyttet et avkastningskrav til egenkapitalen på 18,45 prosent som ikke tok hensyn til gjeldskostnaden, noe som drøftes nærmere i avsnitt 6.2 om avkastningskrav.

EBITDA er estimert til USD 7,295, 11,873 og 10,170 millioner for henholdsvis 2012, 2013 og 2014. Kontantstrømmene diskonteres for 2012, 2013 og 2014 med avkastningskravet på 18,45 prosent og endelig verdi av eiendelene/selskapsverdi blir dermed USD 22,573 millioner. Til sammenligning stod eiendelen oppført i balansen til en verdi på USD 18,112 millioner. Testen viser en høyere verdi av seismikkutstyr, enn hva verdien av balansen viser. I følge nedskrivningstesten var ikke nedskrivninger nødvendig.

6.1.3.2. Egenkapital

Høsten 2011 inngikk RXT en samarbeidsavtale med Georadar Levantamentos Geofísicos S/A om etablering av GeoRXT B.V der Georadar eide 55 prosent og RXT eide 45 prosent. GeoRXT overtok driften av RXT sin virksomhet i Brasil. Verdiene av RXT sine aksjer i GeoRXT er antatt til USD 14,991 millioner, som er lik bokført verdi.

RXT hadde et multiklientbibliotek med seismiske data fra Mexico-gulfen og Nordsjøen. Områdene er kjent for å primært bestå av gassfelt, og interessen for disse dataene følger prisen på naturgass. På tidspunktet for styremøtet var prisen på naturgass på et lavt nivå, og verdien av multiklientbiblioteket var på USD 5,01 millioner.

RXTs kontanter og kundefordringer var USD 12,204 millioner på tidspunktet, som er lik bokført verdi.

6.1.3.3. Samlet gjeld

I april 2010 gjennomførte konsernet en restrukturering av finansieringsstrukturen som omfattet nedskrivning av tre obligasjonslån som var 40 prosent av pålydende, konvertering av obligasjonslån til aksjer, nedskrivning av leverandørgjeld og konvertering av leverandørgjeld til aksjer (Selmer, 2014). Selskapets gjeld ble redusert fra USD 249 millioner i mars 2010, til USD 60 millioner i desember 2010 på grunn av restruktureringen. Dermed var selskapet praktisk talt kvitt all langsiktig gjeld. Risiko ble ytterligere redusert i 2011 ved at to båter ble overført til GeoRXT, og RXTs gjeld ble redusert til USD 41,328 millioner (Selmer, 2014).

6.1.3.4. *Verdien av selskapets egenkapital*

For å finne estimert verdi av egenkapitalen justerer vi selskapsverdien med overnevnte poster, og ender opp med en «reell» verdi av egenkapitalen på USD 16,359 millioner. Dette er noe lavere enn prisingen av egenkapitalen på børsen på USD 18,810 millioner, og noe høyere enn bokført verdi.

6.2. **Avkastningskrav**

Dette delkapittelet inneholder en drøftelse og begrunnelse av valg av de ulike parameterne som inngår i avkastningskravet, nærmere bestemt risikofri rente, beta, markedets risikopremie og kredittpåslag. Parameterne bestemmes med utgangspunkt i teori og empiri, men det legges også vekt på hva som er ansett som bransjestandard i det norske markedet. Vi benytter særlig funn fra en årlig undersøkelse av verdsettelsespraksis i Norge fra den aktuelle perioden gjennomført av PricewaterhouseCoopers (PWC) i samarbeid med Norges Finansanalytikers Forening (NFF) (PWC, 2012)².

6.2.1. *Avkastningskrav til egenkapitalen – CAPM*

For å estimere et relevant avkastningskrav til egenkapitalen benytter vi kapitalverdimodellen (CAPM), som gjort rede for i avsnitt 4.3. Vi har valgt å tillegge avkastningskravet, som fremgår av kapitalverdimodellen, en smådriftspremie. Dette belyser vi nærmere senere. Videre drøfter vi de ulike komponentene av CAPM og tilslutt beregner vi et relevant avkastningskrav til egenkapitalen for RXT.

² Benyttet analyse fra 2012 siden den omfatter oppgavens analyseperiode

6.2.1.1. Risikofri rente

Avkastningen på en risikofri eiendel, skal tilsvare forventet avkastning. Det vil si at det ikke skal være noen variasjon rundt forventet avkastning i en risikofri investering. I utgangspunktet er ingen eiendeler helt risikofrie. Men sikre statsobligasjoner, som for eksempel renten på norske statsobligasjoner, brukes ofte som et mål på risikofri rente, fordi risikoen forbundet med å investere i slike obligasjoner i praksis er det nærmeste man kommer en risikofri investering. Risikofri rente skal reflektere langsiktige inflasjonsforventninger pluss en realavkastning (Hægeland, 2016)

I henhold til analysen fra PWC benyttes 10-årig statsobligasjon i størst grad som risikofri rente i det norske markedet. I vårt tilfelle er lengden på underliggende kontantstrømmer mye kortere (3 år for de fleste verdsettelsene, og 5 år for noen). Vi benytter derfor renten på 3-årige statsobligasjoner i vår beregning av avkastningskrav for i størst mulig grad å tilsvare durasjonen på den underliggende kontantstrømmen. Renten på 3-årige statsobligasjoner var ved utgangen av november 2011 på 1,53 prosent (Norges Bank, 2018).

6.2.1.2. Beta

Beta er et mål på samvariasjon mellom en aksje og relevant referanseindeks, og gir et uttrykk for markeds/systematisk risiko i en aksje. Beta sier med andre ord om et selskap er mer eller mindre volatilt enn det generelle markedet. Beta for et børsnotert selskap estimeres ofte ved å gjennomføre en regresjon (OLS) med basis i historisk tidsseriedata. Den mest tradisjonelle metoden er å se på utvikling i det aktuelle selskapets aksjepris (her RXT) mot referanseindeks (her OSEBX).

Lang estimeringsperiode gir mye data og statistisk presisjon (faren for estimeringsfeil reduseres). På den andre siden kan det være at selskapet har endret seg mye over tid og er et «annet» selskap

nå enn for flere år tilbake. Det som uansett er viktig er en tilstrekkelig lang estimeringsperiode, slik at man minimum dekker en hel økonomisk syklus innen bransjen/sektoren selskapet opererer i.

Mange benytter månedlige data over en 3-5 års periode (vanlige kilder til beta som foreksempel Yahoo Finance og Bloomberg, benytter månedlige data og en estimeringsperiode på 36 måneder), men mer hyppigere observasjoner (ukentlige og daglige) blir også brukt. For eksempel Daves, Ehrhardt, and Kunkel, (2000) argumenterer for at daglige observasjoner over en periode på 36 måneder eller mindre er optimalt. Hyppige observasjoner egner seg imidlertid dårlig for selskaper med lav likviditet som RXT, fordi dager/uker med ingen eller lav omsetning vil forstyrre estimatet.

Det er også viktig å være oppmerksom på at hendelser som oppkjøp, salg, raid og endringer i kapitalstruktur vil påvirke beta over tid. Målt beta vil også varieres i rolige og urolige tider (Kinserdal, 2015).

I vår oppgave har vi valgt å estimere beta ved hjelp av to forskjellige metoder (begge metoder med henholdsvis daglige, ukentlige og månedlige observasjoner) og benyttet det høyeste beta-estimatet i våre beregninger av avkastningskrav. Dette fordi vi ønsker et konservativt avkastningskrav fordi hensikten på ingen måte er å estimere en høy verdi på selskapet, men heller oppnå et verdi-estimat som er realistisk og i større grad er på den konservative siden enn den optimistiske siden.

Den første metoden er basert på den tradisjonelle tilnærmingen hvor vi kjører en tidsserie (OLS) regresjon med basis i historiske avkastningstall for RXT og Oslo Børs (OSEBX). I begge metodene benytter vi en estimeringsperiode på 60 måneder fra 29. november 2011 (den aktuelle perioden) for å reflektere markedsvisninger/sykluser. Sett bort i fra svingninger i markedet har ikke selskapet endret seg betydelig rent operasjonelt i perioden, eller i stor grad vært påvirket av

oppkjøp og raid. Kapitalstrukturen har imidlertid endret seg gjennom estimeringsperioden, og kan påvirke beta-estimatet.

Den andre metoden tar utgangspunkt i en bransje/industri-tilnærming hvor vi først estimerer egenkapitalbeta for sammenlignbare selskaper³. Med utgangspunkt i egenkapitalbeta-estimatet beregner vi en total kapitalbeta for hvert enkelt selskap ved å justere egenkapitalbeta-estimatet med det respektive selskapets gjeldsandel ved å benytte følgende formel:

$$Beta (Unlevered) = \frac{Beta(levered)}{(1 + (1 - tax) \frac{Debt}{Equity}} \quad (13)$$

Vi beregner bransjebetaen som et gjennomsnitt av alle total kapitalbeta-estimatene:

$$\beta_B = \frac{A_1 \cdot \beta_{A1} + A_2 \cdot \beta_{A2} + \dots + A_j \cdot \beta_{Aj}}{A_1 + A_{1t} + \dots + A_j} \quad (14)$$

Avslutningsvis benytter vi vår beregnede bransjebeta til å beregne en relevant egenkapital-beta for RXT. Dette gjøres ved å ta utgangspunkt i den estimerte bransjebetaen og justere denne med kapitalstrukturen i RXT.⁴

³ Se appendiks for en beskrivelse av utvalget av sammenlignbare selskaper. Ikke alle selskapene har historiske data gjennom hele perioden. For disse selskapene er tilgjengelig data benyttet.

⁴ Vi benytter den inverse av formel 13 unlevered beta til å beregne egenkapitalbeta for RXT.

Metode 1 gir oss følgende estimat på egenkapitalbeta i RXT:

Egenkapital beta	RXT
Daglige observasjoner	0.6
Ukentlige observasjoner	0.8
Månedlige observasjoner	1.0

Tabell 4: Estimert egenkapitalbeta for RXT

Ved å se på historiske data i RXT isolert får vi et beta estimat i området 0.6-1.0, noe som virker lavt gitt selskapets natur. Vi kommer tilbake til hvorfor vi anser en beta på 0.6 – 1.0 for RXT som lavt lengre ned.

Metode 2 gir oss følgende total kapitalbeta:

EK-beta, sammenlignbare selskaper	TGS	PGS	PLCS	SPU	SBX	
Daglige observasjoner	1.4	1.15	1.30	0.29	0.52	
Ukentlige observasjoner	1.3	1.72	1.90	1.53	1.73	
Månedlige observasjoner	1.1	1.68	1.92	1.56	1.95	
Total gjeld (NOKm)	-	4,364	3,460	9	1,290	
Markedsverdi EK (NOKm)	13,217.6	12,981	1,341	603	49	
Marginalskatt	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	
Total kapitalbeta	TGS	PGS	PLCS	SPU	SBX	Gjennomsnitt
Daglige observasjoner	1.4	0.9	0.5	0.3	0.0	0.6
Ukentlige observasjoner	1.3	1.4	0.7	1.5	0.1	0.99
Månedlige observasjoner	1.1	1.4	0.7	1.5	0.1	0.96

Tabell 5 Estimert bransjebeta for seismikkbransjen

Aswath Damodaran (2010) presenterer på sin hjemmeside en oversikt over betaer for ulike bransjer. For å kvalitetssikre vårt beta-estimat sammenligner vi vår beregnede beta med Aswath Damodaran sitt estimat for total kapital-beta for bransjen «Oilfield Service/Equipment».

Damodaran presenterer en total kapital beta på 0.99 for denne bransjen. Vårt estimat avviker således lite fra et utvalg med mange flere selskaper. Det skal bemerkes at hans utvalg er mye bredere og inneholder ikke kun selskaper som bedriver seismikk aktivitet. Det som imidlertid er viktig, er at utvalget inkluderer selskaper som påvirkes av samme underliggende markedsdrivere som RXT. Det bemerkes at estimatet er høyere enn et gjennomsnittsselskap på Oslo Børs⁵. Dette er forstandig fordi oljeservice og seismikk er sykliske bransjer og skal derfor ha høyere beta enn markedet som helhet.

Tabell 6 viser beregningen av RXT sin egenkapital-beta med utgangspunkt i estimert bransjebeta

EK-Beta, RXT	RXT
Industri beta	0,96
Markedsverdi Gjeld (USDm)	41,3
Markedsverdi EK (USDm)	13,9
Marginalskatt	28 %
Egenkapitalbeta	2,8

Tabell 6: RXT sin egenkapital-beta med utgangspunkt i estimert bransjebeta

Analysen viser at en bransjetilnærming resulterer i det høyeste beta-estimatet (2.8 vs. 1.0). Den konvensjonelle selskaps-spesifikke metoden gir oss et beta-estimat som er lavt og trolig noe urealistisk. Oljeservice er en veldig syklisk bransje, noe som ceteris paribus⁶ taler for en høyere beta enn det generelle markedet. Seismikkselskaper er nok videre de mest sykliske selskapene innen oljeservice i og med at kostnader til seismikk er det første oljeselskapene kutter i vanskelige tider. Aksjene kan dermed variere mye mer enn referanseindeks, noe som taler for en beta over 1 (gitt en kapitalstruktur lik gjennomsnittet av Oslo Børs). Det at RXT har en

⁵ Selskapene på Oslo Børs har i gjennomsnitt en egenkapitalbeta på 1. Justerer man for gjennomsnittlig gjeldsandel på ca. 50 prosent havner vi på en total kapitalbeta på rundt 0.5 for børsen som helhet (Kinserdal, 2015).

⁶ Ceteris paribus: Når man vurderer effekten av en økonomisk variabel på en annen, holdes alle faktorer som kan påvirke den andre variabelen konstant.

gjeldsgrad som er høyere enn gjennomsnittet på Oslo børs styrker argumentet videre om en høy egenkapitalbeta.

6.2.1.3. Risikopremie

Markedets risikopremie er forventet meravkastningen for en diversifisert portefølje ut over risikofri rente. Historiske risikopremier er den vanligste kilden til denne parameteren og det er gjort utallige akademiske analyser på dette. Dimson, March & Staunton (2011) har gjennomført en omfattende analyse av historiske markedspremier i Europeiske markeder⁷. Et utvalg av resultatene er listet opp i tabell 7 under.

	<u>Risikopremier 1900-2010</u>		
	Geometrisk Snitt	Artemetisk snitt	Risiko
Belgia	2,6	4,9	21,4
Danmark	2,0	3,4	17,2
Finland	5,6	9,2	30,3
Frankrike	3,2	5,6	22,9
Holland	3,5	5,8	22,2
Norge	2,5	5,5	28,0
Sveits	2,1	3,6	17,6
Storbritannia	3,9	5,2	17,0
Sverige	3,8	6,1	22,3
Tyskland	5,4	8,8	28,4
USA	4,4	6,4	20,5
Verden	3,8	5,0	15,5

Risiko er standard avvik i %
Risikopremier relativt til lange statsobligasjoner

Tabell 7: Risikopremier for perioden 1900-2010 (Dimson, March & Staunton, 2011)

Et aritmetisk gjennomsnitt viser en historisk risikopremie i Norge på 5,5 prosent.

⁷ Vi ser her på analysen som inkluderer data til og med 2010 fordi dette er relevant for analyseperioden vi ser på.

I følge (Kaldestad & Møller, 2016) er spørreundersøkelser også en mye brukt metode til å fastsette markedets risikopremie⁸. Denne kilden anses som særlig relevant da den gir føringer på investorenes eller andre relevante aktører sine tanker om forventet fremtidig avkastning (ex-ante), som er det vi egentlig er ute etter og ikke en historisk måling av risikopremie i et ex-post perspektiv.

I følge PWC sin undersøkelse lå «markedspremien» i det norske markedet på 5 prosent i 2011 og 2012 (PWC, 2012). Undersøkelsen var basert på 93 respondenter, noe vi mener utgjør et representativt utvalg. Vi benytter en risikopremie på 5 prosent i tråd med PWC sin undersøkelse fordi denne premien i størst grad ble benyttet av aktører som i sitt daglig virke jobber med verdsettelse, og dermed representerte «konsensus» i markedet på dette tidspunktet.

6.2.1. Småbedriftspremie

Ifølge undersøkelsen til PWC mener mange at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper, en såkalt småbedriftspremie. Dette begrunnes i at små selskaper ofte er eksponert for mer risiko enn større selskaper, blant annet fordi små selskaper ofte i større grad er avhengig enkeltpersoner, enkeltprodukter eller enkeltkunder, og/eller har større utfordringer med å få finansiering. Det argumenteres derfor med at en justering av avkastningskravet burde gjøres for å reflektere den iboende risikoen i små selskaper.

Hele 80 prosent av respondentene i PWC sin undersøkelse mener det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper. For selskaper med markedsverdi i intervallet 0-0.1 milliarder NOK ble det i PWC sin undersøkelse brukt en småbedriftspremie på 4-5 prosent.

⁸ En tredje kilde til risikopremier er ifølge (Kaldestad & Møller, 2016) implisitt premie i børsens nåværende prising av aksjer. Denne metoden benyttes sjelden da den krever innsikt i markedets forventninger om selskapenes inntjening (Johnsen, 2017)

Videre skriver KPMG i sin årlig undersøkelse av verdsettelsespraksis, at den mest brukte justeringen er på 5 prosent for selskaper verdsatt til mindre enn USD 50 millioner (KPMG, 2017).

For å være konservative, og påse at vi ikke underestimerer egenkapitalkravet, inkluderer vi, i henhold til bransjestandard, en småselskapspremie på 5 prosent i vårt avkastningskrav.

6.2.2. *Avkastningskrav til egenkapitalen*

Basert på analysen ovenfor kommer vi fram til et avkastningskrav til egenkapitalen på 20.6 prosent med utgangspunkt i følgende beregning:

$$1,5\% + 2,8 \cdot 5,0\% + 5,0\% = 20,6\%$$

6.2.3. *Kredittpremien til lånerenten*

Finansielt gjeldskrav fremgår av følgende formel:

$$R_d = R_f + \text{selskapets risikopåslag} \tag{15}$$

Kredittrisikopremie er en funksjon av finansiell «gearing» og operasjonell risiko, og måles som produktet av sannsynlighet for, og tap ved, konkurs. Kredittrisikopremie er i utgangspunktet bare et forventet tap, og investorene forventer i utgangspunktet netto risikofri rente. Det relevante avkastningskravet skal reflektere gjennomsnittskostnaden for gjeld i selskapet. (Kinserdal, 2015).

I praksis bruker man ofte «ratings» eller syntetiske «ratings» basert på nøkkeltall dersom faktisk rating ikke er tilgjengelig. Answarth Damodaran (2010) presenterer på sin hjemmeside en oversikt over relevant kredittpåslag som en følge av en syntetisk rating med utgangspunkt i

selskapets evne til å betjene renter («Interest Coverage Ratio»), hvor «interest coverage ratio» er definert etter følgende formel:

$$\text{Interes Coverage Ratio} = \frac{EBIT}{\text{Interest Expenses}} \quad (16)$$

RXT hadde et netto driftsresultat på USD -41.3 millioner siste 12 måneder per 3. kvartal i 2011. Det betyr at vi ikke kan benytte oss av metoden til Damoraran til å fastsette kredittpåslaget fordi han ikke oppgir en syntetisk rating for selskaper med negativ «interest coverage ratio» .

I følge Koller et. al (2005) kan «yield» til forfall på selskapets langsiktig gjeld benyttes for å finne tilnærmet gjeldskrav. RXT hadde tre utestående obligasjoner ved utgangen 3. kvartal 2011 med renter på henholdsvis NIBOR + 3,85 prosent, NIBOR + 4,75 prosent og 10 prosent fast. Hovedstolen på de 3 obligasjonene var henholdsvis NOK 400 millioner (RXT02), NOK 165 millioner (RHG1MZ) og NOK 279.3 millioner (RXT03), men en stor andel av disse obligasjonene ble omgjort til aksjer i selskapet i forbindelse med restrukturering som tok plass i midten av 2010. RXT02 og RXT03 ble rundt tiden for publisering av kvartalsrapporten for 3. kvartal 2011 omsatt for NOK 66.5 og NOK 55. Dette er betydelig under par (par var NOK 100), noe som reflekterer den høye konkurssansynligheten og gir følgelig en høy «yield» til forfall. Det skal bemerkes at disse obligasjonene ble sjeldent omsatt og det skal derfor ikke ilegges mye vekt på denne analysen

Gitt omstendighetene var det grunn til å anta at långivere ville ha krevd en betydelig høyere kredittpremie enn 4-5 prosent dersom selskapet skulle ha refinansiert eller utstedt ny gjeld i selskapet.

I følge Kinderdal (2015) blir tommelfingerregler ofte brukt i praksis. Under har vi listet opp tommelfingerregler for kredittpåslag som ofte er brukt i bransjen:

Kredittpåslag, normalt	Kredittpåslag, urolige tider	Egenkapitalandel	Egenskaper, selskap
+1 %	+2 %	>50 %	Sunn/moden
+2 %	+3-4 %	20-50%	Syklisk/ny
+3 %	>5%	< 20%	Venture/problemer

Tabell 8: Tommelfinger, kredittrisikopåslag i Norge (Kinserdal,2015)

Påslagene i denne tabellen er utover risikofri rente og ikke NIBOR/LIBOR, fordi NIBOR/LIBOR er bankenes innlånsrente og inkluderer et risikopåslag, typisk 0,5 prosent over risikofri rente (Kinserdal, 2015).

Når det gjelder RXT, faller selskapet inn under flere kategorier i overstående tabell. Til tross for et relativt godt oljemarked i 2011/2012 med høye priser hadde selskapet betydelige finansielle utfordringer og en gjeldsandel på over 70 prosent. Selskapet opererer videre i en veldig syklisk bransje. Dette for et høyt risikopåslag.

For i større grad å kvantifisere hvilke risikopremie som er relevant å benytte på RXT, har vi sett på relevante obligasjonsutstedelser i det nordiske markedet i løpet av 2011. Tabell 9 lister opp obligasjonsutstedelser fra selskaper som vi i ulik grad mener er relevant å sammenligne med RXT⁹.

⁹ Alle selskaper (utenom Funcom og Dannemora Mineral) er i ulik grad eksponert mot offshore virksomhet. Datamaterialet til tabellen er hentet fra Stamdata.

Selskap	Utstedelse	Forfall	Valuta	Rente type	Rente	Type
Chloe Marine Corporation	17.11.2011	28.12.2016	USD	Fast	12 %	Senior Sikret obligasjon
Deep Drilling 1 Pte.Ltd	21.12.2011	21.12.2022	USD	Fast/step	12 %	Senior Sikret obligasjon
Funcom	22.12.2011	31.12.2018	USD	Fast/Step	10 %	Senior usikret konvertibel obligasjon
Petroleum Geo-Service ASA	15.11.2011	15.12.2018	USD	Fast	7,38 %	Senior Sikret Obligasjon
Polarcus Limited	27.04.2011	01.07.2018	USD	Fast/Step	2,85 %	Senior Sikret Obligasjon
PA Resources AB	05.04.2011	27.12.2017	NOK	Fast/step	12,25 %	Senior usikret konvertibel obligasjon
Havila Shipping ASA	30.03.2011	07.11.2020	NOK	Flytende	NIBOR 3m + 4.5%	Senior Sikret Obligasjon
Dannemora Mineral AB	22.03.2011	22.03.2016	USD	Fast	11,75 %	Senior Sikret Obligasjon
TTS Group ASA	18.01.2011	18.01.2019	NOK	Fast	8 %	Senior usikret konvertibel obligasjon

Merk: Obligasjoner merket med step i kolumnen "Rente type" har varierende rente over løpetiden. Renten i kolumnen "rente" oppgir renten som løpet når obligasjonen ble utstedt. For alle obligasjonene bortsett fra Funcom så øker renten over levetiden.

Tabell 9: Oversikt over relevante obligasjoner utstedt på det nordiske markedet 2011

Tabell 9 viser at rentene på nyutstedte obligasjoner lå i området 8-12 prosent. Det er imidlertid noen momenter som må fremheves. Listen inkluderer primært fastrenteobligasjoner, og den renten samsvarer ikke direkte med risikopremie som vi diskuterer fordi fastrenten implisitt inneholder en risikofri rente i bunn. Videre er noen av disse obligasjonene konvertible obligasjoner, noe som betyr at obligasjonene innehar et opsjonselement som har verdi for investor (ofte er investor villig til å godta en lavere rente på grunn av opsjonselementet)¹⁰. Flere av disse obligasjonene har også en «step» rente, noe som betyr at renten øker (oftest) stegvis frem mot forfall.

Gitt analysen anser vi et kredittpåslag på 12 prosent som fornuftig. Gjeldskravet vi benytter blir da 13,53 prosent.

$$13,5\% = 1,5\% + 12,0\%$$

¹⁰ Investor har en mulighet til å konvertere obligasjonen til aksjer til forhåndsbestemt kurs, noe som betyr at investor har en mulig oppside i tillegg til renten.

6.2.4. Beregning av WACC

Basert på analysen ovenfor kommer vi fram til et avkastningskrav til totalkapitalen på 14,2 prosent med utgangspunkt i følgende beregning:

$$20,6\% \cdot 0,41 + 13,5\% \cdot (1 - 28,0\%) \cdot 0,59 = 14,2\%$$

Enkelte av parameterne som inngår i beregningen av avkastningskravet endret seg noe ved de ulike verdsettelsestidspunktene og ville i teorien ha påvirket avkastningskravet. Endringene er imidlertid ikke store og påvirker ikke beregningene betydelig. Vi har derfor valgt å ikke komplisere analysen ytterligere ved å benytte forskjellig avkastningskrav på de ulike verdsettelsestidspunktene. Den parameteren som endrer seg mest er kapitalstrukturen som varierer mellom en egenkapitalandel på 25-41 prosent over analyseperioden. Endringene skyldes primært variasjoner i markedsverdien av egenkapitalen.

Norfield og RXT forhandlet en betalingsutsettelse i perioden 22.02 – 07.03. Norfield var kritisk til en betalingsutsettelse, men til tross for den åpenbare risikoen signerte de en ny kontrakt på to år den 19. mars 2012. Perioden februar/mars 2012 er derfor sentrale i denne saken og til beregning av WACC benytter vi markedsverdi ved 22. februar 2012.

Merk at leverandørgjeld er behandlet som rentebærende gjeld da denne gjeldsposten har bygd seg opp over tid og RXT var i en prosess med å reforhandle og forlenge forfallsdatoen på denne fordringen. Reforhandlingene hadde medført kostnader og renter, noe som ville gjort denne gjeldsposten rentebærende. Vi mener derfor det er korrekt å klassifisere denne gjeldsposten som rentebærende, fordi det effektivt sett ville vært et rentebærende krav mot selskapet.

6.2.5. *Styrets avkastningskrav*

Avkastningskravet på 14,2 prosent er noe lavere enn avkastningskravet på 18,45 prosent som styret forholdt seg til. I samtale med tidligere medlemmer av styret ble vi gjort oppmerksom på at avkastningskravet var konservativt fordi de mente RXT var et selskap som hadde mange off balance forpliktelser. Dessuten var selskapet i utgangspunktet egenkapitalfinansiert. Etter restruktureringen hadde selskapet kvittet seg med all langsiktig gjeld. Gjelden til selskapet var derfor i utgangspunktet kun knyttet til betalingsutsettelse fra leverandører.

Tidligere styremedlemmer har også gjort oss oppmerksom på at beregningen av avkastningskravet er teoretisk, og ikke nødvendigvis gir et realistisk bilde på virkeligheten. En investor hadde antageligvis krevd et høyere avkastningskrav for å pådra seg risikoen RXT innebar. Dersom vi i likhet med styret hadde antatt at selskapet var egenkapitalfinansiert, hadde vi benyttet et avkastningskrav på 20,5 prosent, som beregnet i avsnitt 6.2.2.

6.3. Verdsettelse av egenkapital

I påfølgende avsnitt estimerer vi reell verdi av egenkapitalen til RXT på ulike tidspunkt ved hjelp av en kontantstrømanalyse til totalkapitalen, som gjort rede for i avsnitt 5.2.

Vi benytter en DCF analyse siden vi har en definert lengde på kontantstrømmen, som følge av en gitt levetid på utstyret. Fordi verdsettelsesmultipler fra sammenlignbare selskaper har svært varierende levetid knyttet til utstyr og lengde på kontantstrøm, benyttes ikke den metoden.

Det samme argumentet gjelder for prisingsmultipler fra transaksjoner som involverte sammenlignbare selskaper. En DCF analyse vil være den beste verdsettelsesmetoden i dette tilfellet.

I verdsettelsen tar vi utgangspunkt i nedskrivningstesten som ble utført av ledelsen, se punkt 6.1.1. Vi benytter dermed de samme forutsetningene, og avkastningskravet beregnet i 6.2.4, for å gjennomføre tilsvarende beregninger for verdivurdering av egenkapitalen til RXT i den aktuelle perioden.

6.3.1. Verdsettelse basert på budsjett fremlagt for styret 30.11.11:

Budsjettet for 2012¹¹ ble lagt frem for styret 30. november 2011 og viste USD 94,187 millioner i estimerte/budsjetterte inntekter. Selskapet hadde ingen inngåtte kontrakter på tidspunkt for styremøtet, men hadde intensjonsavtaler med Hess Corporation og Statoil som utgjorde USD 31,020 millioner eller om lag 33 prosent av budsjetterte inntekter. Estimatenes for 2013 og 2014 var på USD 80 millioner i inntekter per år.

På styremøtet hadde selskapet budsjettert med «varekostnader» og «SG&A» på henholdsvis USD 75,224 millioner og USD 13,632¹² millioner for 2012. For 2013 og 2014 var varekostnader justert noe ned for å reflektere noe lavere aktivitet, mens SG&A er holdt på samme nivå, justert for antatt inflasjon på 2,5 prosent. Vi ser at varekostnader justeres noe ned i 2013 og 2014 for å reflektere lavere aktivitet. Samtidig har EBITDA økt veldig mye fra 2012 og 2013. Dette er som følge av at RXT opplevde et høyere aktivitetsnivå i mai, juni og juli 2012. RXT måtte leie inn ekstra fartøy for oppdragene, og hadde derfor høyere kostnader i de tre månedene. Merkostnaden og merinntekten forbundet med det høye aktivitetsnivået gjelder kun for mai, juni og juli. Derfor er resten av året og årene etter basert på egen kapasitet.

EBITDA er estimert til USD 5,331, 11,873 og 10,170 millioner for henholdsvis 2012, 2013 og 2014. I verdsettelsen er det antatt at EBITDA tilsvarer kontantstrøm til totalkapitalen. I realiteten

¹¹ Vedlegg: 10.2.1.

¹² Vedlegg: 10.3.1

vil nok EBITDA avvike noe fra kontantstrøm til total kapitalen på grunn av størrelser som blant annet endringer i arbeidskapital, investeringer (vekstinvesteringer og vedlikeholds investeringer), skatt og andre regnskapsstørrelser uten kontanteffekt. RXT utfører ingen investeringer da selskapet fokuserer på å få stabilisert selskapet og ikke på vekst. Selskapet har trolig stort fremførbart underskudd og betaler derfor ikke skatt.

Deretter diskonterer vi kontantstrømmene for 2012, 2013 og 2014 med relevant avkastningskrav på 14,2 prosent, se avsnitt 6.2. Vi ender opp med en verdi av eiendelene/selskapsverdi på USD 22,015 millioner. Til sammenligning stod eiendelen oppført i balansen til en verdi på USD 18,112 millioner. Verdivurderingen av driftsmidler viser med andre ord en høyere verdi av eiendelene enn balanseverdien.

Verdiene av RXT sine aksjer i GeoRXT er antatt til USD 14,991 millioner som er lik bokført verdi. Verdien for kontanter og kundefordringer er antatt til USD 12,204 millioner som også er lik bokført verdi. Samlet gjeld er antatt til USD 41,238 millioner som er lik bokført verdi. Balanseført verdi av multiklient biblioteket var USD 5,01 millioner.

For å finne estimert verdi av egenkapitalen justerer vi selskapsverdien med overnevnte poster, og ender opp med en «reell» verdi av egenkapitalen på USD 15,801 millioner. Dette er noe lavere enn prisingen av egenkapitalen på børsen på USD 15,415 millioner, og noe høyere enn bokført verdi.

6.3.2. *Verdsettelse basert på presentasjon Norfield 22.12.11:*

Budsjettet for 2012¹³ ble lagt frem for styret 22.12.11 og viste USD 98,191 millioner i estimerte/budsjetterte inntekter. Selskapet hadde heller ikke på dette tidspunktet inngått

¹³ Vedlegg: 10.2.2.

kontrakter med kunder, men hadde intensjonsavtaler med både Hess Corporation og Statoil som utgjorde USD 31,020 millioner, eller om lag 33 prosent av de budsjetterte inntektene.

Varekostnader og «SG&A» var estimert til henholdsvis USD 71 377 og 13.632 millioner for 2012.¹⁴

EBITDA er estimert til USD 13,182, 11,873 og 10,170 millioner for henholdsvis 2012, 2013 og 2014. I verdsettelsen er det antatt at EBITDA tilsvarer kontantstrøm til totalkapitalen. Verdien/selskapsverdien av eiendeler viser en høyere «verdi av seismikk utstyr» enn hva balansen viser. Estimert verdi er USD 29,361 millioner og bokført verdi var USD 18,112 millioner.

Estimert «reell» verdi av egenkapitalen var på USD 23,147 millioner på tidspunktet for styremøtet. Dette er noe høyere enn prisingen av egenkapitalen på børsen på USD 13,935 millioner.

6.3.3. Verdsettelse basert på budsjett fremlagt for styret 22.02.2012:

Budsjettet for 2012¹⁵ viste USD 101,763 millioner i estimerte/budsjetterte inntekter. Selskapet hadde ingen inngåtte kontrakter på tidspunkt for styremøtet, men hadde intensjonsavtaler med Hess Corporation, Statoil, Afren og COP som utgjorde USD 61,236 millioner, eller om lag 60 prosent av budsjetterte inntekter.

På styremøtet 22. februar hadde selskapet budsjettert med varekostnader og «SG&A» på henholdsvis på USD 67,737 og 13,632 millioner for 2012.

¹⁴ Vedlegg: 10.3.2

¹⁵ Vedlegg: 10.2.3.

EBITDA er estimert til USD 20,394, 11,873 og 10,170 millioner for henholdsvis 2012, 2013 og 2014. Verdien av seismisk utstyr ble verdsatt til USD 35,110 millioner, noe som er betydelig høyere enn den bokførte verdien på USD 18,112 millioner.

Verdien av aksjene i GeoRXT har økt fra USD 14,991 millioner til USD 19,191 USD. Verdiendringen var på grunn av en endring i børsprisingen da selskapet sikret en kontrakt med Petrobrás på USD 103 millioner den 25.04.2012¹⁶.

Beregnet «reell» verdi av egenkapitalen var på USD 34,096¹⁷ millioner på tidspunktet for styremøtet. Dette er høyere enn prisingen av egenkapitalen på børsen på USD 24,897 millioner og høyere enn bokført verdi av egenkapitalen i selskapet

6.3.4. Verdssettelse basert på budsjett fremlagt for styret 25.04.12:

Budsjettet for 2012¹⁸ viste USD 95,745 millioner i estimerte/budsjetterte inntekter 2012 og USD 80,710 millioner for perioden april-desember. Selskapet hadde ingen inngåtte kontrakter på tidspunkt for styremøtet, men hadde intensjonsavtaler med Hess Corporation, Statoil, Conoco Phillips og ADMA. Intensjonsavtalene dekket omlag 95 prosent av budsjetterte inntekter.

På styremøtet 25.04.2012 hadde selskapet budsjettert med varekost og «SG&A» på henholdsvis på USD 69,912 og 13,632 millioner for 2012 og for perioden april til desember henholdsvis USD 56,274 millioner og USD 10,224 millioner.

¹⁶ Vedlegg 10.4.1

¹⁷ Vedlegg 10.3.3

¹⁸ Vedlegg: 10.2.4

EBITDA er estimert til USD 14,212, 11,873, 10,170, 8,424 og 6.635 millioner for henholdsvis april – desember 2012, 2013, 2014, 2015 og 2016. Verdien av eiendelene var USD 39,491 millioner og bokført verdi fra var USD 18,112 ¹⁹ millioner.

Verdivurderingen av driftsmidler viser med andre ord en høyere verdi av eiendelene enn balanseverdiden. Utstyrets levetid antas forlenget med 2 år da LOI er signert med ION 12/4 for USD 23 millioner i nye kabler signert med ION 12.4. Verdien av seismisk utstyr er verdsatt til USD 36,962 millioner og den bokførte verdien var på USD 17,563 millioner. Verdivurdering av driftsmidler viser en høyere verdi av seismikk utstyr enn hva verdien av balansen viser.

Verdien av aksjene i GeoRXT hadde økt fra USD 12,971 millioner til USD 17,171 USD på grunn av endring i børsprising da selskapet hadde sikret en kontrakt med Petrobrás på USD 103 millioner den 25.04.2012. Kontanter og kundefordringer er antatt til USD 16,556 millioner som er lik bokført verdi. Samlet gjeld er antatt til USD 48,314 millioner som er lik bokført verdi.

Estimert «reell» verdi av egenkapitalen var på USD 32,947 millioner på tidspunktet for styremøtet. Dette er lavere enn prisingen av egenkapitalen på børsen på USD 31,472 millioner, men er høyere enn bokført verdi av egenkapitalen i selskapet.

6.3.5. *Verdsettelse basert på budsjett fremlagt for styret 22.05.12:*

Inntekter var budsjettert til USD 95,745²⁰ millioner i 2012 og USD 80,710 millioner for perioden april-desember. EBITDA var på USD 11,617 millioner for 2012 og EBITDA for perioden april – desember USD 13,619 millioner, her også er lik kontantstrøm²¹.

¹⁹ Vedlegg 10.3.4

²⁰ Vedlegg10.2.4

²¹ Vedlegg 10.2.5

Verdien av seismisk utstyr er verdsatt til USD 38,927 millioner og den bokførte verdien var på USD 17,563 millioner. Verdivurdering av driftsmidler viser en høyere «verdi av seismikk utstyr enn hva verdien av balansen viser.

Estimert «reell» verdi av egenkapitalen var på USD 32,383²² millioner på tidspunktet for styremøtet. Dette er noe høyere enn prisingen av egenkapitalen på børsen på USD 29,390 millioner og er høyere enn bokført verdi av egenkapitalen i selskapet på USD 6,819 millioner.

6.3.6. *Verdsettelse basert på styremøtet 06.07.12:*

Inntekter var budsjettert til USD 108,255 millioner i 2012 og USD 79,578 millioner for perioden juli-desember. . Intensjonsavtalene dekket omlag 100 prosent av budsjetterte inntekter. EBITDA var USD 13,265 millioner for 2012 og USD 25,356 millioner for perioden juli-desember, her også lik kontantstrøm²³.

Verdi av eiendelene/selskapsverdi var på USD 50,498 millioner. Verdivurdering av driftsmidler viser en høyere «verdi av seismikk utstyr» enn hva verdien av balansen viser. Eiendelen oppført i balansen til en verdi på USD 22,662²⁴ millioner justert for lengre levetid. Dette tyder på at det finnes merverdier i selskapet.

Estimert «reell» verdi av egenkapitalen var på USD 27,662 millioner på tidspunktet for styremøtet. Dette er noe høyere enn prisingen av egenkapitalen på børsen på USD 22,859 millioner og er høyere enn bokført verdi av egenkapitalen i selskapet på USD -4,373 millioner.

²² Vedlegg10.3.5

²³ Vedlegg 10.2.6

²⁴ Vedlegg 10.3.6

6.4. Børsutvikling RXT

I denne seksjonen legger vi frem observerte endringer i aksjekursen til RXT som følge av offentliggjort kontraktsinformasjon. Hensikten er å kartlegge hvorvidt annonseringene har noen effekt på avvikene som er beregnet i 6.3.

6.4.1. Endring i børsverdi ved offentliggjøring kontrakter

Børskursen reagerte positivt på offentliggjøring av kontrakter. Aksjen steg for eksempel 30 prosent til 1,30 NOK per aksje 10. januar 2012 på bakgrunn av en inngått intensjonskontrakt med Statoil på USD 14 millioner. Relativt til kontraktsverdi var økningen 30,1 prosent²⁵.

Aksjen steg med 41,1 prosent til 1,82 NOK per aksje 24 februar 2012 etter at RXT hadde signert kontrakt fra Petrobras på USD 103 millioner, sammen med partner GEORadar. Kontrakten ble tildelt på bakgrunn av tidligere arbeid for Petrobras i 2009, 2010 og 2011. Relativt til kontraktsverdi var økningen 18,7 prosent. RXT hadde siden nyttår meldt om kontrakter til en samlet verdi av USD 51 millioner som medførte en børsoppgang på 90 prosent. Noe som tilsier at risikoen er redusert og at selskapet utvikler seg i riktig retning.

Aksjen steg med 49,3²⁶ prosent til 2,18 NOK per aksje 6. mars 2012. RXT ble tildelt intensjonsavtale med ADMA på USD 104,5 millioner som var ventet oppstart i 2012 med varighet på 13 måneder. Relativt til kontraktsverdi var økningen 10,4 prosent. På dette tidspunktet hadde RXT fått tildelt kontrakter for cirka USD 250 millioner siden nyttår og drev også å rekrutterte nye ansatte.

²⁵ Vedlegg 10.4.1

²⁶ Vedlegg 10.4.1

6.4.2. *Endring i børsverdi som følge av GeoRadar JV*

Aksjen steg med 69,9 prosent til 2,60 NOK per aksje den 16. mai 2011. I meldingen opplyste selskapet at de hadde fått interesse fra to industrielle aktører som følge av den vellykkede restruktureringen. Styret klargjorde at den laveste verdien for aksjonærene er 2,93²⁷ NOK per aksje. Videre opplyste styret at markedet har bedret seg og at de fortsetter å jobber med å maksimere aksjonærverdien. Meldingen medførte en endring på USD 17 millioner²⁸.

I børsmeldingen 8. august 2011 meldte styret at de valgte å gå for den industrielle aktøren Georadar JV. Aksjekursen sank med 10,5 prosent til NOK 1,55 per aksje som medførte en negativ endring på totalt USD 1,1 millioner. Bakgrunnen for nedgangen var ikke børsmeldingen, men en direkte effekt av finanskrisen.

Kontrakten ble signert 10. oktober 2011, og medførte at aksjekursen steg 17,8 prosent til NOK 1,07 per aksje. Den totale endring var på USD 3,3 millioner.

6.4.3. *Endring i børsverdi som følge av andre børsmeldinger/annen info til markedet*

4. juni 2012 sank aksjen med 14,4 prosent til NOK 1,43 per aksje. Bakgrunnen var innkalling til generalforsamling med forslag om nedsettelse av kapital fra NOK 10 per aksje til NOK 1,30 per aksje for å tilrettelegge kapitalforhøyelse. Forslaget innebar en fullmakt til å gjennomføre en

²⁷ <https://www.dn.no/nyheter/2011/05/16/to-beilere-til-rxt>

²⁸ Vedlegg 10.4.2

emisjon på rundt 44,5 millioner i aksjer for å bedre likviditetssituasjonen. Generalforsamlingen fant sted 22 juni 2012. Meldingen resulterte med en endring på USD 3,3 millioner.²⁹

Aksjen falt med 12,0 prosent til NOK 1,32 per aksje 7. august 2012. RXT sendte ut resultatvarsel hvor styret opplyser om at likviditeten for første kvartal var anstrengt og resultatet for andre kvartal ville bli svakt grunnet forsinket oppstart av to prosjekter. Styret ventet derimot en bedret lønnsomhet utover i tredje kvartal. Styret jobbet med en investeringsbank for å løse situasjonen. Det kan tyde på at markedet tolket dette som at selskapet var forsinket, ikke som at de var i en kritisk situasjon. Resultatvarselet medførte en negativ endring på USD 3,3 millioner.

Aksjen falt drastisk med 34,7 prosent til NOK 0,47 per aksje 8. januar 2013. Styret informerte om at forhandlingene med interessentene som ønsket å bidra i finansiering var avsluttet og hadde takket nei. Styret påpekte i meldingen at det fortsatt var mulig å finne en løsning. RXT hadde endret betingelsene med en større kunde som ville medføre en positiv kontantstrøm samt at de var i dialog med andre kunder. RXT hadde USD 35 millioner i ubetalt leverandørgjeld som antakelig måtte konverteres til egenkapital for å kunne forhandle på nytt med en industriell aktør. En slik løsning innebærer at obligasjonseieren konvertere gjeld til aksjer, noe som vil føre til en utvanning av eksisterende aksjonærer. Børsmeldingen medførte en negativ endring på USD 4 millioner.

Den fjerde største aksjonæren, og styremedlem, Kristen Jakobsen og den tjuende største aksjonæren, og styremedlem, Walter Sognnes, solgte 19. mars 2013 sine aksjeposter i RXT. Kristen Jakobsen solgte 2,6 millioner aksjer til en kurs på NOK 0,7993 per aksje og Walter Sognnes solgte 618.000 aksjer til en kurs på 0,80 NOK per aksje. Aksjen steg dermed først fra 0,53, men sank som følge av salgene. Dette er å forvente, da markedet reagerer på at innsidere

²⁹ Vedlegg 10.4.3

kvitter seg med aksjeposter. Som følge av at kursen først steg, ble den totale effekten for dagen positiv, med en endring på USD 0,2 millioner.

6.5. Resultat og drøfting – egenkapital

I tabell 10 har vi fremstilt alle egenkapitalberegningene og kartlagt avvik mellom reell verdi og børsverdi på samtlige tidspunkt.

EK IHT. BUDSJETT:	30.11.11	22.12.11	22.2.12	25.4.12	22.5.12	6.7.12
Inntekter i.h.t. budsjett	94 187	98 191	101 763	95 754	95 754	108 255
Andel innt. sikret ved LOI eller kontrakt	33 %	33 %	60 %	95 %	95 %	100 %
EBITDA i.h.t. budsjett	5 331	13 182	20 394	12 210	11 617	13 265
Nåverdi driftsmidler	22 015	29 361	36 110	39 491	38 927	50 498
Bokført verdi driftsmidler	18 112	18 112	18 112	17 563	17 563	22 662
Verdi aksjene i GeoRXT	14 991	14 991	19 191	17 171	17 171	12 328
Bokført verdi eierandel GeoRXT	14 991	14 991	14 991	12 971	12 971	8 128
Estimert verdi egenkapital RXT	<u>15 801</u>	<u>23 147</u>	<u>34 096</u>	<u>32 947</u>	<u>32 383</u>	<u>27 662</u>
Bokført verdi egenkapital RXT	11 898	11 898	11 898	6 819	6 819	-4 373
Børsverdsettelse egenkapital RXT	<u>15 415</u>	<u>13 935</u>	<u>29 096</u>	<u>31 472</u>	<u>29 390</u>	<u>22 859</u>
Avik børsverdi ift estimert verdi	-2 %	-40 %	-15 %	-4 %	-9 %	-17 %
Egenkapital andel:						
Estimert verdi egenkapital RXT	<u>28%</u>	<u>36%</u>	<u>45%</u>	<u>41%</u>	<u>40%</u>	<u>34%</u>
Bokført verdi egenkapital RXT	22 %	22 %	22 %	12 %	12 %	-9 %
Børsverdsettelse egenkapital RXT	27 %	25 %	41 %	39 %	38 %	30 %

Tabell 10: Sammendrag av verdsettelse i analyseperioden

Hensikten med analysen var i første omgang å avgjøre hvorvidt opplysningsplikten ble overholdt.

Målet med opplysningsplikten er å bidra til et velfungerende marked. Så lenge opplysningsplikten opprettholdes har markedet tilgang på all relevant informasjon. Dermed bidrar opplysningsplikten til å redusere informasjonssymmetrien mellom innsidere og utsidere, ved å

informere utsidere om aksjens sanne verdi. Alle, både investorer og leverandører, har dermed innsyn i, og er oppmerksom på, egenkapitalen og likviditeten i selskapet.

Basert på opplysningene evaluerer investorene løpende selskapets gjennomføringsevne og strategi. Dette gjør investorene gjennom sin verdsettelse av selskapets egenkapital via børsen. Aksjens pris fungerer dermed som et signal på selskapets underliggende økonomiske verdi, og man vil kunne forvente en mer effektiv ressursallokering som følge av at informasjonssymmetrien er blitt redusert (Ogden et al., 2003).

Det fremkommer av tabellen at nåverdiberegningene alltid er høyere enn bokført verdi. Avviket mellom børsverdi og nåverdi av styrebudsjettene er derimot vesentlig lavere. Med unntak av 22. desember 2011 ser vi at avviket ikke er på mer enn 15 prosent. Når børsverdi tilsvarer reell verdi er det en indikator på at opplysningsplikten er overholdt. Kapitlet om finanstori viste til forskning som konkluderte med at aksjemarkedet var i halvsterk form, se punkt 4.1. Selv om opplysningsplikten holdes, vil ikke markedet ha tilgang på innsideinformasjon. Dessuten kan børsen være uenig i ledelsens beregninger, og det vil derfor kunne oppstå avvik mellom børsen og reell verdi av egenkapitalen. For å avgjøre hvorvidt opplysningsplikten er overholdt, er det derfor først og fremst viktig å se hvorvidt det er et mønster mellom endring av reell verdi og børsverdi. Vi ser at børsen utvikler seg utover året, og konkluderer derfor med at selskapet overholdt opplysningsplikten.

Videre var hensikten med analysen, å kartlegge hvorvidt egenkapitalen var forsvarlig.

Teorien om effisiente markeder sier oss at nåværende priser på et verdipapir til enhver tid reflekterer all tilgjengelig informasjon i markedet (Fama, 1970). Tabellen ovenfor, og avsnitt 6.4. illustrerer effekten av ny informasjon. Informasjon som ikke var kjent i markedet påvirker aksjekursen, og ettersom ny informasjon er uforutsigbar blir effekten en «random walk». Det er gjort en rekke studier på markedseffisiens for å kartlegge hvorvidt markedsprisen faktisk

reflekterer informasjonen i markedet. Studiene fra Hjelmseth, Kleppan og Evjemo Nysveen (2002) og Eckbo og Smith (1998) fant ikke noen signifikante avvik fra markedsteorien.

Vi spør derfor: så lenge markedet er effisient, og styret har fulgt opplysningsplikten, burde vel investorene være ansvarlig for å avgjøre hvorvidt egenkapitalen og likviditeten til selskapet er forsvarlig?

Som tidligere nevnt fungerer børskursen som en dommer for børsnoterte selskaper. Dersom markedet ikke mener at egenkapitalen er forsvarlig, vil markedet si ifra. Så lenge ledelsen i selskapet har ivaretatt opplysningsplikten, hvordan kan de da ha brutt kravet om forsvarlig egenkapital? Dersom egenkapitalen ikke var forsvarlig, hadde jo investorene respondert og børskursen ville til slutt ha stupt. Må ikke ledelsen da respektere investorenes vurdering av egenkapitalen?

Dersom det hevdes at ledelsen i et selskap har villedet kreditorene, men samtidig opprettholdt opplysningsplikten, kan de da ha villedet dem? De, som alle andre, besitter tross alt samme informasjon. Har ikke kreditorene også et ansvar? De ser tallene, kan de da overlate alt ansvar til ledelsen?

Adam Smith introduserte i sin tid begrepet «the invisible hand». Begrepet illustrerer markedskreftene i en åpen økonomi som automatisk vil oppnå en likevekt mellom tilbud og etterspørsel. Smith hevdet at en åpen økonomi var optimalt da mennesker vil handle av egen interesse. Resultatet blir effektivisering og dermed optimalisering av samfunnet totalt sett (Adam Smith, 1776). I finansverden ser vi effekten av den usynlige hånden på børsen. Investorer har en egen interesse av å maksimere profitt, og børsen vil derfor påvirkes dersom markedet mener at børskursen enten er for høy eller for lav, basert på informasjonen i markedet. På bakgrunn av dette mener vi at kravet om forsvarlig egenkapital bør baseres på markedets oppfatning av hva som er selskapets verdi. Dette fordi vi mener at investorene overtar styringen for børsnoterte selskaper, ved hjelp av «den usynlige hånd».

Fra tabell 10 ser vi at andel inntekter sikret gjennom LOI eller kontrakt øker utover året. På starten av året hadde ikke RXT noen kontrakter. Etterhvert viser tabellen at selskapet klarte å øke andel inntekter sikret gjennom LOI fra 33 prosent til 100 prosent. Allerede siden nyttår meldte selskapet om kontrakter til en samlet verdi på USD 51 millioner, som medførte en børsoppgang på 90 prosent. På dette tidspunktet innebar dette spekulasjoner og forhåpninger, og investorene legger derfor ikke til grunn styrets estimater i børskursen.

I perioden februar/mars ble følgende kontrakter signert:

Kontrakt med Shell ble inngått og signert 10. januar 2012. Kontrakten medførte at aksjen steg med 30 prosent.

Kontrakten med Petrobras ble signert 24. februar 2012. Dette medførte at aksjen steg med 41,1 prosent, og utgjorde en positiv endring på USD 29,1 millioner.

RXT signerte så intensjonsavtale med ADMA 6. mars 2012. Nyheten innebar at aksjen steg med 49,3 prosent. På dette tidspunktet hadde RXT fått tildelt kontrakter for ca USD 250 millioner siden nyttår.

En ytterligere kontrakt ble signert med Shell 19. mars 2012. Børskursen økte med 13,3 prosent som følge av kontrakten, og utgjorde en total endring på USD 39 millioner.

Som følge av kontraktsinngåelsene ble avviket mellom børsverdi og estimert verdi redusert. Børskursen endret seg over tid, fordi markedet fikk mer kunnskap om hvordan året ville se ut.

Dersom børsverdien er vesentlig lavere enn estimert verdi, er markedet uenig med ledelsens beregninger. Det betyr at markedet ser en risiko for at selskapet må styrke egenkapitalen gjennom en emisjon. Det største avviket var på negativ 40 prosent. Her er det tydelig at investorene er kritisk til ledelsens beregninger. På dette tidspunktet var kun 33 prosent av inntektene sikret

gjennom LOI eller kontrakter. De neste månedene økte andel sikret inntekt, og risikoen ble redusert.

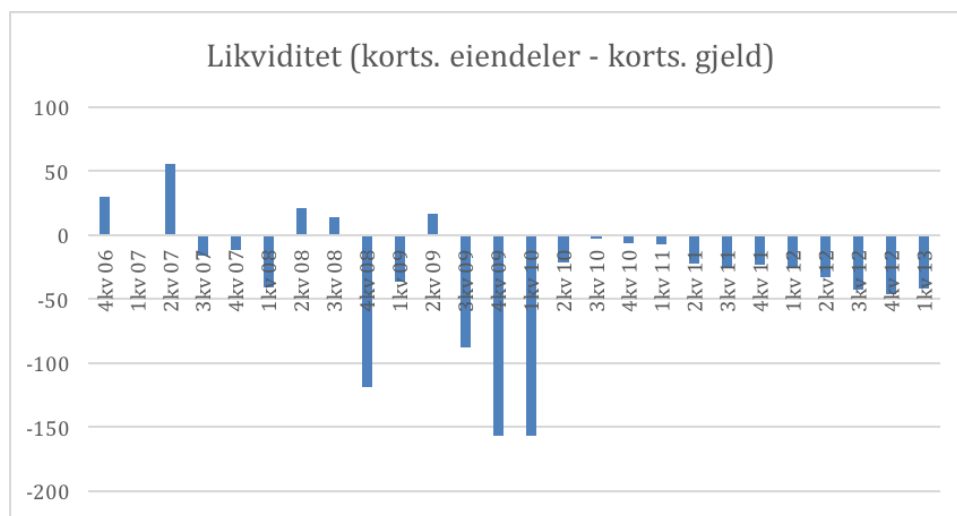
Utvikling i børsverdien er fornuftig i lys av budsjettene. I 2012 var det tross alt mer eller mindre enighet mellom investorene og ledelsens beregninger.

Dessuten minner vi om at styret anvendte et høyere avkastningskrav enn vi gjorde i våre beregninger. Dersom man benytter et avkastningskrav på 18,45 prosent, reduseres avvikene ytterligere.

7. Forsvarlig likviditet

Loven stiller som nevnt krav til både forsvarlig egenkapital og likviditet, jfr. allmennaksjeloven §§ 3-4 og 3-5. Det er derfor hensiktsmessig å analysere likviditetsutviklingen til RXT, og vurdere hvorvidt den var forsvarlig. Som nevnt i avsnitt 4.4.2., er likviditet en forutsetning for å verdsette aktiva i balansen til nåverdi og ikke salgsverdi. Revisor godkjenner kun regnskapet dersom forutsetningen for fortsatt drift kan legges til grunn. Vi vet at revisoren til RXT la dette til grunn, men vi vil nå gå igjennom samtlige av likviditetsbudsjettene til RXT i perioden 20.11.11 til 30.07.12 for å vurdere likviditetssituasjonen.

Siden selskapet ble børsnotert i 2006, hadde RXT stort sett hatt likviditetsutfordringer. Høye kostnader i kombinasjon med en risikofylt industri førte til mange utfordringer, og med unntak av noen få perioder kunne selskapet kun vise til negative likviditetsbeholdninger. Figur 5³⁰ under viser kvartalsvis likviditet i RXT gruppen fra 4. kvartal 2006 til 1. kvartal 2013



³⁰ Figur 5: Basert på RXT sine kvartalsrapporter

RXT stilte med eget mannskap til utførelsen av de seismiske undersøkelsene, men eide ikke båter selv. De måtte derfor leie inn båter med maritimt mannskap til hvert oppdrag. Arbeidet var ekstremt ressurs- og kapitalkrevende. RXT fikk betalt etterskuddsvis per måned, og måtte betale for utgiftene knyttet til oppdraget før de fikk innbetaling fra oppdragsgiveren. Likviditetsproblemer ble derfor ofte en utfordring for RXT, selv når de fikk store kontrakter. I tillegg til likviditetssituasjonen, viste det seg at utstyret som ble benyttet til undersøkelsene fikk betydelige tekniske problemer. Kombinasjonen av utfordringene svekket konsernets konkurransevne betraktelig, og RXT hadde fortsatt negativ kontantstrøm i 2011.

De finansielle utfordringene fortsatte i 2012, men som følge av forbedret ordretilgang og økt kapasitet var det forventet at lønnsomheten skulle inntreffe i tredje kvartal. Samtidig ble det forhandlet med flere potensielle, strategiske investorer, men ingen av forhandlingene førte til noe.

Nok en gang forventet selskapet at det nye året skulle gi en positiv kontantstrøm. De prøvde fortsatt å komme frem til en langsiktig, finansiell løsning, og iverksatte flere tiltak som blant annet salg av eiendeler og forhandlinger med långivere og leverandører.

I de neste avsnittene oppsummeres likviditetsbeholdningen og eventuelle tiltak som ble iverksatt av styret i den aktuelle perioden.

7.1. Styremøte 30.11.11

Styret var kjent med de store likviditetsutfordringene. Selskapet hadde hatt en utfordrende start på året, etterfulgt av en lav produksjon i november. Under styremøtet gjorde revisor styremedlemmene oppmerksom på kravet om fortsatt drift.

Kontantstrømmen kunne håndteres dersom betalingsbetingelsene ble forlenget. Ledelsen jobbet derfor med å forbedre likviditetssituasjon ved å forlenge kredittiden med sine leverandører. Det

ble arbeidet med å få avtaler på plass med SG Finans, ION og Terra. Med avtalene på plass viser likviditetsbudsjettet at selskapets likvider ville være tilstrekkelig.

7.2. Presentasjon Norfield 22.12.11

Likviditetsbudsjett fremlagt for Norfield:

PRESENTASJON NORFIELD Kontantstrøm 2012 (NOKm)	22.12.11											
	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Des
Innbetalinger	1 870	6 618	10 018	1 501	18 633	1 818	10 326	19 968	8 106	5 148	6 220	13 681
- Utbetalinger opex	-3 012	-5 863	-10 817	-1 450	-17 414	-1 850	-10 503	-17 316	-4 900	-6 653	-6 553	-10 006
- Andre utbetalinger	-650	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1 400
= Endring kontanter	-1 792	755	-799	51	1 219	-32	-177	2 652	3 206	-1 505	-333	2 275
Anslag for netto likviditet forutsatt at EBITDA fra resultatbudsjett 22.12.11 = endring inetto likviditet (kortsiktige eindeler - kortsiktig gjeld)												
Kontanter	1 866	74	829	30	81	1 300	1 268	1 091	3 743	6 949	5 444	7 386
Arb. Kapital	-25 170	-19 158	-22 371	-23 011	-15 707	-24 066	-12 573	-10 473	-23 831	-26 655	-24 790	-30 886
= Netto likviditet	-23 304	-21 378	-23 393	-21 315	-18 491	-17 517	-14 087	-11 687	-11 168	-11 887	-11 275	-10 734

Tabell 11: Likviditetsbudsjett fremlagt for Norfield 22 februar 2011

For å få forhandlet en avtale om forlenget kreditt la styret frem en presentasjon for Norfield 22. desember. Likviditeten var på dette tidspunktet negativ, og hensikten var som sagt å forbedre likviditetssituasjonen. På samme møte la de også frem en konkurrentanalyse for å belyse den gode markedsposisjonen RXT befant seg i.

7.2.1. Likviditetsanalyse januar –mars 2012

Den anstrengte likviditetssituasjonen blir nok en gang påpekt av revisor. Styret drøftet situasjonen videre, og fortsatte arbeidet med å forlenge kredittiden knyttet til leverandørgjelden. Leverandørgjelden til SG Finans, ION og Terra ble forlenget til andre halvdel av 2012.

I tillegg til å forlenge kredittiden knyttet til leverandørgjeld, så ledelsen på muligheter til factoring. Ledelsen tok også kontakt med meglerhus, investorer og aksjonærer angående en

potensiell emisjon for å styrke selskapets likviditet. På dette tidspunktet ble hverken factoring eller emisjon tatt opp formelt med styret.

Likviditetsbudsjett per 18.01.12:

STYREMØTE RXT	18.01.12												
Kontantstrøm 2012	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Des	
Innbetalinger	6 317	3 200	8 366	6 166	11 700	2 100	12 758	27 550	4 688	7 630	8 400	5 236	
- Utbetalinger opex	-4 608	-4 372	-8 343	-4 532	-4 950	-8 508	-11 753	-20 580	-6 782	-6 753	-6 553	-8 324	
- Andre utbetalinger	0	0	0	0	-1 400	0	0	0	-500	-500	-500	-1 900	
= Endring kontanter	1 709	-1 172	23	1 634	5 350	-6 408	1 005	6 970	-2 594	377	1 347	-4 988	
Anslag for netto likviditet forutsatt at EBITDA fra resultatbudsjett 22.12.11 = endring inetto likviditet (kortsiktige eiendeler - kortsiktig gjeld)													
Kontanter	652	2 361	1 189	1 212	2 846	8 196	1 788	2 793	9 763	7 169	7 546	8 893	3 905
Arb. Kapital	-23 956	-23 739	-24 582	-22 527	-21 337	-25 713	-15 875	-14 480	-20 931	-19 056	-18 821	-19 627	-14 027
= Netto likviditet	-23 304	-21 378	-23 393	-21 315	-18 491	-17 517	-14 087	-11 687	-11 168	-11 887	-11 275	-10 734	-10 122

Tabell 12: Likviditetsbudsjett fremlagt for styret 18 januar 2012

RXT hadde USD 17 millioner i kontanter og USD 23 millioner i negativ likviditet ved inngangen til 2012. Kontantstrømmen var ikke ventet å bli positiv før annen halvår. Likviditetsbudsjettet fremlagt for styret 18. januar viser at likviditeten ble ansett for å være forsvarlig da nøkkelleverandører kunne forventes å akseptere forlengende betalingsbetingelser i en periode. Selskapet kunne derfor forvente å ha positiv kontantsituasjon i hele 2012 og kraftig bedring i nettolikviditet ved utgangen av året.

Resultatbudsjettet fremlagt på styremøtet 22. februar viser langt bedre inntjening og bedre kontraktssituasjon. Verdien av aksjene i GeoRXT er styrket gjennom kontraktstildeling på USD 103 millioner fra Petrobras 24 februar. Endring i børskurs støtter opp om dette. Ved aksept fra Norfield ville også alle andre nøkkelleverandører forlenge betalingsbetingelser. Netto likviditet antas forbedret fra USD 23 millioner til USD 6 millioner ved utgangen av 2012.

Likviditetsbudsjett fremlagt for Norfield per 07.03.12:

Likviditetsbudsjett fremlagt for Norfield	07.03.12											
	Jan-Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Des	
Kontantstrøm 2012												
Innbetalinger	13 027	3 800	6 413	5 965	10 900	7 738	13 420	24 883	2 323	9 984	4 695	
- Utbetalinger opex	-11 525	-3 672	-4 006	-8 346	-9 084	-9 885	-12 981	-9 972	-7 784	-9 684	-10 707	
- Andre utbetalinger	-2 450	-150	0	0	0	0	0	0	0	0	-1 400	
= Endring kontanter	-948	-22	2 407	-2 381	1 816	-2 147	439	14 911	-5 461	300	-7 412	
Anslag for netto likviditet forutsatt at EBITDA fra resultatbudsjett 22.2.12 = endring inetto likviditet (kortsiktige eindeler - kortsiktig gjeld)												
Kontanter	1 450	502	480	2 887	506	2 322	175	614	15 525	10 064	10 364	2 952
Arb. Kapital	-24 754	-27 690	-23 160	-27 878	-21 538	-24 392	-16 103	-10 475	-19 319	-14 215	-13 167	-8 706
= Netto likviditet	-23 304	-27 188	-22 680	-24 991	-21 032	-22 070	-15 928	-9 861	-3 794	-4 151	-2 803	-5 754

Tabell 13: Likviditetsbudsjett fremlagt for styret 7 mars 2012

Fokus på styremøtet var nok en gang likviditetssituasjonen med tilhørende tiltak. Leverandørgjelden ble estimert til USD 15 millioner mer enn normal, som følge av forlenget kredittid. Styret fortsatte å forhandle betalingsutsettelse med leverandører. ION, Acorn og SG var under forhandling, mens Norfield var kritiske til en ny time charter³¹.

Ledelsen hadde arbeidet med factoring siden nyttår. På dette tidspunktet sa to aksjonærer seg villig til å gi kortsiktig finansiering for å forbedre likviditetssituasjonen. Styret var kjent med dette, men det ble fremdeles ikke tatt opp formelt.

Etter styremøtet hadde ledelsen nok et møte med Norfield. Partene ønsket å inngå en ny time charter, med forskuddsvis månedsleie. RXT på sin side var avhengig av å få utsatt forfall på gammel gjeld. I denne perioden hadde RXT vunnet omfattende kontrakter med Statoil og COP, og hadde redusert risikoen rundt selskapet betraktelig. I tillegg var også Shell klare til å inngå kontrakt dersom RXT fikk tak i nødvendige kabler.

³¹ TC: leieavtale hvor leietager leier båt inkludert marinmannskap

Norfield og RXT underskrev til slutt et to års certeparti for «Ocean Pearl» 19. mars 2012. Leieavtalen hadde virkning fra 1. januar 2012, men ble ikke signert før i mars fordi Norfield var kritiske til forlengelse av leieavtalen.

7.3. Likviditetsanalyse april – juni 2012

Likviditetsbudsjett per 25.04.2012:

Styret behandlet spørsmål om utfordrende egenkapital og likviditet. Igjen ble likviditeten behandlet som hovedproblemet. Til tross for utfordringene var revisor enig med ledelsen, og forutsatte fortsatt drift. Med det mente revisor at det var grunn til å tro at det «sannsynligvis foreligger minst tolv måneder likviditet».

STYREMØTE RXT	25.04.12											
Kontantstrøm 2012	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Des
Innbetalinger	0	1 344	9 500	0	9 425	3 100	15 457	13 664	19 464	4 119	9 984	4 695
- Utbetalinger opex	-1 786	-5 426	-5 808	-6 180	-7 097	-8 307	-9 245	-9 133	-8 566	-6 514	-5 889	-6 914
- Andre utbetalinger	0	0	0	-1 287	-2 523	-3 826	-2 839	-3 044	-2 924	-2 941	-1 691	-1 689
= Endring kontanter	-1 786	-4 082	3 692	-7 467	-195	-9 033	3 373	1 487	7 974	-5 336	2 404	-3 908
Anslag for netto likviditet forutsatt at EBITDA fra resultatbudsjett 25.4.12 = endring i netto likviditet (kortsiktige eiendeler - kortsiktig gjeld)												
Kontanter	2 951	1 165	-2 917	775	-6 692	-6 887	-15 920	-12 547	-11 060	-3 086	-8 422	-6 018
Arb. Kapital	-26 255	-28 567	-19 903	-26 081	-19 359	-20 954	-6 986	-6 328	-4 593	-6 327	-933	-4 534
= Netto likviditet	-23 304	-27 402	-22 820	-25 306	-26 051	-27 841	-22 906	-18 875	-15 653	-9 413	-9 355	-10 552

Tabell 14: Likviditetsbudsjett fremlagt for styret 25. april 2018

Likviditetsprognosene behandlet på styremøtet 25. april viser at leverandørgjelden var USD 25 millioner på etterskudd, og kapitalforhøyelse var nødvendig for å dekke fordringer på USD 10 millioner med forfall i 2012.

Ledelsen gjør oppmerksom på at det er også et kapitalbehov knyttet til selskapets langsiktige strategi for 2013-2015. I styremøtet 25. april vedtas det at ledelsen og Jakobsen skal analysere muligheten for å gjennomføre emisjon. Det diskuteres også emisjonsfullmakt i forbindelse med årets ordinære generalforsamling.

Likviditetsbudsjett per 22.05.2018:

På styremøtet omtalte ledelsen likviditetssituasjonen som «ekstremt utfordrende», og diskusjonen rundt behovet for kapitalforhøyelse fortsatte. Styret evaluerte muligheten for en emisjon, og diskuterte både factoring og tegning av nye aksjer. Emisjonen ble utsatt og styret konkluderte med at ledelsen skulle fokusere på factoring fremover, da factoring i prinsippet kunne dekke kontantunderskuddet.

STYREMØTE RXT Kontantstrøm 2012	22.05.12												
	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Des	
Innbetalinger	0	1 344	9 500	3 800	0	3 831	17 956	13 664	19 464	8 076	6 455	6 664	
- Utbetalinger opex	-1 786	-4 082	-5 808	-6 180	-7 097	-8 331	-9 267	-9 156	-8 589	-6 968	-5 913	-5 859	
- Andre utbetalinger	0	-1 344	0	-726	-1 234	-5 506	-3 120	-3 045	-2 925	-2 831	-1 690	-2 767	
= Endring kontanter	-1 786	-4 082	3 692	-3 106	-8 331	-10 006	5 569	1 463	7 950	-1 723	-1 148	-1 962	
Anslag for netto likviditet forutsatt at EBITDA fra resultatbudsjett 22.5.12 = endring i netto likviditet (kortsiktige eindeler - kortsiktig gjeld)													
Kontanter	2 951	1 165	-2 917	775	-2 331	-10 662	-20 668	-15 099	-13 636	-5 686	-7 409	-8 557	-10 519
Arb. Kapital	-26 255	-28 567	-19 903	-26 081	-26 010	-19 492	-1 205	-2 766	-1 030	-6 356	-4 598	-2 588	-1 168
= Netto likviditet	-23 304	-27 402	-22 820	-25 306	-28 341	-30 154	-21 873	-17 865	-14 666	-12 042	-12 007	-11 145	-11 687

Tabell 15: Likviditetsbudsjett fremlagt for styret 25 mai 2018

Likviditetsprognosene fremlagt på styremøte 22. mai 2012 viser samme behov for likviditetstilførsel. Ledelsen presenterte to løsninger, factoring og/eller emisjon, og styret vedtok at ledelsen skulle fokusere på factoring inntil videre.

Innkalling til generalforsamling ble sendt til aksjonærer 4. juni 2012 med forslag om nedsettelse av kapital fra NOK 10 per aksje til NOK 1,30 per aksje for å tilrettelegge kapitalforhøyelse. Generalforsamlingen fant sted 22.06.12, og emisjonsfullmakten ble vedtatt.

7.4. Likviditetsanalyse juli – september 2012

Uforutsette operasjonelle utfordringer gjennom annen kvartal førte til at styret fikk beskjed 6. juli at den forventede forbedringen i kontantstrøm i annen kvartal uteble. Til tross for dette viser resultatbudsjettet fremlagt 6. juli at EBITDA for 2012 forventes å bli høyere, USD 13,3

millioner. Likviditetssituasjonen betegnes imidlertid som kritisk. Behovet for ny likviditetstilførsel antas fortsatt å være på USD 10 millioner, men det slås fast at styrets emisjonsfullmakt må benyttes for å gjennomføre emisjonen senest i august for å kunne dekke likviditetsunderskuddet. Styret ber om at ledelsen oppdaterer og kvalitetssikrer likviditetsprognosene, og ber om ukentlig oppdateringer. Ledelsen slår fast at utviklingen de nærmeste ukene er kritisk, siden kontantstrømmen er sensitiv for hvordan produksjonen og en pågående mobiliseringen går.

Likviditetsbudsjett per 30.07.2012:

UPDATE STYRET + NORFIELD	30.07.12					
Kontantstrøm 2012	Jan-Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Des
Innbetalinger	12 458	8 726	8 292	10 096	9 651	19 673
- Utbetalinger opex	-29 256	-14 487	-13 758	-13 221	-11 400	-15 396
- Andre utbetalinger	14 900	0	0	0	0	1
= Endring kontanter	-1 898	-5 761	-5 466	-3 125	-1 749	4 278
Anslag for netto likviditet forutsatt at <u>EBITDA fra resultatbudsjett 6.7.12</u> = endring i netto likviditet (kortsiktige eiendeler - kortsiktig gjeld)						
Kontanter	1 716	-182	-5 943	-11 409	-14 534	-16 283
+ Andre kortsiktige eiendeler	-25 020	-31 784	-22 170	-12 788	-2 978	1 283
= Netto likviditet	-23 304	-31 966	-28 113	-24 197	-17 512	-15 000
Utvikling i netto likviditet syne å være ok, men kunde fordringer og levereandør gjeld er muligens for store						

Tabell 16: Likviditetsbudsjett fremlagt for styret 30 juli 2018

Likviditeten i juli var USD 15 millioner svakere enn forventet og styret konkluderte med at selskapet ikke kunne løse likviditetsmangelen uten å gjennomføre en større emisjon enn tidligere forutsatt, enten rettet mot finansielle investorer eller et overtagende/strategisk selskap.

Ledelsen gjennomgikk utkast til rapport for andre kvartal, og det ble poengtert at størrelsen på egenkapitalen brøt med vilkårene til to obligasjonslån.

Styret behandler profit warning i styremøtet 6. august, og instruerte ledelsen om å samarbeide med de finansielle rådgiverne for å gjennomføre egenkapitalemisjonen så fort som mulig. Styret fikk beskjed om at kapitalbehovet hadde økt til USD 25 millioner. Pareto og ABGs mandat kom ikke på plass før 4. september.

Under styremøtet 26. september vedtas det at Pareto og ABG skal fokusere på å sikre industriell interesse før man henvender seg til finansielle investorer i aksjemarkedet. På styremøtet 27. september godkjenner styret ny avtale med Acorn slik at Acorn trekker konkursvarselet.

7.4.1. Likviditetsanalyse oktober til desember 2012

I styremøtet 10. oktober blir styret oppdatert om interesse fra Fairfield, PGS, Westcon, Seavir og ION. Westcons tilbud forutsetter nå at kreditorene aksepterer å forlenge forfallstrukturen på deler av gjelden.

I styremøtet 15. november behandlet styret et brev fra ION fra 13. november hvor ION vurderte å tilby USD 64 millioner i ny egenkapital for 90 prosent av aksjene. Men ION krever samtidig at kreditorene tar et tap og reduserer deres krav fra USD 39 millioner til USD 25 millioner. Dette tilsvarer 65 prosent gjeldsettergivelse for hovedleverandørene. Styret vedtar å forhandle med ION, men erkjenner for første gang at kreditorene kan forventes å tape. Styret konkluderer ikke som ved tidligere anledninger at selskapet er solvent illikviditet er forbigående.

7.5. Resultat og drøfting – likviditet

I tabell 17 har vi fremstilt likviditetsbeholdningen for den aktuelle perioden.

LIKVIDITET IHT PROGNOSE:		22.12.11	18.01.12	7.3.12	25.4.12	22.5.12	30.7.12	16.8.12
Kontantstasjon								
Balanse tidspunkt	31.12.11	31.12.12	31.12.12	31.12.12	31.12.12	31.12.12	31.12.12	
Anslag for kontanter	1 716	7 386	3 905	2 952	-9 926	-10 519	-12 005	
Netto likviditetsstasjon								
Ved bruk av likviditets-prognosen samt resultatbudsjett datert		22.12.11	22.12.11	22.2.12	25.4.12	22.5.12	6.7.12	
Anslag for kontanter		7 386	3 905	2 952	-9 926	-10 519	-12 005	
+ anslag for arbeids kapital	-25 020	-17 508	-14 027	-8 706	-1 168	-1 168	1 966	
= Netto likviditet	-23 304	-10 122	-10 122	-5 754	-11 094	-11 687	-10 039	
Ledelsens anslag for finansieringsbehov								
utover foskyvning av forfall leverandørgjeld		-	-	-	10 000	10 000	18 000	25 000

Tabell 17: Sammendrag likviditet

For å vurdere hvorvidt likviditeten til RXT var forsvarlig, vil vi ta utgangspunkt i revisorpraksis. For en revisor er den praktiske tilnærmingen «fortsatt drift» forutsetningen. Det vil si at det forventes at selskapet fortsatt vil være i drift, 12 måneder frem i tid. Dersom revisor ikke forutsetter fortsatt drift, kan ikke selskaper legge til grunn balanseverdier, men må nedskrive aktiva til salgsverdi. For RXT var ikke aktiva lett omsettelige, og selskapet ville derfor fått negativ egenkapital dersom det ikke kunne legges til grunn fortsatt drift.

Før vi drøfter likviditetssituasjonen nærmere vil vi først ta for oss revisors rolle i forbindelse med RXT saken, og fortsatt drift forutsetningen.

7.5.1. Revisors rolle

Regnskapsåret for 2010 ble avlagt under «forutsetning fortsatt drift» hvor det står beskrevet i revisjonsbrevet «there is no doubt about the company's ability to continue as going concern due

to the revenue contract situation». Det fremgår av styrets beregning at grunnlaget for forutsetningen om fortsatt drift er kontraktene i første kvartal 2010 og forventinger basert på tilbud og forhandlinger. Risikoen knyttet til manglende kontrakter understrekes ved at det fremgår av styrets beregning at «unless further work is secured within first half of 2011 the group to exposed to significant liquid risk».

Revisjonsprosessen for 2011 var velforberedt, velorganisert og profesjonelt gjennomført. En revisjonskomite hadde vært i kontakt med revisor tidlig i november med informasjon om prosess og problemstillinger. Både revisorkomite og styret møtte revisor 30. november 2011 der de gikk i gjennom revisorbrevet, risiko vurderingene og revisjonsplanen. Revisor presenterte de foreløpige revisjonsresultater i styremøtet 22. februar 2012 i forbindelse med godkjenning av fjerdekvartalsrapporten. Regnskapet og styrets beretning ble behandlet og godkjent av styret på styremøtet 25. april 2012. Revisor var tilstede på styremøtet og gjennomgikk sammendraget for revisjon for 2011. Styret fikk beskjed om at det ikke var noen nye forhold siden 4 kvartal. Utkast til styrets beretning var utarbeidet av administrasjonen og revisor. I forbindelse med behandling og godkjenning ble styret bedt om å fokusere på resonnementene knyttet til grunnlaget for fortsatt drift.

Regnskapsåret for 2011 var også avlagt under forutsetning fortsatt drift. Revisor bekreftet at regnskapet fremstilte selskapets finansielle stilling på en riktig måte. I henhold til styrets beregning, er risikoen nå først og fremst likviditetsrisikoen og spesielt i første halvår. Men grunnlaget for å kunne legge til grunn en forutsetning om fortsatt drift var at selskapet forventer å oppnå enighet med sentrale leverandører om forlenget betalingsbetingelser, samt bedre lønnsomhet.

Det fremgår direkte av revisorbrev 5 datert 30. mai 2012 at de nødvendige analysene som nedskrivningstest og «provisions for onerous contracts» var gjort til revisors tilfredsstillelse og at revisoren deler ledelsen og styrets vurderinger at forutsetningen til fortsatt drift er tilstede.

Egenkapitalen ble analysert av ledelsen, revisor, revisjonskomite og styret i forbindelse med årsoppgjøret. Nedskrivningstesten tok hensyn til årsoppgjør, utstyrets levetid, kontraktssituasjon, markedsbetingelser og risiko.

I revisorbrevet var det en henvisning til al § 3-5 som var en påminnelse om at det likevel er risiko for at situasjonen kan endre seg, og at styret må der vurdere situasjonen løpende framover og foreta tiltak dersom ting skulle endre seg. Revisor bekrefter at det er dekning forbundet med egenkapital ved kapitalnedsetting 1. juni 2012 selv med hensyn til hendelser etter balansedagen og tap som må forventes å inntreffe.

7.5.2. Drøfting – likviditet

Vi vet altså at revisor la til grunn fortsatt drift i den aktuelle perioden. Vi ser ingen hensikt i å vurdere hvorvidt revisor, i samarbeid med ledelsen, ikke burde ha lagt til grunn fortsatt drift. Selskapet leide inn revisortjenester fra det anerkjente revisjonsfirmaet Ernst & Young, og det er ingen grunn til å tro at revisor ikke gjorde en grundig jobb på dette området. Videre vil vi derfor fokusere på de tiltak styret iverksatte for å styrke likviditetssituasjonen.

RXT hadde en kapitalkrevende virksomhet, og de hadde som sagt alltid slitt med likviditetsutfordringer. Likviditetssituasjonen var derfor et tema som ble belyst under samtlige styremøter i den aktuelle perioden.

RXT fikk betalt etterskuddsvis, og uten likviditet hadde ikke selskapet mulighet til å gjennomføre prosjektene. Ettersom selskapet fikk flere og flere kontrakter i den aktuelle perioden, var den manglende likviditeten potensielt forbigående. Ledelsen jobbet derfor kontinuerlig med å forlenge kredittiden med sine leverandører.

I tillegg til å forlenge kredittiden vurderte styret å gjennomføre en emisjon. På generalforsamlingen 22. juni 2012 fikk styret emisjonsfullmakt. Styret valgte på den tiden å

utsette emisjonen, og de rakk ikke å utføre den før selskapet gikk konkurs. Parallelt jobbet styret med muligheten for factoring, og valgte å ha det som hovedtiltak.

Det fremkommer av styrereferatene at styret tok likviditetssituasjonen på alvor, og møttes jevnlig for å diskutere situasjonen og tilhørende tiltak. På et tidspunkt ba styret ledelsen om ukentlige oppdateringer på likviditetsprognosene.

Gitt at revisor la til grunn fortsatt drift mener vi at likviditeten til RXT var forsvarlig. Som vi viste ved gjennomgåelsen av kravet til forsvarlig likviditet, ligger det tett opp til den vurderingen revisor foretar ved fortsatt drift. Uansett traff styret en rekke tiltak for å forbedre likviditetssituasjonen til RXT. Kjernen i handleplikten etter § 3-5 er, som vi redegjorde for i punkt 3.5, en tiltaksforpliktelse. Styret er forpliktet til å ta de grep som er egnet til å forbedre likviditeten. Noe krav om faktisk bedring ligger ikke i handleplikten. Vi mener tiltakene styret tok var egnet til å forbedre likviditeten, og således i tråd med en (hypotetisk) handleplikt.

8. Konklusjon

I denne oppgaven har vi drøftet kravet til forsvarlig egenkapital og likviditet, i lys av juridisk og finansiell teori. Vi har tatt for oss det tidligere børsnoterte selskapet RXT, der styremedlemmene og daglig leder ble saksøkt for erstatningsansvarlig etter allmennaksjeloven § 17-1. I tingretten mente dommeren at styret ikke hadde gjort nødvendige analyser for å kunne forsvare egenkapital- og likviditetsnivået. Styret på sin side mente de hadde gjort nødvendige analyser. De hadde analysert situasjonen grundig, de hadde nøye estimerte budsjetter, som de forstod konsekvensene av. De hadde lyttet til og hatt løpende dialog med aktørene. Som følge av at selskapet var børsnotert, så ikke styret hensikten med å selv beregne egenkapitalen. Styret mente at nåverdiberegninger ikke var nødvendig når investorene signaliserte at egenkapitalen og likviditeten var forsvarlig. I dommen fikk Norfield derimot medhold begrunnet i at styret ikke foretok nettopp disse beregningene.

Fra juridisk teori vet vi at en dommer kun i begrenset grad kan overprøve styrets egne vurderinger av hvorvidt egenkapitalen er forsvarlig. Hva som ligger i forsvarlighetskravet er derfor i stor grad overlatt til styrets forretningsmessige vurderinger. Dommeren synes likevel å forutsette at dette innebærer et krav til at styret selv foretar beregninger av egenkapitalen. Men er det ikke sånn at slike beregninger blir smør på flesk for børsnoterte selskaper, så lenge opplysningsplikten er ivaretatt? Børsverdien vil som sagt gjenspeile den reelle verdien, og vi mener det derfor ikke er nødvendig at styret foretar den samme vurderingen. Styrets egne vurderinger vil i en slik situasjon ikke gi dem en bedre forståelse av selskapets verdi, men kun fremstå som et formalistisk krav for å unngå styreansvar.

Er det ikke viktigere at styret forstår situasjonen selskapet befinner seg i, og sørger for at det formidles til markedet? Er det ikke viktigere å lytte til markedet, og eventuelt jobbe løpende med alternativer for at egenkapitalen og likviditeten holdes på et forsvarlig nivå?

Analysen vår viser at investorene er rasjonelle og det gjenspeiles i børskursen, så lenge opplysningsplikten er opprettholdt og markedet er effisient. Vi beregnet reell verdi av egenkapitalen ved hjelp av kontantstrømanalyse til totalkapitalen. Ved å se på avvikene mellom nåverdiberegningene og børsverdi, så vi at det stort sett forelå avvik av mindre betydning. Det største avviket observerte vi 22. desember 2012. På dette tidspunktet var ikke investorene enig med beregningene, men etterhvert som inntekten ble sikret observerte vi at avvikene ble redusert. Avvikene indikerer derfor at investorene var tilfreds med størrelsen på egenkapitalen og likviditeten. Dersom investorene hadde ment at egenkapitalen og likviditeten ikke var forsvarlig, hadde børskursen respondert kraftigere. Vi hadde observert langt høyere avvik, over lengre perioder. Det er derfor grunn til å tro at styret hadde kunnet forsvare seg bedre om de hadde lagt frem slike beregninger i retten.

I introduksjonen viste vi til rettens holdninger til børskursen. Hensikten med oppgaven var å belyse spenningen som oppstår når jusen og finansien ikke har samme oppfatning av børskursen, og ansvaret markedet har for styringen av selskapet. Styremedlemmene og ledelsen lyttet til markedet, og tok utgangspunkt i børskursen. Oppgaven har belyst at børsverdien er rasjonell, så lenge opplysningsplikten opprettholdes og markedet er effisient. Analysen vår viser dessuten at dette gjelder i praksis.

Målet med å lede et selskap er at det skal ledes effektivt. Et konkret eksempel som illustrer ønsket om børsstyring er det norske selskapet Statoil, som i nyere tid har endret navn til Equinor. Selskapet var i utgangspunktet eid av staten, og ble først børsnotert i 2001. Børsnoteringen var ikke et resultat av at selskapet hadde behov for å styrke egenkapitalen, snarere tvert imot. Det var et ønske om at selskapet skulle bli styrt av investorene, og ikke av politikere. Vi konkluderer derfor med at børsstyring er den optimale styringsformen for børsnoterte selskaper.

Styremedlemmene fikk kritikk av dommeren fordi de ikke hadde dokumentert beregninger av egenkapitalen. I samtale med styreformann Kristen Jakobsen kom det frem at styret foretok

grundige analyser, men at de ikke hadde foretatt denne type beregninger, fordi det ikke ble ansett som nødvendig ettersom at selskapet var børsnotert. Det styret anså som viktig var at markedet hadde tilgang på all relevant informasjon, og at styret til enhver tid lyttet til investorene gjennom børsen. Selv om det ikke forelå en handleplikt, jobbet de kontinuerlig med løsninger for å forbedre både likviditet og egenkapitalsituasjonen. Dersom markedet hadde ment at egenkapitalen og likviditeten til selskapet ikke var forsvarlig, ville styret og ledelsen, selv uten grundige beregninger, blitt informert. Det vil det være uunngåelig for styret og ledelsen å ikke være oppmerksom på dette, fordi analytikere og corporate medarbeidere ville vært i kontakt med ledelsen for å belyse problemet. Utover dette vil det også ofte bli tatt opp i mediene, enten i papir eller på nettet. Også vil ikke minst børskursen være den største indikatoren. Vi konkluderer derfor med at kravet til forsvarlig egenkapital og likviditet i asal. §§ 3-4 og 3-5 kun er en formalitet i det et selskap blir børsnotert, og er dermed uegnet for børsnoterte selskaper.

9. Litteraturliste

Allen, F., Bealey, R. A., & Myers, S. C. (2014). *Principles of Corporate Finance* (11th ed.). Mc Graw Hill Education.

Belsom, E. (2016). Finansstyring - forelesningsnotat 13. Dekker stoff fra kapittel 13 i boken: "Investments", Bodie, Kane, Marcus (2014). Mc Graw Hill Education.

Bredesen, I. (2011). *Investering & Finansiering* (4th ed.). Gyldendal Akademisk.

Clausen, E. (2009, January 9). Virkelig verdi - Verdivurdering - Eierendringer - Verktøy og fagstoff. Hentet: 30.01.2018, fra <https://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/virkelig-verdi?didLogin=true>

Dahl, G. A., & Thoresen, A. (2012, August 6). Verdivurdering - ulike metoder. Hentet: 30.01.2018, fra https://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdivurdering_ulike_metoder

Daves, p. Ehrhardt, M., Kunkel R. (2000). Estimating systematic risk: The Choice of Return Interval and Estimation Period. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 13, No. 1, p. 7-13.

Damodaran, A. (2010) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3. utg. New York, John Wiley & Sons Inc.

Eckbo, B. Espen and Smith, David C., The Conditional Performance of Insider Trades. *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 467-498, 1998

Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton. Equity premia around the world. Working Paper, London Business School, July 2011.

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, Vol. 25, Pp. 383-417.

- Gisle, J. (2012). Store norske leksikon. Hentet 25.05.2018. https://snl.no/rettslig_standard
- Johnsen, T. (2017), Risikotillegget i kapitaliseringsrenten i eiendomsskatten for vannkraftverk
Rapport til Finansdepartementet. Hentet 09.04.2018.
https://www.regjeringen.no/contentassets/eee491aa42f6465e87969ec892936898/johnsen_kapitalkostnad_kraftverk.pdf
- Hagstrøm, V. (2011). *Obligasjonsrett* (2nd ed.). Universitetsforlaget.
- Hjelmeseth, K., Kleppan, K., & Evjemo Nysveen, S. (2002). *Innsidehandel på Oslo Børs i forkant av resultatvarel*. Oslo: Handelshøgskolen BI.
- Hægeland, T. (2016), Kapitalavkastning og ressursrente i kraftsektoren. Hentet 16.05.2018. SSB
https://www.ssb.no/energi-og-industri/artikler-og-publikasjoner/_attachment/285550?_ts=15890b57180
- Kaldestad, Y. og Møller, B. (2011) *Verdivurdering. Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. 1. utg. Oslo, Den Norske Revisorforening
- Kinserdal, F. (2015) ”Kapitalkostnad” – forelesningsnotat 9. (NHH)
- Koller, Tim et.al (2005): *Valuation*. Fourth Edition. John Wiley & Sons, New Jersey
- Knudsen, G. (2011) *Forenkling og modernisering av aksjeloven*. Justis- og politidepartementet.
- KPMG (2017), For all it’s worth, KPMG Valuation Practices Survey 2017. Hentet 02.03.2018.
<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/au/pdf/2017/valuation-practices-survey-2017.pdf>
- Madura, J., & Fox, R. (2014). *International Financial Management* (3rd ed.). Engage Learning.
- Marcus, A. J., Bodie, Z., & Kane, A. (2014). *Investments* (10th ed.). Mc Graw Hill Education.
- NUES. (2014). Norsk anbefaling - EIERSTYRING OG SELSKAPSLEDELSE. *Norsk Utvalg for Eierstyring Og Selskapsledelse (NUES)*, (8th). Hentet: 22.02.18 fra
<http://wpstatic.idium.no/nues.no/2017/06/2014-10-30Anbefaling2014NORweb.pdf>

- Ogden, J., Jen, F., & O'Connor, P. (2003). *Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies*. New Jersey: Prentice Hall.
- Perland, O. F. (2009). Kapitalforhøyelse i aksjeselskap. Hentet 2.03.2018, from <https://www.lederkilden.no/tema/kapitalforhoyelse-i-aksjeselskap?didLogin=true>
- PwC: Risikopremien i det norske markedet. 2012. Hentet: 05.03.2018 URL: <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risiko-2012.pdf>
- 10 års obligasjon, norgesbank. Hentet: 20.04.2018
<http://www.norgesbank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-daglige-noteringer/>
- Pindyck, R., Rubinfeld, D. (2013). *Microeconomics* (8th ed.). Pearson.
- Rammen, K. (2016). Kapitalverdimodellen. Hentet: 29.01.2018, fra <https://finanssans.no/kapitalverdimodellen>
- Selmer, Advokatfirma (2014): Innberetning til Akser og Bærum tingrett i Sak Nr.12-102713kon-Aher/1 Reservoir Technology ASA, Dets konkursbo. Hentet: 18.02.2018
http://www.selmer.no/assets/uploads/konkursbo/RXT_Norway_AS_Innberetning_pr._30.6.14.pdf
- Sending, A. (2006). *Innføring i bedriftsøkonomi* (4th ed.). Fagbokforlaget.
- Sending, A. (2014). *Økonomistyring 2*. Fagbokforlaget.
- Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Ny utg. Ved Oxford University Press (1993), Oxford.
- Woxholt, G. (2014). *Selskapsrett* (5th ed.). Gyldendal Juridisk.
- Dagens Næringsliv (2014). Artikkel ”To beilere til RXT”. Hentet: 22.02.2018, fra: <https://www.dn.no/nyheter/2011/05/16/to-beilere-til-rxt>

Lover :

Allmennaksjeloven § 3-4

Allmennaksjeloven § 3-5

Allmennaksjeloven § 6-1

Allmennaksjeloven § 6-12

Allmennaksjeloven § 6-13

Allmennaksjeloven § 6-14

Allmennaksjeloven § 6-43

Allmennaksjeloven § 17-1

Regnskapsloven § 4-5

Regnskapsloven § 6-2

Verdipapirhandeloven § 5-2

Børsloven § 24

Forarbeider

Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s. 67

Ot.prp.nr. 23 (1996-1997) s. 14

Prop.111 L (2012-2013) s 77

OT prp nr 55 (2005 - 2006), s 19

NOU 1996:3 s. 102

NOU 1996:3 s. 146

Dommer:

HR-2016-1440-A, avsnitt 41

TBERG-2015-69325

Figuroversikt

Figur 1: Viser henholdsvis driftsinntekter og kostnader per kvartal perioden 2006 – 2013

Figur 2: Viser EBITDA i perioden 2006 – 2013

Figur 3: Viser kvartalsvis utvikling i konsernets gjeld, gjeldsgrad, og verdien av selskapets eiendeler (USD millioner) fra 2006-2013:

Figur 4: viser kvartalsvis utvikling i konsernets bokførte egenkapital fra 2010 -2012

Figur 5: Viser kvartalsvis likviditet i RXT gruppen fra 4. kvartal 2006 til 1. kvartal 2013

Tabelloversikt

Tabell 1: Formel for beregning av kontantstrøm til egenkapital og totalkapitalen.

Tabell 2: budsjett i forbindelse med nedskrivningstest

Tabell 3: Nedskrivningstest

Tabell 4: Estimert egenkapitalbeta for RXT

Tabell 5 Estimert bransjebeta for seismikkbransjen

Tabell 6: RXT sin egenkapital-beta med utgangspunkt i estimert bransjebeta

Tabell 7: Risikopremier for perioden 1900-2010

Tabell 8: Tommelfinger, kredittrisikopåslag i Norge

Tabell 9: Oversikt over relevante obligasjoner utstedt på det nordiske markedet 2011

Tabell 10: Sammendrag av verdsettelse i analyseperioden

Tabell 11: Likviditetsbudsjett fremlagt for Norfiled 22 februar 2011

Tabell 12: Likviditetsbudsjett fremlagt for styret 18 januar 2012

Tabell 13: Likviditetsbudsjett fremlagt for styret 7 mars 2012

Tabell 14: Likviditetsbudsjett fremlagt for styret 25. april 2018

Tabell 15: Likviditetsbudsjett fremlagt for styret 25 mai 2018

Tabell 16: Likviditetsbudsjett fremlagt for styret 30 juli 2018

Tabell 17: Sammendrag likviditet

10. Vedlegg

10.1. Vedlegg 1: Regnskap og balanse til RXT fra 2006 -2012

10.1.1. Årlig regnskap og balanse

Periode	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Dato offentliggjort	15.03.07	27.03.08	29.04.09	21.04.10	29.04.11	03.04.12	03.04.13
Antall operasjoner	1,5	3,0	4,0	4,3	4,3	1,8	1,8
Inntekter per operasjon	32,3	34,0	36,8	53,4	46,9	43,1	44,3
Kostnader per operasjon	-28,9	-26,0	-36,4	-53,8	-51,7	-53,2	-48,7
EBITDA /per operasjon	<u>3,4</u>	<u>8,0</u>	<u>0,5</u>	<u>-0,4</u>	<u>-4,9</u>	<u>-10,1</u>	<u>-4,5</u>
Hovetall resultatregnskapet							
Brutto inntekter	48,5	102,0	147,2	226,8	199,3	75,4	77,5
Driftskostnader utenom avskrivn	-43,3	-78,0	-145,4	-228,6	-219,9	-93,2	-85,3
EBITDA	<u>5,2</u>	<u>24,0</u>	<u>1,8</u>	<u>-1,8</u>	<u>-20,6</u>	<u>-17,7</u>	<u>-7,8</u>
Operating profit (loss)	-5,1	0,3	-61,0	-117,6	-72,9	-31,0	-27,5
Andel res. i tilknyttet selskap						-9,6	-12,5
Resultat etter skatt	-17,5	-17,1	-48,8	-177,4	-54,0	-61,1	-41,4
Balanse							
MC bibliotek	0,0	4,5	11,8	12,5	10,0	5,0	0,0
Seismisk utstyr og andre anleggsmidler	75,9	130,0	201,8	114,8	65,6	18,1	6,3
Investering i tilknyttet selskap	0,0	17,4	6,0	3,0	0,0	15,0	0,0
Eiendeler i salg	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,3
Totalt anleggsmidler	75,9	151,8	219,6	130,3	75,6	38,1	20,6
Kundefordringer	12,2	34,6	25,7	18,5	17,7	10,5	13,0
Andre kortsiktige eierandeler	2,3	23,3	21,9	25,6	4,6	2,9	2,2
Kontanter	35,5	32,5	9,9	11,1	19,2	1,716	3,0
Totalt kortsiktige eiendeler	50,0	90,4	57,5	55,2	41,5	15,1	18,1
Total eiendeler	125,9	242,3	277,1	185,5	117,1	53,2	38,8
Gjeld							
Leverandør gjeld	12,3	20,4	64,9	48,7	11,1	19,6	39,0
Annen kortsiktig gjeld	7,7	81,9	111,8	134,3	36,5	18,9	27,1
Total kortsiktig gjeld	20,0	102,3	176,8	183,1	47,6	38,4	66,1
Langsiktig gjeld	35,0	64,1	46,7	36,5	3,0	2,9	0,3
Total gjeld	55,0	166,4	223,5	219,6	50,6	41,3	66,4
Bokført egenkapital	71,0	75,8	53,6	-34,1	66,5	11,9	-27,7

10.1.2. Kvartalsvis regnskap og balanse

Periode	1kv 07	2kv 07	3kv 07	4kv 07	1kv 08	2kv 08	3kv 08	4kv 08	1kv 09	2kv 09	3kv 09	4kv 09	1kv 10
Dato offentligjort	15.05.07	15.08.07	15.11.07	28.02.08	09.05.08	14.08.08	20.11.08	26.02.09	19.05.09	20.08.09	19.11.09	25.02.10	28.05.10
Antall operasjoner	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	4,0	4,0	5,0	4,0	4,0	4,0	5,0	5,0
Inntekter per operasjon	2,8	4,2	15,0	12,0	10,5	10,7	10,9	5,9	14,9	22,1	12,0	6,7	6,7
Kostnader per operasjon	-4,0	-3,9	-11,0	-7,2	-9,2	-8,1	-8,0	-8,2	-11,1	-18,9	-12,8	-12,2	-12,2
EBITDA /per operasjon	<u>-1,1</u>	<u>0,3</u>	<u>4,1</u>	<u>4,8</u>	<u>1,3</u>	<u>2,6</u>	<u>2,9</u>	<u>2,3</u>	<u>3,7</u>	<u>3,3</u>	<u>0,8</u>	<u>-5,5</u>	<u>-5,5</u>
Hovetall resultatregnskapet													
Brutto inntekter	8,4	12,5	45,1	36,0	31,6	42,9	43,6	29,6	59,5	88,5	48,0	33,5	33,5
Driftskostnader utenom avskrivn	-11,9	-11,6	-32,9	-21,6	-27,6	-32,4	-31,9	-41,1	-44,6	-75,4	-51,1	-60,8	-60,8
EBITDA	<u>-3,4</u>	<u>0,9</u>	<u>12,2</u>	<u>14,4</u>	<u>4,0</u>	<u>10,5</u>	<u>11,7</u>	<u>-11,5</u>	<u>15,0</u>	<u>13,0</u>	<u>3,1</u>	<u>-27,3</u>	<u>-27,3</u>
Operating profit (loss)	-7,4	-1,7	3,7	5,7	-4,2	-0,6	3,0	-41,1	3,2	-1,3	-15,4	-34,9	-34,9
Andel res. i tilknyttet selskap	-12,0	-9,7	0,4	-1,5	-12,9	-4,3	1,0	-68,5	-7,9	-19,4	-16,3	-53,7	-53,7
Resultat etter skatt													
Balanse													
MC bibliotek	1,8	1,8	1,9	4,5	4,6	4,5	4,0	11,8	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Seismisk utstyr og andre anleggsmidler	101,6	108,1	114,7	130,0	147,3	194,8	180,8	201,8	197,5	185,8	180,9	107,2	107,2
Investering i tilknyttet selskap	0,0	0,0	0,0	17,4	17,4	18,8	17,2	6,0	6,3	6,6	7,3	2,9	2,9
Eiendeler i salg	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totalt anleggsmidler	103,4	109,9	116,6	151,8	169,3	218,1	202,0	219,6	216,4	204,9	200,7	122,7	122,7
Kundefordringer	6,0	14,7	39,0	34,6	43,4	43,9	33,8	25,7	36,5	45,4	39,5	25,1	25,1
Andre kortsiktige eierandeler	6,6	21,1	18,5	23,3	26,5	22,0	26,3	21,9	25,7	16,5	20,1	13,9	13,9
Kontanter	7,8	38,2	23,5	32,5	4,8	7,1	7,2	9,9	10,2	15,3	7,9	4,7	4,7
Totalt kortsiktige eiendeler	20,4	73,9	81,0	90,4	74,6	73,0	67,2	57,5	72,4	77,2	67,5	43,7	43,7
Total eiendeler	123,8	183,8	197,6	242,3	243,8	291,1	269,2	277,1	288,7	282,1	268,2	166,4	166,4
Gjeld													
Leverandør gjeld	14,7	6,5	16,0	20,4	28,5	28,8	32,3	64,9	73,4	37,2	34,1	65,4	65,4
Annen kortsiktig gjeld	6,4	11,7	81,1	81,9	87,4	23,5	21,1	111,8	35,8	23,1	121,5	135,0	135,0
Total kortsiktig gjeld	21,1	18,2	97,0	102,3	115,9	52,3	53,5	176,8	109,2	60,3	155,6	200,3	200,3
Langsiktig gjeld	43,4	114,5	43,0	64,1	64,3	135,7	118,6	46,7	132,3	166,6	87,0	48,3	48,3
Total gjeld	64,6	132,7	140,0	166,4	180,2	188,0	172,1	223,5	241,5	226,9	242,6	248,7	248,7
Bokført egenkapital	59,2	51,1	57,6	75,8	63,7	103,1	97,1	53,6	47,3	55,2	25,7	-82,3	-82,3

Periode	2kv 10	3kv 10	4kv 10	1kv 11	2kv 11	3kv 11	4kv 11	1kv 12	2kv 12	3kv 12	4kv 12	1kv 13
Dato offentliggjort	11.08.10	17.11.10	23.02.11	05.05.11	11.08.11	08.11.11	23.02.12	23.05.12	17.08.12	16.11.12	22.02.13	14.05.13
Antall operasjoner	5,0	4,0	3,0	3,0	2,0	1,0	1,0	1,0	2,0	2,0	2,0	1,0
Inntekter per operasjon	9,3	17,7	16,2	14,9	10,1	31,6	13,3	16,2	5,3	10,8	15,0	23,6
Kostnader per operasjon	-13,1	-11,7	-15,6	-13,6	-16,9	-23,4	-31,8	-17,6	-8,2	-12,5	-13,2	-21,9
EBITDA /per operasjon	<u>3,9</u>	<u>6,1</u>	<u>0,6</u>	<u>1,3</u>	<u>6,8</u>	<u>8,2</u>	<u>18,5</u>	<u>1,4</u>	<u>2,9</u>	<u>1,8</u>	<u>1,8</u>	<u>1,7</u>
Hovedtall resultatregnskapet												
Brutto inntekter	46,3	70,9	48,5	44,6	20,2	31,6	13,3	16,2	10,6	21,5	29,9	23,6
Driftskostnader utenom avskrivn	-65,6	-46,7	-46,8	-40,7	-33,8	-23,4	-31,8	-17,6	-16,3	-25,0	-26,4	-21,9
EBITDA	<u>-19,3</u>	<u>24,2</u>	<u>1,7</u>	<u>3,9</u>	<u>13,6</u>	<u>8,2</u>	<u>18,5</u>	<u>1,4</u>	<u>5,7</u>	<u>3,5</u>	<u>3,5</u>	<u>1,7</u>
Operating profit (loss)	-28,6	15,9	-25,3	-1,8	-19,1	4,9	-25,3	-3,1	-7,4	-5,9	-3,8	0,7
Andel res. i tilknyttet selskap						-9,6	-9,6	-3,4	-3,5	-3,9	-1,7	
Resultat etter skatt	16,8	13,2	-30,3	-6,6	-21,2	-15,7	-17,6	-4,8	-13,3	-8,0	-7,1	1,4
Balanse												
MC bibliotek	12,5	12,5	10,0	10,0	10,0	10,0	5,0	5,0	5,0	5,0	0,0	0,0
Seismisk utstyr og andre anleggsmidler	96,8	90,6	65,6	61,0	55,8	22,9	18,1	17,6	22,7	25,0	12,9	5,1
Investering i tilknyttet selskap	2,8	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	15,0	13,0	8,1	5,5	0,0	0,0
Eiendeler i salg	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	26,8	0,0	0,0	0,0	0,0	14,3	10,2
Totale anleggsmidler	112,1	105,7	75,6	71,0	65,9	32,9	38,1	35,6	35,8	35,5	27,2	15,3
Kundefordringer	25,8	32,0	17,7	22,1	6,0	16,6	10,5	12,0	10,2	7,9	13,7	8,4
Andre kortsiktige eierandeler	8,2	5,4	4,6	2,8	4,3	4,3	2,9	3,0	1,8	1,9	2,2	2,8
Kontanter	3,8	11,7	19,2	12,1	6,3	2,4	1,7	4,6	1,2	6,3	3,0	4,6
Totale kortsiktige eiendeler	37,8	49,1	41,5	37,0	16,7	23,3	15,1	19,6	13,1	16,2	18,9	15,8
Total eiendeler	149,8	154,8	117,1	108,0	82,5	56,2	53,2	55,1	49,0	51,7	46,1	31,1
Gjeld												
Leverandør gjeld	25,0	19,4	11,1	7,6	9,6	15,3	19,6	30,2	34,5	41,6	39,0	33,5
Annent kortsiktig gjeld	34,2	32,2	36,5	36,9	29,8	34,2	18,9	15,1	11,8	16,9	26,2	24,0
Total kortsiktig gjeld	59,2	51,6	47,6	44,5	39,3	49,6	38,4	45,2	46,4	58,5	65,2	57,5
Langsiktig gjeld	7,4	8,7	3,0	3,1	3,2	3,0	2,9	3,1	7,0	6,7	0,3	0,3
Total gjeld	66,6	60,3	50,6	47,6	42,5	52,5	41,3	48,3	53,3	65,3	65,5	57,8
Bokført egenkapital	83,2	94,4	66,5	60,4	40,0	3,7	11,9	6,8	-4,4	-13,6	-19,4	-26,7

10.2. Vedlegg 2: Budsjetter fra styremøtene

10.2.1. Styremøte 30.11.2011

STYREMØTE RXT	30.11.11												
Budsjett 2012	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Des	2012
Inntekter	7 702	3 225	9 198	8 625	9 820	12 583	11 680	5 974	5 102	6 833	6 612	6 833	94 187
Varekostnad	-4 820	-4 284	-6 164	-4 845	-8 683	-9 228	-9 389	-6 330	-4 915	-5 575	-5 416	-5 575	-75 224
SG&A	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-13 632
Samlede driftskostn	-5 956	-5 420	-7 300	-5 981	-9 819	-10 364	-10 525	-7 466	-6 051	-6 711	-6 552	-6 711	-88 856
EBITDA	1 746	-2 195	1 898	2 644	1	2 219	1 155	-1 492	-949	122	60	122	5 331
Andel inntekter sikret ved LOI eller kontrakt			33 %										

	LOI	Firm	LOI+Firm
Hess	10 927	0	10 927
Statoil	20 093	0	20 093
	31 020	0	31 020
	32,9%	0,0%	32,9%

10.2.2. Presentasjon for Norfield 22.12.2011

PRESENTASJON FOR NORFIELD	22.12.11												
Budsjett 2012	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Des	2012
Inntekter	7 882	3 405	9 378	8 805	10 274	13 311	12 426	6 610	5 282	7 013	6 792	7 013	98 191
Varekostnad	-4 820	-4 284	-6 164	-4 845	-8 164	-8 745	-8 890	-4 955	-4 865	-5 265	-5 115	-5 265	-71 377
SG&A	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-13 632
Samlede driftskostn	-5 956	-5 420	-7 300	-5 981	-9 300	-9 881	-10 026	-6 091	-6 001	-6 401	-6 251	-6 401	-85 009
EBITDA	1 926	-2 015	2 078	2 824	974	3 430	2 400	519	-719	612	541	612	13 182
Andel inntekter sikret ved LOI eller kontrakt			33 %										

	LOI	Firm	LOI+Firm
Hess	10 927	0	10 927
Statoil	21 938	0	21 938
	32 865	0	32 865
	33,5%	0,0%	33,5%

10.2.3. Styremøte 22.02.2012

STYREMØTE RXT Budsjett 2012	22.02.12												
	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Des	2012
Inntekter	1 608	10 154	3 406	9 310	6 066	15 513	15 713	15 713	6 554	6 840	2 400	8 486	101 763
Varekostnad	-4 356	-4 510	-4 581	-4 215	-5 968	-8 235	-8 510	-8 510	-5 775	-4 356	-4 215	-4 506	-67 737
SG&A	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-13 632
Samlede driftskostn	-5 492	-5 646	-5 717	-5 351	-7 104	-9 371	-9 646	-9 646	-6 911	-5 492	-5 351	-5 642	-81 369
EBITDA	-3 884	4 508	-2 311	3 959	-1 038	6 142	6 067	6 067	-357	1 348	-2 951	2 844	20 394

Andel inntekter sikret ved LOI eller kontrakt 60 %

Firm	
Afren	1 428
COP	24 670
Hess	13 200
Statoil	21 938
	61 236
	60,2%

10.2.4. Styremøte 25.04.2012

STYREMØTE RXT Budsjett 2012	25.04.12												
	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Des	2012
Inntekter	1 444	10 274	3 326	5 521	6 227	13 810	13 164	12 355	13 596	6 455	4 582	5 000	95 754
Varekostnad	-4 406	-4 556	-4 676	-5 130	-6 881	-7 739	-7 997	-7 997	-6 220	-5 261	-4 643	-4 406	-69 912
SG&A	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-13 632
Samlede driftskostn	-5 542	-5 692	-5 812	-6 266	-8 017	-8 875	-9 133	-9 133	-7 356	-6 397	-5 779	-5 542	-83 544
EBITDA	-4 098	4 582	-2 486	-745	-1 790	4 935	4 031	3 222	6 240	58	-1 197	-542	12 210

Andel inntekter sikret ved LOI eller kontrakt 95 %

10.2.5. Styremøte 22.05.2012

STYREMØTE RXT Budsjett 2012	22.05.12												
	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Des	2012
Inntekter	1 444	10 274	3 326	3 231	6 227	17 179	13 164	12 355	10 435	6 455	6 664	5 000	95 754
Varekostnad	-4 406	-4 556	-4 676	-5 130	-6 904	-7 762	-8 020	-8 020	-6 675	-5 284	-4 666	-4 406	-70 505
SG&A	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-13 632
Samlede driftskostn	-5 542	-5 692	-5 812	-6 266	-8 040	-8 898	-9 156	-9 156	-7 811	-6 420	-5 802	-5 542	-84 137
EBITDA	-4 098	4 582	-2 486	-3 035	-1 813	8 281	4 008	3 199	2 624	35	862	-542	11 617

Andel inntekter sikret ved LOI eller kontrakt 95 %

10.2.6. Styremøte 06.07.2012

BOARD UPDATE	06.07.12												
Budsjett 2012	Jan	Feb	Mar	Apr	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Des	2012
Inntekter	1 444	10 274	4 488	4 681	4 990	2 800	12 585	13 009	12 814	15 841	11 410	13 919	108 255
Cost of Sales	-4 406	-4 556	-5 194	-5 130	-6 904	-7 762	-8 020	-8 020	-7 762	-8 020	-7 762	-7 822	-81 358
SG&A	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-1 136	-13 632
Samlede driftskostn	-5 542	-5 692	-6 330	-6 266	-8 040	-8 898	-9 156	-9 156	-8 898	-9 156	-8 898	-8 958	-94 990
EBITDA	-4 098	4 582	-1 842	-1 585	-3 050	-6 098	3 429	3 853	3 916	6 685	2 512	4 961	13 265
Andel inntekter sikret ved LOI eller kontrakt			100 %										

10.3. Vedlegg 3: Verdssettelse basert på styremøtene

10.3.1. Styremøte 30.11.2011

VERDIVURDERING DRIFTSMIDLER		2012	2013	2014
Inntekter		94 187	80 000	80 000
Varekostnad		-75 224	-54 152	-55 506
SG&A		-13 632	-13 975	-14 324
EBITDA=Cash flow		<u>5 331</u>	<u>11 873</u>	<u>10 170</u>
Diskonteringsssats ved nåverdberegning	14,20 %	1,0686	1,2204	1,3937
Verdien av seismisk utstyr I bruk		<u>22 015</u>	<u>4 989</u>	<u>7 297</u>

	Bokført verdi	Driftsmidlene til riktig verdi	Børsverdi
EGENKAPITALVERDI & -ANDEL			
Verdien av seismisk utstyr	18 112	22 015	
+ Verdien aksjene i GeoRXT	14 991	14 991	
+ Verdien MC bibliotek	5 016	5 016	
+ Kontanter og kundefordringer	12 204	12 204	
+ Verdien andre eiendeler	2 903	2 903	
- Samlet gjeld	-41 328	-41 328	
= Verdien av selskapets EK	<u>11 898</u>	<u>15 801</u>	<u>30.11.11</u> <u>15 415</u>
EK andel basert på brutto balansen	22 %	28 %	27 %
EK andel basert på netto gjeld	<u>29 %</u>	<u>35 %</u>	<u>35 %</u>

10.3.2. Presentasjon for Norfield 22.12.2011

VERDIVURDERING DRIFTSMIDLER		2012	2013	2014
Revenues		98 191	80 000	80 000
Cost of Sales		-71 377	-54 152	-55 506
SG&A		-13 632	-13 975	-14 324
EBITDA=Cash flow		<u>13 182</u>	<u>11 873</u>	<u>10 170</u>
Diskonteringsats ved nåverdiberegning	14,20 %	1,0686	1,2204	1,3937
Verdien av seismisk utstyr I bruk	<u>29 361</u>	<u>12 335</u>	<u>9 729</u>	<u>7 297</u>
	Bokført verdi	Driftsmidlene		
EGENKAPITALVERDI & -ANDEL		til riktig verdi		
Verdien av seismisk utstyr	18 112	29 361		
+ Verdien aksjene i GeoRXT	14 991	14 991		
+ Verdien MC bibliotek	5 016	5 016		
+ Kontanter og kundefordringer	12 204	12 204		
+ Verdien andre eiendeler	2 903	2 903		
- Samlet gjeld	-41 328	-41 328		Børsverdi
= Verdien av selskapets EK	<u>11 898</u>	<u>23 147</u>		22.12.11
				<u>13 935</u>
EK andel basert på brutto balansen	22 %	36 %		25 %
EK andel basert på netto gjeld	<u>29 %</u>	<u>44 %</u>		<u>32 %</u>

10.3.3. Styremøte 22.02.2012

VERDIVURDERING DRIFTSMIDLER		2012	2013	2014
Inntekter		101 763	80 000	80 000
Varekostnad		-67 737	-54 152	-55 506
SG&A		-13 632	-13 975	-14 324
EBITDA=kontantstrøm		<u>20 394</u>	<u>11 873</u>	<u>10 170</u>
Diskonteringsats ved nåverdiberegning	14,20 %	1,0686	1,2204	1,3937
Verdien av seismisk utstyr I bruk	<u>36 110</u>	<u>19 084</u>	<u>9 729</u>	<u>7 297</u>

	Bokført verdi	Driftsmidlene til riktig verdi	
EGENKAPITALVERDI & ANDEL			
Verdien av seismisk utstyr	18 112	36 110	
+ Verdien aksjene i GeoRXT	14 991	19 191	
+ Verdien MC bibliotek	5 016	5 016	
+ Kontanter og kundefordringer	12 204	12 204	
+ Verdien andre eiendeler	2 903	2 903	
- Samlet gjeld	-41 328	-41 328	Børsverdi
= Verdien av selskapets EK	<u>11 898</u>	<u>34 096</u>	22.02.12
			<u>24 897</u>
EK andel basert på brutto balansen	22 %	45 %	38 %
EK andel basert på netto gjeld	<u>29 %</u>	<u>54 %</u>	<u>46 %</u>

10.3.4. Styremøte 25.04.2012

VERDIVURDERING DRIFTSMIDLER		Apr-Des'12	2013	2014	2015	2016
Inntekter		80 710	80 000	80 000	80 000	80 000
Varekostnad		-56 274	-54 152	-55 506	-56 894	-58 316
SG&A		-10 224	-13 975	-14 324	-14 682	-15 048
EBITDA= kontantstrøm		<u>14 212</u>	<u>11 873</u>	<u>10 170</u>	<u>8 424</u>	<u>6 635</u>
Diskonteringsrate ved nåverdiberegning	14,20 %	1,0511	1,2204	1,3937	1,5916	1,8176
Verdien av seismisk utstyr I bruk		<u>39 491</u>	<u>13 522</u>	<u>9 729</u>	<u>5 293</u>	<u>3 651</u>

	Bokført verdi	Driftsmidlene til riktig verdi	Børsverdi
EGENKAPITALVERDI & ANDEL			
Verdien av seismisk utstyr	17 563	39 491	
+ Verdien aksjene i GeoRXT	12 971	17 171	
+ Verdien MC bibliotek	5 016	5 016	
+ Kontanter og kundefordringer	16 556	16 556	
+ Verdien andre eiendeler	3 027	3 027	
- Samlet gjeld	-48 314	-48 314	25.04.12
= Verdien av selskapets EK	<u>6 819</u>	<u>32 947</u>	<u>31 472</u>
EK andel basert på brutto balansen	12 %	41 %	39 %
EK andel basert på netto gjeld	<u>18 %</u>	<u>51 %</u>	<u>50 %</u>

10.3.5. Styremøte 22.05.2012

VERDIVURDERING DRIFTSMIDLER		Apr-Des'12	2013	2014	2015	2016
Inntekter		80 710	80 000	80 000	80 000	80 000
Varekostnad		-56 867	-54 152	-55 506	-56 894	-58 316
SG&A		-10 224	-13 975	-14 324	-14 682	-15 048
EBITDA=kontantstrøm		<u>13 619</u>	<u>11 873</u>	<u>10 170</u>	<u>8 424</u>	<u>6 635</u>
Diskonteringsrate ved nåverdiregning	14,20 %	1,0511	1,2204	1,3937	1,5916	1,8176
Verdien av seismisk utstyr I bruk		<u>38 927</u>	<u>12 927</u>	<u>9 729</u>	<u>5 293</u>	<u>3 651</u>

	Bokført verdi	Driftsmidlene til riktig verdi	
EGENKAPITALVERDI & ANDEL			
Verdien av seismisk utstyr	17 563	38 927	
+ Verdien aksjene i GeorXT	12 971	17 171	
+ Verdien MC bibliotek	5 016	5 016	
+ Kontanter og kundefordringer	16 556	16 556	
+ Verdien andre eiendeler	3 027	3 027	Børsverdi
- Samlet gjeld	-48 314	-48 314	22.05.12
= Verdien av selskapets EK	<u>6 819</u>	<u>32 383</u>	<u>29 390</u>
EK andel basert på brutto balansen	12 %	40 %	38 %
EK andel basert på netto gjeld	<u>18 %</u>	<u>50 %</u>	<u>48 %</u>

10.3.6. Styremøte 06.07.2012

VERDIVURDERING DRIFTSMIDLER		Jul-Des'12	2013	2014	2015	2016
Inntekter		79 578	80 000	80 000	80 000	80 000
Varekostnad		-47 406	-54 152	-55 506	-56 894	-58 316
SG&A		-6 816	-13 975	-14 324	-14 682	-15 048
EBITDA=Kontantstrøm		<u>25 356</u>	<u>11 873</u>	<u>10 170</u>	<u>8 424</u>	<u>6 635</u>
Diskonteringsrate ved nåverdberegning	14,20 %	1,0338	1,2204	1,3937	1,5916	1,8176
Verdien av seismisk utstyr I bruk		<u>50 498</u>	<u>24 528</u>	<u>9 729</u>	<u>5 293</u>	<u>3 651</u>

	Bokført verdi	Driftsmidlene til riktig verdi	
EGENKAPITALVERDI & ANDEL			
Verdien av seismisk utstyr	22 662	50 498	
+ Verdien aksjene i GeoRXT	8 128	12 328	
+ Verdien MC bibliotek	5 016	5 016	
+ Kontanter og kundefordringer	11 375	11 375	
+ Verdien andre eiendeler	1 772	1 772	Børsverdi
- Samlet gjeld	-53 326	-53 326	06.07.12
= Verdien av selskapets EK	<u>-4 373</u>	<u>27 662</u>	<u>22 859</u>
EK andel basert på brutto balansen	-9 %	34 %	30 %
EK andel basert på netto gjeld	<u>-12 %</u>	<u>40 %</u>	<u>35 %</u>

10.4. Vedlegg 5: Børsutvikling

10.4.1. Endring i børsverdi ved offentliggjøring kontrakter

Dato	Endring i børsverdi ved offentliggjøring kontrakter Informasjonen gitt til markedet	Aksjekurs (NOK)		Børsverdi (USD mill)		Endr. USD mill	Rel. til kontrakt- verdi	Siste kv. rapport	Dato	Bokført verdi \$mill
		Før	Etter	Før	Etter					
24.11.12	LOI (Hess Guineas ikke nevnt) start-up end 4Q11 (45 dager)	1,00	1,10	15,2	16,6	1,4	11,1%	3kv11	08.11.11	3,7
29.11.11	Afren \$3,5m start-up des 2011 (26 dager)	1,01	1,04	15,2	15,8	0,6	16,9%	3kv11	08.11.11	3,7
10.01.12	Statoil \$14,0m start-up 2kv12 (70 dager)	1,00	1,30	14,8	19,3	4,4	31,6%	3kv11	08.11.11	3,7
27.01.12	Hess Guineas \$13,0m start-up Jan12 (42 dager)	1,19	1,23	18,1	18,9	0,7	5,7%	3kv11	08.11.11	3,7
17.02.12	ConocPhillips \$24,5m deles i 2: start-up 1Q12. Avsluttes 4Q12	1,11	1,30	17,2	20,3	3,0	12,4%	3kv11	08.11.11	3,7
24.02.12	Petroleo Brasileiro \$103m start-up 1kv12 (365 dager)	1,29	1,82	20,4	29,1	8,6	18,7%	4kv11	23.02.12	11,9
06.03.12	"Letter of Award" Adma \$104,5m start-up «during 2012» (13 months)	1,46	2,18	23,1	34,0	10,9	10,4%	4kv11	23.02.12	11,9
19.03.12	Shell, vest Ireland \$26,7m start-up 2kv12 (96 dager)	2,25	2,55	34,9	39,7	4,8	17,9%	4kv11	23.02.12	11,9
17.09.12	Centrica, Irish Sea £8,4m (2 months) start-up 4kv12	1,18	1,25	18,5	19,5	1,0	3,7%	2kv12	17.08.12	-4,4
29/11/11- 19/3/12	Fra Afren til og med Shell	1,01	2,55	15,2	39,7	24,5	10,5%	4kv11	23.02.12	11,9

1) Relativ til RXTs andel av kontraktverdien (45% eierskap i GeoRXT)

10.4.2. Endring i børsverdi som følge av GeoRadar JV

Dato	Endring i børsverdi som følge av GeoRadar JV Informasjonen gitt til markedet	Aksjekurs (NOK)		Børsverdi (USD mill)		Siste kv. rapport	Bokført Dato verdi \$mill
		Før	Etter	Før	Etter		
16.05.11	Two ind. players communicated interest in RXT. Lowest value NOK 2.93	1,53	2,60	24,46	41,48	1kv11	60,4
30.05.11	Board decided to progress with JV solution	2,50	2,40	41,01	39,50	1kv11	60,4
03.07.11	MoU signed with Georadar	2,10	2,11	34,82	35,15	1kv11	60,4
08.08.11	Agreement signed with subjects. Expected closed 29/8/11	1,74	1,55	28,27	25,18	1kv11	60,4
22.08.11	Transaction details announced (ref \$3.4.1./3.4.2.SE reglement)	1,41	1,42	22,95	23,17	2kv11	40,0
10.10.11	Closing	1,07	1,26	16,33	19,62	2kv11	40,0

10.4.3. Endring i børsverdi som følge av andre børsmeldinger/annen info til markedet

Dato	Endring i børsverdi som følge av andre børsmeldinger/annen info til markedet	Informasjonen gitt til markedet		Børsverdi (USD mill)		Endr. USD mill	Siste kv. rapport	Bokført Dato verdi \$mill
		Før	Etter	Før	Etter			
19.10.11	Ansettelser: Maver-VP Sales & Marketing/Causeevic VP Buss Dev.	1,18	1,26	18,67	19,96	1,3	2 kv 11	11.08.11
12.03.12	Sognes kjøper 200,000 aksjer NOK 2,179. Eier 618.000 etterpå	2,23	2,30	34,80	36,10	1,3	3 kv 11	08.11.11
16.04.12	Pareto Analyse (bl.a. børskurs indikerer forventninger om \$15m EVTDA pr crew)	2,15	2,08	33,09	32,20	-0,9	4 kv 11	03.04.12
04.06.12	Innkalling til GF 22.6.12: Nedsettelse av kapital til NOK 0,10 + fullmakt 44,5 mill aksjer	1,67	1,43	24,30	21,00	-3,3	1 kv 12	23.05.12
10.07.12	Registrering av kapitalnedsettelse til NOK 1,30 per aksje	1,56	1,57	22,89	22,91	0,0	1 kv 12	23.05.12
07.08.17	"Profit Warning" 2kv blir svakere enn forventet. I ferd med å inngå mandat med finansielle rådgivere	1,50	1,32	22,38	19,81	-2,6	1 kv 12	23.05.12
03.10.12	Registrering av kapitalnedsettelse til NOK 0,10 per aksje	1,14	1,08	17,78	16,71	-1,1	2 kv 12	17.08.12
16.11.12	3kv rapport med "Update Strategic Review" etter å ha mottatt utkast til LOI ION	0,80	0,75	12,37	11,55	-0,8	3 kv 12	16.11.12
08.01.13	Styrets annonserer at alle interesserte parter har nå takket nei til RXT	0,72	0,47	11,49	7,47	-4,0	3 kv 12	16.11.12
19.03.13	Jakobsen selger 2.6 mill aksjer til NOK 0.7993 per aksje	0,53	0,55	8,14	8,37	0,2	4 kv 12	22.02.13
19.03.13	Sognes selger 618,000 aksjer til NOK 0.8029 per aksje	0,53	0,55	8,14	8,37	0,2	4 kv 12	22.02.13

10.5. Avkastningskrav

10.5.1. Beskrivelse av selskapene

Selskap	Beskrivelse
Chloe Marine Corporation	Leverer borretjenester til offshore, olje og gass industrien.
Deep Drilling 1 Pte.Ltd	Eier og driver offshore borrhigger.
Funcom	Videospillprodusent med sitt hovedkontor i Oslo
Petroleum Geo-Service ASA	Seismikk selskap lik RXT. I 2003 var PGS I finansielt trøbel.
Polarcus Limited	Kjøper og leverer seismiske data til olje- og naturgassutforskningsindustrien.
PA Resources AB	Kjøper, utvinner og utvikler olje og gass.
Havila Shipping ASA	De tilbyr forsyningstjenester til offshore selskaper både nasjonalt og internasjonalt.
Dannemora Mineral AB	Holder på med gruvedrift.
TTS Group ASA	Lever tjenester og tjenester for marine og offshore industri

10.5.2. Beregning av avkastningskrav ti totalkapitalen

Vektet avkastningskrav ("WACC")	
Risikofri rente	1.5%
Egenkapitalbeta	2.8
Markedets risikopremie	5.0%
Småbedriftspremie	5.0%
Avkastningskrav til EK	20.6%
Risikofri rente	1.5%
Kredittpåslag	12.0%
Gjeldskrav	13.5%
Marginalskatt	28%
EK-andel	27%
Gjeldsandel	73%
Avkastningskrav til totalkapitalen	12.7%