



DET KONGELIGE  
NÆRINGS- OG HANDELSDEPARTEMENT

# Prop. 145 S

(2010–2011)

Proposisjon til Stortinget (forslag til stortingsvedtak)

## SAS AB – konvertible obligasjonslån

*Tilråding fra Nærings- og handelsdepartementet av 24. juni 2011,  
godkjent i statsråd samme dag.  
(Regjeringen Stoltenberg II)*

### 1 Innledning og sammendrag

SAS AB står overfor flere utfordringer framover. Selskapet har blant annet lån som med jevne mellomrom må rulleres for å sikre selskapets likviditet og kapital til nødvendige investeringer. Fram til utgangen av 2013 forfaller mer enn 5 mrd. svenske kroner av selskapets lån. Nærings- og handelsdepartementet er kjent med at selskapet vurderer å fornye deler av lånene som kommer til forfall. I dagens situasjon antas selskapet å oppnå klart lavere rentekostnader og lengre løpetider ved å utstede konvertible lån i stedet for ordinære obligasjonslån.

Eierne av et konvertibelt obligasjonslån har i motsetning til eierne av et vanlig obligasjonslån en rettighet, men ikke en plikt, til å konvertere lånet til egenkapital dersom visse vilkår blir oppfylt. En konvertering vil medføre en utvanning av aksjeposten til eksisterende aksjonærer på konverteringstidspunktet. For å kunne stemme for et forslag om å etablere et konvertibelt lån må departementet innhente fullmakt fra Stortinget til å redusere statens eierandel i SAS AB i forbindelse med en eventuell konvertering.

De forretningsmessige utfordringer SAS AB står overfor, kan selskapet trolig best møte med en industriell partner på eiersiden og Stortinget har gitt fullmakt til salg av aksjer i SAS AB, se Prop. 83 S (2010-2011) og Innst. 374 S (2010-

2011). I påvente av en eventuell industriell løsning vil adgangen til å ta opp konvertible lån øke fleksibiliteten når det gjelder å dekke selskapets behov for finansiering gjennom fremmedkapital.

Reduksjon av statens eierandel som følge av en fremtidig konvertering av obligasjonslån til aksjekapital i selskapet ligger ikke innenfor fullmakten til salg av aksjer i SAS som Stortinget har gitt.

Et konvertibelt lån har normalt en løpetid på 5 år. En reduksjon av statens eierandel som følge av en eventuell konvertering av et slikt lån tatt opp i 2011 vil trolig først komme i 2016.

Det legges i proposisjonen frem forslag om at Nærings- og handelsdepartementet gis fullmakt til å stemme for forslag om å gi styret fullmakt til å ta opp konvertible obligasjonslån, så lenge konvertible obligasjonslån samlet sett ikke bringer statens eierandel under 10 pst. dersom samtlige lån blir konvertert til egenkapital. En slik fullmakt antas å gi rom for at departementet kan slutte seg til at selskapet dekker vel 3 mrd. svenske kroner i nye konvertible lån for perioden 2011-2015.

Opptak av konvertible lån krever i det enkelte tilfelle vedtak i generalforsamlingen etter forslag fra selskapets styre. Nærings- og handelsdepartementet vil, dersom Stortinget gir sin tilslutning, vurdere eventuelle forslag som fremmes for generalforsamlingen, herunder vilkårene for opptak, på et forretningsmessig grunnlag.

## 2 Om SAS AB – økonomisk og finansiell utvikling

SAS AB er Skandinavias ledende flyselskap, og har som hovedformål å tilby konkurransedyktig passasjertrafikk med utgangspunkt i hjemmemarkedet i Nord-Europa.

SAS har i flere år hatt svake økonomiske resultater. Resultatet for 2010 viste et underskudd på 2 218 mill. svenske kroner mot et underskudd på 2 947 mill. svenske kroner i 2009 og 6 360 mill. svenske kroner i 2008. Resultatet for 2010 ble påvirket av store engangsposter. Det underliggende resultatet var svakt positivt. Resultatet i første kvartal 2011 var fortsatt negativt, men viste en bedring på 339 mill. svenske kroner sammenlignet med samme periode i 2010. Det bedre resultatet skyldes blant annet at SAS gjennomfører kostnadsprogrammet i tilknytning til strategien Core SAS etter planen. Enhetskostnadene utenom drivstoff er således redusert med 25 pst. Lavere inntekter samt at selskapet i 1. kvartal har stått overfor høye drivstoffkostnader trekker i negativ retning. Selskapet forventer at de for 2011 som helhet skal oppnå et positivt resultat og en positiv kontantstrøm.

Konkurransen i skandinavisk og i internasjonal luftfart er høy og økende, samtidig som SAS sitt kostnadsnivå har vært høyt sammenlignet med konkurrentene. Sviktende etterspørsel som følge av finanskrisen kombinert med høye kostnader medførte underskudd og en raskt minkende egenkapital. Selskapet fikk mot slutten av 2008 store finansielle utfordringer. Styret lanserte på denne bakgrunn en ny forretningsstrategi, Core SAS, hvor målsetningen var å sikre SAS som et levedyktig selvstendig skandinavisk flyselskap. Omfattende kostnadsreduksjoner var et sentralt element i den nye forretningsplanen. Tiltakene i Core SAS ble styrket vinteren 2010 som følge av fortsatte underskudd. Som en del av Core SAS ble det i 2009 og 2010 gjennomført to kapitalutvidelser, se Prop. 79 S (2009-2010) og St.prp. nr. 41 (2008-2009).

I Meld. St. 13 (2010-2011) Aktivt eierskap er SAS AB kategorisert som et selskap der staten har forretningsmessige mål. Selskapet har en viktig rolle i norsk samferdsel og leverer gjennom samspillet mellom SAS Norge og Widerøe et sømløst rutetilbud innenriks i Norge og mellom Norge og utlandet for kunder over hele landet. De samferdselspolitiske hensynene var med i regjeringens vurdering i forbindelse med at staten deltok i kapitalutvidelsene i SAS AB i 2009 og 2010.

Et av vilkårene for deltakelse i den siste kapitalforhøyelsen var at selskapet fikk på plass en

langsiktig refinansiering av obligasjonslån på om lag 2 mrd. svenske kroner. Styret i SAS AB ba i april 2010 generalforsamlingen om fullmakt til å kunne benytte et konvertibelt obligasjonslån som et element i selskapets refinansiering. I Prop. 89 S (2009-2010) SAS AB – konvertibelt obligasjonslån foreslo regjeringen at Stortinget samtykket i at Nærings- og handelsdepartementet kunne stemme for en fullmakt til styret til å ta opp et konvertibelt obligasjonslån og at statens eierandel i SAS kunne reduseres fra 14,3 pst. ned mot 12,3 pst. ved en eventuell fremtidig konvertering av obligasjonslånet til aksjekapital i selskapet. Forslaget ble vedtatt i Stortinget, og SAS AB hentet inn et slikt obligasjonslån på 1,6 mrd. svenske kroner våren 2010. Dette lånet kan tidligst konverteres i 2015.

SAS har de neste årene flere lån som kommer til forfall. Fram til utgangen av 2013 forfaller lån for i alt 5,2 mrd. svenske kroner i tillegg til at selskapet skal fornye sine løpende kassekreditter. Tilgangen til lånekapital er fortsatt krevende blant annet som følge av uro knyttet til statsfinansene i mange land. SAS har imidlertid i 2011 utstedt en obligasjon på 2 mrd. svenske kroner som en del av refinansieringen og for å fordele ut låneforfallene fremover. SAS AB har en svak kredittvurdering (rating), noe som bidrar til at selskapet står overfor en betydelig rentepremie og kortere løpetider i obligasjonsmarkedet enn det godt ratede selskapet gjør.

De grunnleggende utfordringer SAS AB står overfor kan selskapet trolig best møte med en industriell partner på eiersiden. Den økende konkurransen i flymarkedet kan tvinge frem en konsolidering i bransjen. Det vil i denne sammenheng kunne være riktig å søke en industriell løsning for SAS, der man hensyntar arbeidsplasser og flytilbudet i Norge. Regjeringen mener derfor at staten i denne situasjonen bør være åpen for å selge aksjene i SAS AB til en industriell aktør som har et langsiktig perspektiv på sin investering, og som kan videreutvikle selskapet på en bedre måte enn det dagens aksjonærer kan. Stortinget har gitt fullmakt til salg av statens aksjer i SAS AB i forbindelse med en industriell løsning, se Prop. 83 S (2010-2011), Innst. 374 S (2010-2011).

I tiden frem mot at en eventuell industriell løsning foreligger, er det sentralt for Nærings- og handelsdepartementets oppfølging av SAS AB å sikre at styret og administrasjonen i selskapet fortsetter arbeidet med å tilpasse tilbudet og kostnadene slik at konkurransekraften i SAS styrkes. Et ledd i dette arbeidet er å bidra til at selskapet

har en hensiktsmessig finansiering. Sammen med de statlige eierne i Danmark og Sverige støttet staten på denne bakgrunn egenkapitalutvidelsene i 2009 og 2010 og deltok i emisjonen slik at eierandelen på 14,3 pst. ble opprettholdt. Likeledes stemte staten for fullmakt til styret om å oppta et konvertibelt obligasjonslån på 1,6 mrd. svenske kroner i 2010.

### 3 Nærmere om konvertible obligasjonslån

---

En konvertibel obligasjon har i utgangspunktet de samme egenskaper som et vanlig obligasjonslån med fastsatt rente og løpetid. I tillegg inneholder en konvertibel obligasjon en rettighet, men ikke en plikt, for investorene til å omdanne lånebeløpet til egenkapital ved utgangen av låneperioden til en på forhånd fastsatt pris. Denne prisen fastsettes normalt med en premie, vanligvis innenfor en ramme på 20 til 40 pst. i forhold til aksjekursen ved etableringen av lånet. Dersom aksjekursen på innløsningsstidspunktet overstiger den avtalte prisen, vil obligasjonseierne kunne oppnå en ekstragevinst ut over den løpende renten på lånet. Det er altså først dersom aksjeverdien stiger ut over den avtalte prisen at det vil være av interesse for investorene eller långiverne å konvertere lånet til aksjer.

I et slikt tilfelle vil lånet bli omgjort til egenkapital i stedet for at det blir tilbakebetalt. En slik konvertering vil i tilfelle øke egenkapitalen i selskapet, og redusere gjeldsbyrden på tidspunktet for konvertering. En konvertering medfører imidlertid at eksisterende aksjonærer blir utvannet og at deres eierandel i selskapet reduseres. Adgangen for selskapet til å ta opp konvertible lån avhenger således av at generalforsamlingen gir slik fullmakt. Det kreves flertall som ved vedtektsendringer ved behandling i generalforsamlingen.

For eksisterende aksjonærer innebærer konverteringsmuligheten at de må dele den del av verdistigningen i selskapet som går ut over den fastsatte premien, med eierne av det konvertible obligasjonslånet.

Fordelen med et slikt lån sett fra aksjonærenes side er lavere lånekostnader (rente) og gunstigere løpetider.

### 4 Hensyn bak en fleksibel bruk av låneinstrument

---

SAS AB har i dialogen med Nærings- og handelsdepartementet gitt uttrykk for at muligheten for

å benytte konvertible obligasjoner er et element som er med i planleggingen av refinansieringen av lån de nærmeste årene. Prisingen av lån som er i markedet kan tyde på at SAS AB vil kunne oppnå tre til fire prosentpoeng lavere rente for konvertible lån i forhold til ordinære obligasjonslån. For et samlet lån på 1,5 mrd. svenske kroner innebærer det årlig 45-60 mill. kroner i lavere rentekostnader. I tillegg vil lånets løpetid kunne økes med anslagsvis to år, noe som vil redusere det løpende refinansieringsbehovet. Det er styret i SAS som må fremme sak for generalforsamlingen om konkrete fullmakter til å oppta konvertible lån. Det foreligger i dag ingen beslutninger om å gjøre dette.

Et forslag fra styret om å oppta et eller flere konvertible lån vil måtte begrunnes med behovet for å sikre selskapets finansielle beredskap til rimelige vilkår og for å erstatte store lån som kommer til forfall. Selskapets ønsker å etablere en gjeldsstruktur som gjør selskapet til en attraktiv låntager på lang sikt.

Dersom generalforsamlingen gir fullmakt til å hente inn konvertible lån på for eksempel 1,5 mrd. svenske kroner og denne rammen blir utnyttet, vil det med rimelige anslag på konverteringspremie og aksjekurs kunne redusere den norske statens eierandel i SAS med ned mot 2,1 prosentpoeng fra 14,3 til om lag 12,2 pst. dersom vilkårene for å konvertere lånet til aksjer i 2016 inntreffer og obligasjonseierne beslutter å omgjøre lånekapitalen til aksjer. Den samlede statlige eierandelen (inkludert svenske og danske stat) reduseres i så fall fra 50 pst. til 42,5 pst.

Skulle både det konvertible lånet på 1,6 mrd. svenske kroner som ble opptatt i fjor og et eventuelt nytt lån på 1,5 mrd. svenske kroner bli konvertert, vil det kunne redusere statens eierandel ytterligere ned til 11,2 pst. Den samlede statlige eierandelen (inkludert svenske og danske stat) reduseres i så fall fra 50 pst. til 39 pst.

En eventuell konvertering vil kun skje dersom aksjekursen er høy nok til at det lønner seg å konvertere. Dersom lånet ikke konverteres vil det bli tilbakebetalt på ordinær måte. Konverteringstidspunkt for eventuelle nye lån vil ventelig bli 2016 eller senere. Konvertering av det eksisterende obligasjonslånet vil eventuelt skje i 2015.

### 5 Vurderinger hos øvrige eiere

---

Regjeringen forutsetter at eierdisposisjoner i SAS skjer i dialog med de statlige eierne i Danmark og Sverige i tråd med tradisjonen for nordisk samar-

beid når det gjelder eierskapet i SAS, og at både den danske og svenske stat er positive til å gi styret i SAS AB fullmakt til å kunne ta opp et slikt konvertibelt lån. Konkrete låneforslag må vurderes i forhold til om vilkårene er tilfredsstillende og at den løpende gevinsten har slik betydning at det oppveier ulempene ved slike låneopptak.

## 6 Departementets samlede vurdering og tilråding

---

Tilgangen til lånekapital er fortsatt krevende som følge av uro knyttet til statsfinansene i mange land. SAS AB har en svak kredittvurdering, noe som bidrar til at selskapet blir møtt med stramme vilkår for lånefinansiering i form av relativt korte løpetider og et betydelig rentepåslag på ordinære obligasjonslån. For løpende trekkfasiliteter og kassekreditter settes det strenge krav til langsiktig finansiering.

I denne sammenheng er markedet for konvertible obligasjonslån et instrument som vil kunne øke selskapets fleksibilitet for å hente finansiering. Det er en fordel for selskapet å ha fleksibilitet i å spille på ulike låneinstrumenter. Flexibilitet vil isolert sett styrke selskapets forhandlingsposisjon, og de samlede vilkår som kan oppnås på finansieringen vil kunne bli bedre. En adgang til å benytte konvertible obligasjonslån vil i tillegg gi selskapet tilgang på en bredere investorbase.

SAS har store lån som kommer til forfall de neste årene. I påvente av en eventuell industriell løsning vil et konvertibelt lån kunne være en gunstig finansiering for SAS AB. En ulempe for eksisterende aksjonærer ved bruk av konvertible obligasjoner er imidlertid at noe av oppsiden ved en god utvikling i aksjekursen vil tilfalle obligasjonseierne dersom lånet konverteres til egenkapital. Denne typen lån kan også virke fordyrende ved eventuelle fremtidige strukturelle transaksjoner for selskapet. På den andre siden vil en eventuell konvertering styrke selskapets egenkapital og balanse. Obligasjonseierne vil da tilføre egenkapital som vil styrke selskapets soliditet. I tillegg utvides eierbasen, noe som innebærer en bredere risikodeling.

Dersom obligasjonen ikke konverteres kan dette anses som et helt vanlig obligasjonslån, men til en lavere rente og med gunstigere løpetid.

Selskapet opplyser at det er stor interesse for konvertible obligasjonslån i kapitalmarkedene. Det er imidlertid en begrenset investormasse som er inne i disse markedene, og etterspørselen kan svinge relativt mye. For å kunne utnytte fleksibili-

teten i dette instrumentet fullt ut, er det derfor en fordel om styret i en situasjon hvor det vurderes som aktuelt å ta opp et konvertibelt lån, relativt raskt kan avklare med de største eierne om de vil kunne ha støtte for en gitt transaksjon. Selskapet vil da kunne henvende seg til markedet når vilkårene er gunstige. Statens støtte til slike låneopptak må vurderes konkret i det enkelte tilfelle utfra de forretningsmessige vilkårene. Muligheten for å utnytte markedet for konvertible lån best mulig vil imidlertid øke dersom Nærings- og handelsdepartementet innenfor visse rammer gis en fullmakt til å støtte konkrete forslag.

Den verdidelingen og utvanningseffekten som potensielt oppstår ved en konvertering, må vurderes mot en sikrere og billigere finansiering, herunder gunstigere løpetid. Slik situasjonen er nå, er det regjeringens vurdering at fullmakt til å ta opp konvertible obligasjonslån ivaretar selskapets og statens interesser på en god måte. Instrumentet gir en billigere refinansiering enn alternativene, noe som etter regjeringens vurdering styrker aksjonærverdiene i selskapet. Indirekte vil dette også være med på å sikre at selskapet kan opprettholde sitt tilbud av flytjenester i Norge.

Det er regjeringens vurdering at den potensielle utvanningen av statens eierandel ikke bør komme under 10 pst. Den norske, svenske og danske stats samlede eierandel vil da være 35 pst. som sikrer at de tre statene fortsatt har en solid innflytelse og eierkontroll. En eierandel på 35 pst. av aksjene gir de statlige eierne fortsatt kontroll over beslutninger på generalforsamlinger i selskapet som krever mer enn 2/3 flertall (for eksempel vedtektsendringer, rettede emisjoner, konvertible obligasjoner, tilbakekjøp av egne aksjer og reduksjon av aksjekapital). En reduksjon i eierandelen til den norske stat ned til 10 pst. endrer etter departementets vurdering ikke vesentlig statens påvirkningsmulighet i forhold til samferdselspolitiske hensyn.

Det er styret i SAS som må fremme konkrete forslag om låneopptak. Departementet vil på ordnær måte vurdere om vilkårene i det enkelte tilfelle oppveier de ulemper for eierne som ligger i bruk av konvertible lån.

## 7 Økonomiske og administrative konsekvenser

---

Det får ingen direkte økonomiske konsekvenser for staten om SAS etablerer konvertible obligasjonslån innenfor den foreslåtte rammen. Lånevilkårene ventes å bli noe gunstigere enn ved ordi-

nære obligasjonslån, noe som reduserer de løpende kostnadene for selskapet og styrker resultatet. En lengre løpetid på lånet sikrer selskapets finansiering og likviditet for en lenger periode.

Ved eventuelle konverteringer er det forutsatt at statens eierandel i SAS AB vil kunne utvannes med inntil 4,3 prosentpoeng til 10 pst. Utvidelsen av antall aksjer innebærer at inntjeningen må fordeles på flere aksjer, slik at aksjekursen må forventes å bli noe lavere enn uten en konvertering. Den eventuelle utvidelsen av aksjekapitalen styr-

ker på den andre siden selskapets soliditet, og gir et mer solidt finansielt grunnlag for selskapets videre utvikling.

Nærings- og handelsdepartementet

tilrår:

At Deres Majestet godkjenner og skriver under et framlagt forslag til proposisjon til Stortinget om SAS AB – konvertible obligasjonslån.

---

Vi **HARALD**, Norges Konge,

stadfester:

Stortinget blir bedt om å gjøre vedtak om SAS AB – konvertible obligasjonslån i samsvar med et vedlagt forslag.

---

## **Forslag**

### **til vedtak om SAS AB – konvertible obligasjonslån**

I

Stortinget samtykker i at statens eierandel i SAS AB kan reduseres ned til 10,0 pst. ved fremtidige konverteringer av obligasjonslån til aksjekapital i selskapet.

---

---