



DET KONGELIGE  
NÆRINGS- OG FISKERIDEPARTEMENT

# Prop. 34 S

(2013–2014)

Proposisjon til Stortinget (forslag til stortingsvedtak)

---

## SAS AB – innhenting av hybridkapital

*Tilråding fra Nærings- og fiskeridepartementet 10. januar 2014,  
godkjent i statsråd samme dag.  
(Regjeringen Solberg)*

### **1 Innledning og sammendrag**

---

SAS AB (SAS) har i flere år hatt svake økonomiske resultater. Det siste året har selskapet gjennomført betydelige kostnadsreduksjoner og frigjort kapital gjennom salg av aktiva. For regnskapsåret 2012/13 (SAS har avvikende regnskapsår) lyktes selskapet for første gang på lenge å få et positivt resultat, men SAS står overfor flere utfordringer også fremover. Sterk konkurranse, behov for refinansiering av lån samt investeringsbehov utfordrer selskapet finansielt. I tillegg har SAS per 1. november 2013 foretatt en regnskapsmessig nedskrivning av egenkapitalen på 6,8 mrd. svenske kroner som følge av endrede regnskapsregler, noe som svekker selskapets soliditet. SAS har i regnskapsrapporteringen for 2012–2013 informert om at selskapet, utover det å utnytte det ordinære fremmedkapitalmarkedet, vurderer å utstede finansielle instrumenter med en kombinasjon av egenkapital- og gjeldskomponenter (hybridkapital), fortrinnsvis preferanseaksjer og konvertible lån.

Stortinget har tidligere samtykket til at Nærings- og handelsdepartementet i 2014 kan selge aksjene i SAS i forbindelse med en industriell løsning, jf. Prop. 1 S (2013–2014) og til å redusere statens eierandel i SAS AB fra dagens 14,3 pst. ned til 10,0 pst. ved fremtidige konverteringer av konvertible lån til aksjekapital i selskapet, jf.

Prop. 145 S (2010–2011). Det foreligger ingen fullmakt fra Stortinget til at staten kan stemme for bruk av andre former for hybridkapital enn konvertible lån. Forslaget til vedtak i denne proposisjonen erstatter tidligere fullmakt om reduksjon i statens eierandel fra 14,3 pst. ned til 10,0 pst. ved fremtidige konverteringer av konvertible lån til aksjekapital i selskapet.

Forslag fra styret om innhenting av hybridkapital og eventuelle nødvendige endringer i selskapets vedtekter, krever i det enkelte tilfelle minimum 2/3 aksept av antall representerte aksjer og avlagte stemmer på generalforsamling. Det legges i proposisjonen frem forslag om at Nærings- og fiskeridepartementet gis fullmakt på generalforsamling i SAS AB til å kunne stemme for forslag om å gi styret fullmakt til å innhente hybridkapital, herunder utstedelse av preferanseaksjer og konvertible lån. Det forutsettes at slike instrumenter samlet sett ikke kan bringe statens andel av stemmeberettigede aksjer under 7,5 pst. Den norske stat skal ikke investere i de aktuelle instrumentene.

Nærings- og fiskeridepartementet vil, dersom Stortinget gir sin tilslutning, vurdere eventuelle forslag som kan komme til å fremmes på selskapets fremtidige generalforsamlinger, herunder vilkår for opptak av hybridkapital, 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. Den norske stat, ved Nærings- og fiskeridepartementet, eier 14,3 pst. av aksjene i selskapet.

Skandinavisk og internasjonal luftfart har over flere år vært preget av redusert etterspørsel, blant annet som følge av makroøkonomisk usikkerhet. Markedet er preget av overkapasitet og hard konkurranse, noe som presser billettprisene nedover. Dette rammer bransjen i sin helhet. SAS har imidlertid vært særlig utsatt, pga. høye og lite fleksible kostnader, en relativt høy gjeldsgrad sammenlignet med flere konkurrenter og stor andel reisende i forretningssegmentet som har endret sine reisevaner.

SAS har siden 2002 gjennomført flere kostnadsprogrammer for å øke sin konkurranseevne og styrke sin finansielle posisjon. I forbindelse med forretningsplanen som ble fremmet i 2008 (*Core SAS*) ble det også gjennomført to egenkapitalutvidelser, i 2009 og 2010. Disse ga SAS til sammen om lag 11 mrd. svenske kroner i ny kapital. Staten deltok i begge, med sin proratariske andel, tilsvarende 710 mill. norske kroner i 2009, jf. St.prp. nr. 41 (2008–2009), og 583 mill. norske kroner i 2010, jf. Prop. 79 S (2009–2010). Et av vilkårene for statens deltakelse i egenkapitalutvidelsen i 2010 var at SAS fikk på plass en langsiktig refinansiering av obligasjonslån på om lag 2 mrd. svenske kroner. Styret i SAS ba våren 2010 generalforsamlingen om fullmakt til å kunne benytte et konvertibelt obligasjonslån som et element i selskapets refinansiering. Nærings- og handelsdepartementet stemte for en slik fullmakt etter at Stortinget gav sitt samtykke under forutsetning av at statens eierandel i SAS, ved en eventuell fremtidig konvertering av obligasjonslånet til aksjekapital i selskapet, ikke gikk under 12,3 pst., jf. Prop. 89 S (2009–2010). SAS tok deretter opp et konvertibelt obligasjonslån på 1,6 mrd. svenske kroner. Dette lånet kan tidligst konverteres i 2015.

Våren 2011 vurderte SAS ytterligere refinansiering av gjeld gjennom utstedelse av et nytt konvertibelt obligasjonslån, men et slikt lån er per i dag ikke etablert. I den forbindelse samtykket Stortinget til at Nærings- og handelsdepartementet kunne gi SAS' styre fullmakt til å ta opp et slikt lån, så lenge statens eierandel ikke gikk under 10,0 pst. ved en eventuell konvertering. Denne fullmakten ble videreført i forbindelse med Stor-

tingets vedtak av statsbudsjettet for 2014, jf. Prop. 1 S og Prop. 1 S Tillegg 1 (2013–2014).

Høsten 2012 kom SAS igjen i en svært krevende finansiell situasjon. En omfattende forretningsplan for å styrke konkurranseevnen og den finansielle posisjonen ble lansert (*4 Excellence Next Generation [4XNG]*). Som en del av denne, henvendte selskapet seg til den norske, svenske og danske staten, Knut och Alice Wallenbergs Stiftelse samt flere banker med forslag om at disse deltok i en ny kredittfasilitet for å refinansiere en eksisterende kredittfasilitet. Den 21. desember 2012 fikk SAS tilgjengelig en kredittfasilitet på 3500 mill. svenske kroner som løper frem til 31. mars 2015. Staten deltok med 500,25 mill. svenske kroner, etter at Stortinget samtykket til dette, jf. Prop. 38 S (2012–2013).

Gjennom 4XNG-planen skal selskapets resultat før skatt forbedres med om lag 3 mrd. svenske kroner fra og med regnskapsåret 2014/15. I tillegg skal salg av eiendeler styrke likviditeten med om lag 3 mrd. svenske kroner. Planen innebærer også overgang til innskuddspensjon for grupper av ansatte som ikke allerede har en slik ordning. Planen skal gi selskapet en lavere og mer fleksibel kostnadsstruktur, tilfredsstillende lønnsomhet og konkurransedyktighet innen 2015.

SAS er i rute med planen og har gjennomført flere tiltak på alle hovedområdene. Ifølge SAS oppnådde selskapet kostnadsreduksjoner på 1,5 mrd. svenske kroner i regnskapsåret 2012/13 (november 2012-oktober 2013 – SAS har avvikende regnskapsår), og målet er å oppnå ytterligere reduksjoner på 1,2 mrd. svenske kroner i inneværende regnskapsår. I tillegg har selskapet frigjort ca. 2,8 mrd. svenske kroner i kapital gjennom diverse salg, hvor det viktigste er salget av 80 pst. av Widerøe, som ble gjennomført i september 2013. Selskapet har i løpet av regnskapsåret 2012/13 redusert sin netto rentebærende gjeld fra ca. 6,5 mrd. svenske kroner til ca. 4,6 mrd. svenske kroner. Gode markedsforhold og den bedre finansielle posisjonen bidro til at SAS i 2013 fikk etablert to nye obligasjonslån på henholdsvis 35 mill. euro og 1500 mill. svenske kroner. På grunn av salg av aktiva, herunder salg av Widerøe, er ovennevnte kredittfasilitet redusert til 1800 mill. svenske kroner. Statens eksponering er redusert proporsjonalt og vil ved full utnyttelse av kredittfasiliteten være 257,4 mill. svenske kroner. Ytterligere reduksjon av kredittfasiliteten er planlagt å skje i juni 2014.

Det foreløpige resultatet før skatt for regnskapsåret 2012/13 er et overskudd på 433 mill. svenske kroner, mot et underskudd på 3255 mill.

svenske kroner for tilsvarende periode i 2011–2012. Bedringen av resultatet i 2013 skyldes, foruten reduserte engangskostnader som har preget regnskapene til SAS de siste årene, hovedsakelig at SAS gjennomfører kostnadsprogrammet i tilknytning til 4XNG. Selskapet nådde sine kommuniserte mål for 2012/13 om en driftsmargin på over 3 pst. og et positivt resultat før skatt.

Til tross for de positive virkningene av 4XNG-planen er SAS fremdeles i en krevende situasjon. Overkapasiteten i flymarkedet i Skandinavia og Nord-Europa forverret seg gjennom 2013, noe som resulterte i fallende billettpriser og lavere inntekter enn ventet. Selskapet forventer press på inntektene også fremover. Låneforfall på over 2 mrd. svenske kroner i 2014 utfordrer også likviditeten. I tillegg har SAS per 1. november 2013 foretatt regnskapsmessige nedskrivninger på 6,8 mrd. svenske kroner som følge av nye regler for regnskapsføring av pensjonsforpliktelser, noe som svekker selskapets soliditet.

På bakgrunn av dette vurderer SAS mulighetene for å utnytte relativt gode investor- og markedsforhold og utstede preferanseaksjer og et konvertibelt lån. Selskapets vurdering er at det i dagens marked er mulig å reise tilstrekkelig med kapital til å dekke selskapets finansieringsbehov. Selskapet anser preferanseaksjer som mest attraktivt for selskapet og dets eiere, blant annet fordi det etter svenske regler vil styrke egenkapitalen og soliditeten på linje med ordinær aksjekapital. Et konvertibelt lån vil kun i begrenset grad styrke selskapets rapporterte egenkapital.

### 3 Hybridkapital

Hybridkapital er en fellesbetegnelse for finansielle instrumenter som innehar både egenkapital- og gjeldskomponenter. Det finnes flere typer hybridkapital, men de vanligste instrumentene som benyttes i det svenske markedet er preferanseaksjer og konvertible lån.

*Preferanseaksjer* kan betraktes som et evigvarende ansvarlig obligasjonslån som fullt ut teller som egenkapital (egen aksjeklasse) og har prioritet foran ordinær egenkapital i en eventuell konkurssituasjon. Utstedelse av preferanseaksjer med fravikelse av fortrinnsrett for eksisterende aksjonærer samt tilknyttede endringer i vedtektene, krever minimum 2/3 aksept av antall representerte aksjer og avlagte stemmer på generalforsamling. Eierne av preferanseaksjene har en rettighet til å motta et fast periodevis utbytte, og denne rettigheten går foran eventuelt utbytte på ordinære

aksjer til aksjonærene. Det er generalforsamlingen i selskapet som beslutter om det skal utbetales preferanseutbytte for det enkelte år eller ikke. Om preferanseutbyttet ikke utbetales i en eller flere perioder, akkumuleres tilgodehavende med et rentepåslag. Villkårene for preferanseutbyttet bestemmes ved utstedelse av preferanseaksjene og fastsettes blant annet på bakgrunn av markedsforhold og vurdering av selskapet. Preferanseaksjer innebærer normalt ingen utvanning av eksisterende aksjonærer med unntak av en begrenset utvanning av stemmeretten. Ved utstedelse av preferanseaksjer vil derfor statens andel av stemmeberettigede aksjer kunne bli lavere enn statens eierandel. Hvor mye stemmeretten til de ordinære aksjene utvannes, avhenger av hvor mange preferanseaksjer som utstedes, aksjenes pålydende samt avtalt stemmerett per aksje. Dersom generalforsamlingen gir fullmakt til å hente inn preferansekapital på for eksempel 1,5–2,5 mrd. svenske kroner og denne rammen blir utnyttet, vil det med rimelig anslag på preferanseaksjenes pålydende og stemmerett kunne utvanne den norske stats andel av stemmeberettigede aksjer i størrelsesorden opp til 0,2 pst. Rettighetene til preferanseaksjene vil bli regulert i selskapets vedtekter. Preferanseaksjer blir typisk børsnotert, og kjøp og salg skjer på samme måte som for ordinære aksjer og børsnoterte obligasjoner. Fordelen med preferanseaksjer anses fra selskapets side først og fremst å være at instrumentene i regnskapet kan føres som egenkapital og vil bety en styrking av selskapets egenkapitalandel. Videre vil utsteder få en rettighet til å kjøpe tilbake preferanseaksjene mot en tilbakekjøpspremie, noe som i SAS' tilfelle anses som en fordel i en eventuell industriell transaksjon da en ny industriell investor vil kunne gi SAS mulighet til tilbakekjøp av preferanseaksjer om dette vurderes som hensiktsmessig. For eierne anses den begrensede utvanningen av stemmeretten som det mest attraktive.

*Konvertibelt lån* er et usikret obligasjonslån med fastsatt rente og løpetid og hvor obligasjonseier har en rettighet, men ikke en plikt, til å omdanne lånebeløpet til ordinær egenkapital ved utgangen av låneperioden til en på forhånd fastsatt aksjepris. Denne prisen fastsettes med utgangspunkt i aksjekursen med tillegg av en premie på det tidspunkt lånet etableres. Dersom aksjekursen på konverteringstidspunktet overstiger den avtalte prisen, vil obligasjonseierne kunne oppnå en ekstra gevinst utover den løpende renten på lånet. Det er altså først dersom aksjeverdien stiger utover den avtalte prisen at det vil være interessant for obligasjonseierne å

konvertere lånet til aksjer. Ved konvertering blir lånet omgjort til egenkapital i stedet for at det blir tilbakebetalt. En slik konvertering styrker egenkapitalen i selskapet og reduserer gjeldsbyrden. En konvertering medfører imidlertid også at eksisterende aksjonærer blir utvannet ved at deres eierandel i selskapet reduseres. Adgang til å utstede konvertible lån krever derfor at generalforsamlingen gir fullmakt til dette, på samme måte som for preferanseaksjer. For eksisterende aksjonærer innebærer konverteringsmuligheten at de må dele den del av verdistigningen i selskapet som går utover den fastsatte premien, med eierne av det konvertible obligasjonslånet. Fordelen med et slikt lån sett fra aksjonærenes side kan imidlertid være lavere lånekostnader (rente) og gunstigere løpetider.

Nærings- og fiskeridepartementet har allerede fullmakt fra Stortinget til å stemme for konvertible lån som ved innløsning kan vanne ut statens eierandel fra dagens 14,3 pst. til 10,0 pst. Selskapet har per i dag utestående et konvertibelt obligasjonslån på 1,6 mrd. svenske kroner som forfaller i 2015. Konverteringskursen på dette lånet er 46,50 svenske kroner per aksje.

#### **4 Hensyn bak en fleksibel bruk av finansielle instrumenter**

SAS har i dialog med Nærings- og fiskeridepartementet gitt uttrykk for at muligheten for å benytte seg av hybridkapital er ett element i planleggingen av hvordan selskapets kapitalbehov, herunder refinansiering av lån som forfaller de neste årene, skal dekkes inn.

SAS' finansielle situasjon, refinansierings- og investeringsbehov gjør at selskapet bør ha mulighet til å utnytte ulike finansieringsformer når markedsmulighetene ligger til rette for det og styret i selskapet vurderer det som hensiktsmessig. Forslaget om bruk av hybridkapital må sees i lys av SAS' kapitalbehov og finansieringsmuligheter, samt at det anses uaktuelt for den norske stat å bidra med ytterligere kapital til selskapet nå.

Bruk av hybridkapital krever i det enkelte tilfelle vedtak i selskapets generalforsamling etter forslag fra selskapets styre. Et forslag fra styret om å innhente hybridkapital vil måtte begrunnes med behovet for å sikre selskapets finansielle beredskap og at selskapet ønsker å utnytte ulike kapitalkilder når mulighetene ligger til rette for dette, samt at selskapet har et ønske om å etablere en gjeldsstruktur som tiltrekker seg ulike investorer og gjør selskapet til en mer attraktiv låntager på lang sikt.

Detaljerte betingelser for preferanseaksjer og konvertible lån eller annen mulig hybridkapital vil utformes på markedsmessige vilkår og fastsettes på bakgrunn av situasjonen i SAS, investorers etterspørsel og øvrige markedsførhold. Det foreligger positive indikasjoner fra selskapet og fra selskapets finansielle rådgivere om at det under rådende markedsførhold bør være mulig å innhente hybridkapital for SAS. Faktiske markedsførhold vil være avgjørende for om og når en eventuell transaksjon gjennomføres og til hvilke betingelser.

#### **5 Vurdering 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 samarbeid vedrørende eierskapet i SAS. Både den danske og svenske stat er i utgangspunktet positive til å gi styret i SAS fullmakt til å utstede preferanseaksjer, konvertible lån eller innhente annen hybridkapital som krever tilslutning fra generalforsamling. Eierne vil vurdere konkrete forslag fra styret i SAS om innhenting av hybridkapital opp mot den finansielle situasjonen i SAS, at de konkrete vilkårene er tilfredsstillende og markedsmessige og at fordelene oppveier ulempene ved slike låneopptak.

#### **6 Departementets vurderinger**

SAS har en kredittvurdering som bidrar til at selskapet møter stramme vilkår og begrenset tilgang til ordinær lånefinansiering. Selskapets soliditet er svekket som følge av regnskapsmessige nedskrivninger knyttet til endrede regnskapsregler. Så lenge eierne ikke vil tilføre selskapet ny egenkapital, er det departements vurdering at det er fornuftig av selskapet å vurdere alternative kapitalkilder.

Departementet vurderer det som positivt at selskapet gis fleksibilitet til å benytte seg av ulike former for finansiering fordi det øker mulig tilgang på kapital og bidrar til at de samlede vilkår som kan oppnås på finansieringen vil kunne bli bedre. Utstedelse av finansielle instrumenter som også kan bidra til å styrke selskapets soliditet anses fordelaktig og vil i tillegg gi selskapet tilgang på en bredere investorbase.

For staten som eier synes preferanseaksjer å fremstå som mer attraktivt enn konvertible lån. Preferanseaksjer vil i praksis medføre en nokså begrenset utvanning av den ordinære aksjekapi-

talen og gir selskapet en tilbakekjøpsrett, noe som gjør at preferanseaksjene gir større fleksibilitet enn et konvertibelt lån ved en eventuell fremtidig industriell transaksjon. En ulempe for eksisterende aksjonærer ved bruk av konvertible lån er 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. I tillegg utvides eierbasen, noe som innebærer en bredere risikodeling.

Selskapet har indikert at det i dagens marked er interesse for hybridkapital. Det er imidlertid en begrenset investormasse som er inne i disse markedene, og etterspørselen kan svinge relativt mye. For å kunne utnytte fleksibiliteten i slike instrumenter fullt ut, er det derfor en fordel om styret i en situasjon hvor det vurderes som aktuelt å hente inn hybridkapital, 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 transaksjoner må vurderes konkret i det enkelte tilfelle ut ifra de forretningsmessige vilkårene. Muligheten for å utnytte markedet for hybridkapital best mulig vil imidlertid øke dersom Nærings- og fiskeridepartementet innenfor de nevnte rammer gis en fullmakt til å støtte konkrete forslag.

Det foreslås en fullmakt som gir en potensiell utvanning av statens andel av stemmeberettigede aksjer ned til 7,5 pst. ut ifra en avveining av hensynet til fleksibilitet for selskapet og en eierandel som gir grunnlag for en fortsatt innflytelse i selskapet. En eventuell reduksjon i eierandelen til den norske stat i denne størrelsesorden vurderes ikke å berøre samferdselspolitiske hensyn.

Det er styret i SAS som eventuelt må fremme konkrete forslag om innhenting av hybridkapital og eventuelle tilknyttede forslag, herunder nødvendige vedtektsendringer. Forutsetninger for positiv tilslutning fra statens side til eventuelle forslag fra styret i SAS vil være at den svenske og

danske stat også er positive til slike transaksjoner, at transaksjoner skjer på markedsmessige vilkår og at juridiske vilkår ikke på noen måte legger begrensning på eiernes mulighet til å avhende egne aksjer. Nærings- og fiskeridepartementet vil innhente en uavhengig vurdering av de konkrete forslagene om kapitalinnhenting før staten eventuelt stemmer for forslagene.

## 7 Økonomiske og administrative konsekvenser

---

Det får ingen direkte økonomiske konsekvenser for staten om SAS utsteder preferanseaksjer, konvertible lån eller andre finansielle instrumenter som innehar en kombinasjon av egenkapital- og gjeldskomponenter.

Den norske stats eierposisjon i SAS vil ved innhenting av hybridkapital kunne bli redusert. Reduksjon i stemmerett ved utstedelse av preferanseaksjer vil normalt sett i liten grad påvirke statens eiermessige innflytelse i selskapet, men vil redusere fremtidig forventet avkastning på aksjene da preferanseaksjene gir rett til preferanseutbytte foran ordinært utbytte. Utvidelsen av antall aksjer ved konvertering av konvertible lån vil kunne redusere eierandel og innflytelse i større grad. Konverteringsmuligheten innebærer at eksisterende aksjonærer må dele den verdistigningen i selskapet som går utover avtalt konverteringskurs med eierne av det konvertible lånet. På den annen side ventes lånevilkårene å bli noe gunstigere enn ved ordinære obligasjonslån. Dette vil redusere de løpende kostnadene for selskapet.

Utstedelse av preferanseaksjer og en eventuell utvidelse av aksjekapital ved eventuell konvertering av konvertible lån til egenkapital, vil kunne styrke selskapets soliditet, og gi et mer solid finansielt grunnlag for selskapets videre utvikling. Dette er positivt også for staten som eier.

Forslaget til vedtak i denne proposisjonen erstatter tidligere fullmakt om reduksjon i statens eierandel fra 14,3 pst. ned til 10,0 pst. ved fremtidige konverteringer av obligasjonslån til aksjekapital i selskapet, jf. Prop. 145 S (2010–2011).

Nærings- og fiskeridepartementet

t i l r å r :

At Deres Majestet godkjenner og skriver under  
et fremlagt forslag til proposisjon til Stortinget om  
SAS AB – innhenting av hybridkapital.

\_\_\_\_\_

**Vi HARALD**, Norges Konge,

s t a d f e s t e r :

Stortinget blir bedt om å gjøre vedtak om SAS AB – innhenting av hybridkapital i samsvar med et vedlagt forslag.

\_\_\_\_\_

## **Forslag**

### **til vedtak om SAS AB – innhenting av hybridkapital**

I

Stortinget samtykker i at Nærings- og fiskeridepartementet i 2014 på generalforsamling i SAS AB kan stemme for fullmakt til styret om å utstede finansielle instrumenter som innehar egenkapital- og gjeldskomponenter (hybridkapital), herunder preferanseaksjer og konvertible lån, begrenset til at statens andel av stemmeberettigede aksjer i SAS AB ikke reduseres til under 7,5 pst.

=====



