

NOU

Norges offentlige utredninger **2004: 7**

Statens forretningsmessige eierskap

Organisering og forvaltning av eierskapet

Utredning fra et utvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon av 15. november 2002.
Avgitt til Nærings- og handelsdepartementet 16. mars 2004.

ISSN 0333-2306
ISBN 82-583-0767-3

Sats/trykk: GCS allkopi, Oslo

Til Nærings- og handelsdepartementet

Utvalget som ble oppnevnt ved kongelig resolusjon 15. november 2002 for å utrede en bedre forvaltning og organisering av det statlige eierskapet, leverer med dette sin innstilling.

Vedlegg 8 er skrevet av økonomiprofessor Thore Johnsen på oppdrag fra utvalget. Utvalget har tatt utredningen til etterretning.

Innstillingen er enstemmig.

Oslo, 16. mars 2004

Trond R. Reinertsen,
leder

Sven Ole Fagernæs	Erlend Grimstad	Benedicte Berg Schilbred
Grete Faremo	Arnulf Ingebrigtsen	Steinar Stokke
Roar Flaathen	Brit K.S. Rugland	Siri Pettersen Strandenes

Hans Robert Zuna,
sekretariatsleder

Anders Berg
Bent Rølland

Innhold

1	Innledning og sammendrag	9			
1.1	Oppnevning og sammensetning ...	9		2.2.3	Bedrifters samfunnsansvar og andre generelle hensyn 28
1.2	Mandat	9		2.3	Realisering av statlige mål gjennom eierstyring og andre virkemidler 29
1.3	Utvalgets arbeid	10			
1.4	Forholdet til NOU 2003:34 – Mellom stat og marked	10			
1.5	Sammendrag	10		3	Selskapsformer – typer og utbredelse
1.5.1	Det direkte statlige eierskapet i Norge (kapittel 2)	10		3.1	Innledning
1.5.2	Selskapsformer – typer og utbredelse (kapittel 3)	11		3.2	Aksjeselskaper
1.5.3	Rettslige rammer av særlig betydning (kapittel 4)	12		3.2.1	Generelt om eierutøvelse i aksjeselskaper
1.5.4	Statlige regler for eierskapsforvaltning (kapittel 5) ...	13		3.2.2	Særlig om minoritetsvern i deleide selskap
1.5.5	Organisering og forvaltning i utvalgte departementer – synspunkter fra selskaper (kapittel 6)	13		3.2.3	Oversikt over deleide selskap
1.5.6	Statlig eierskap i andre land – OECDs arbeid på området (kapittel 7)	14		3.2.4	Særlig om Statsaksjeselskaper
1.6	Utvalgets anbefalinger – målene med eierskapet (kapittel 8)	16		3.2.5	Bruk av bestemmelser i vedtektene for å styrke statens styring og kontroll (§10-planer)
1.7	Utvalgets anbefalinger – forbedringer ved departements-eierskap (kapittel 9)	17		3.2.6	Oversikt over statsaksjeselskaper
1.7.1	Konkretisering av statens mål med eierskapet	17		3.3	Statsforetak
1.7.2	Organisering av eierskapet	18		3.3.1	Statsforetaksformen
1.7.3	Utøvelsen av eierrollen	19		3.3.2	Oversikt over statsforetak
1.7.4	Stortingets og regjeringens styring og kontroll	22		3.4	Særlovsselskaper
1.8	Utvalgets anbefalinger - Organisering av eierskapet i holdingselskap (kapittel 10)	23		3.5	Konsernorganisering
1.9	Økonomiske og administrative konsekvenser (kapittel 11)	24		3.6	Valget av selskapsform
				3.7	Utviklingstrekk
2	Det direkte statlige eierskapet i Norge – omfang og mål	25		4	Rettslige rammer av særlig betydning – Konkurranselovgivningen og EØS-avtalen
2.1	Generell oversikt – avgrensning ...	25		4.1	Norsk konkurranselovgivning
2.2	Mål med direkte statlig eierskap ..	25		4.1.1	Konkurranselovgivningen
2.2.1	Verdimaksimerende mål	26		4.1.2	Konkurransemyndighetenes organisasjon og oppgaver
2.2.2	Andre mål	26		4.1.3	Ny konkurranselov og EØS-konkurranselov
2.2.2.1	Samfunnsmessige mål	26		4.2	Reglene om offentlig støtte i EØS-avtalen
2.2.2.2	Sektorpolitiske mål	28		4.2.1	Hovedregelen om offentlig støtte – EØS-avtalen artikkel 61 (1)
				4.2.2	Unntak fra hovedregelen om statsstøtte
				4.2.3	Særlig om offentlige overføringer til selskaper som skal utføre tjenester av allmenn økonomisk betydning

5	Statlige regler for eierskapsforvaltning	45	7	Statlig eierskap i andre land – OECDs arbeid på området	71
5.1	Konstitusjonelle forhold	45	7.1	OECDs arbeid med statlig eierskap	71
5.1.1	Grunnlovens §3	45	7.2	Sverige	71
5.1.2	Grunnlovens §19	45	7.3	Finland	73
5.1.3	Det konstitusjonelle og parlamentariske ansvar	46	7.4	Frankrike	74
5.1.4	Stortingets medvirkning ved endringer i statens eierskap	46	7.5	Østerrike	74
5.1.5	Stortingets kontroll med forvaltningen av det statlige eierskapet - Riksrevisjonen	47	8	Utvalgets vurderinger og anbefalinger – målene med eierskapet	76
5.2	Eierskapsforvaltning i regjeringen og departementene	49	8.1	Innledning	76
5.3	Øvrige forvaltningsorganers eierskapsforvaltning	52	8.2	Betydningen av klare mål	76
5.4	Forankring av eierskapet – utviklingstrekk	52	8.3	Måldefinering	77
6	Mer om organisering og forvaltning i utvalgte departementer – synspunkter fra selskaper	53	8.3.1	Målkategori 1 – Bedriftsøkonomisk verdimaksimering	77
6.1	Nærings- og handelsdepartementet	53	8.3.2	Målkategori 2 – Bedriftsøkonomisk verdimaksimering og nasjonal forankring av virksomheten	78
6.1.1	Departementets interne organisering	53	8.3.3	Målkategori 3 – Bedriftsøkonomisk verdimaksimering og ivaretagelse av spesifikt definerte mål	81
6.1.2	Særskilt regelverk og mål for selskapsforvaltningen	54	8.3.4	Målkategori 4 – Hovedsakelig andre mål enn bedriftsøkonomisk verdimaksimering	83
6.1.3	Beskrivelse av arbeidet rettet mot selskapene	55	8.4	Oppsummering	83
6.1.4	Arbeidet med selskapene i den statlige beslutningsprosessen	57	9	Utvalgets vurderinger og anbefalinger – forbedringer ved departementseierskap	84
6.1.5	Typiske saksforløp	59	9.1	Vurderingskriterier	84
6.2	Olje- og energidepartementet	59	9.2	Omfanget av statens eierskap – konsekvenser for velfungerende markeder og statlig risikohåndtering	85
6.2.1	Departementets interne organisering	59	9.3	Rollehåndtering	86
6.2.2	Særskilt regelverk og mål for selskapsforvaltningen	60	9.4	Konkretisering av mål	87
6.2.3	Beskrivelse av arbeidet rettet mot selskapene	61	9.4.1	Mål på porteføljenivå	87
6.2.4	Arbeidet med selskapene i forhold til øvrige statlige beslutningsprosesser	63	9.4.2	Mål på selskapsnivå	87
6.3	Samferdselsdepartementet	64	9.5	Beslutningsgrunnlag	88
6.3.1	Departementets interne organisering	64	9.5.1	Kompetansebehov	88
6.3.2	Særskilt regelverk og mål for selskapsforvaltningen	65	9.5.2	Informasjonsbehov	89
6.3.3	Beskrivelse av arbeidet rettet mot selskapene	65	9.6	Utøvelse av eierrollen	90
6.3.4	Arbeidet med selskapene i forhold til øvrige statlige beslutningsprosesser	67	9.6.1	Deltagelse i valg av styre og bedriftsforsamling	90
6.4	Synspunkter fra selskapene på dagens forvaltning	67	9.6.2	Styring fra eierposisjonen	91
			9.6.3	Utbyttepolitikk	93
			9.6.4	Kapitaltilførsel eller endringer i eierandeler	94
			9.7	Stortingets og regjeringens styring og kontroll	98
			9.8	Oppsummering	100

10	Utvalgets vurderinger og anbefalinger – Forbedringer gjennom etablering av et eller flere selvstendige forvaltningsorganer	101
10.1	Valget av modell	101
10.2	Utvalgets skisse til og vurdering av en holdingselskapsmodell	101
10.2.1	Omfanget av holdingselskapets eierskap – konsekvenser for velfungerende markeder og statlig risikohåndtering	102
10.2.2	Rollehåndtering	102
10.2.3	Beslutningsgrunnlag	103
10.2.4	Holdingselskapets utøvelse av eierrollen	103
10.2.5	Stortingets og regjeringens styring og kontroll, herunder eierforvaltning av holdingselskapet	105
10.3	Flere holdingselskaper	105
10.4	Holdingselskaps egnethet for forvaltning av eierandeler i ulike målkategorier	105
11	Økonomiske og administrative konsekvenser	107

Vedlegg

1	Instruks for Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av statens interesser i statsbedrifter, aksjeselskaper og enkelte organer mv. organisert ved særskilt lov	108
2	Instruks for Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av virksomheter organisert etter lov om statsforetak av 30. august 1991	109
3	Brev til alle departementer vedrørende Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av statens interesser i selskaper, banker mv.	110
4	Nøkkeltall for heleide aksjeselskaper, regionale helseforetak og statsforetak for regnskapsåret 2002	111
5	Nøkkeltall for deleide selskaper hvor Riksrevisjonen har opprettet kontroll for regnskapsåret 2002	113
6	Oversikt over diverse andre statlige aksjeposter der Riksrevisjonen ikke har opprettet kontroll for regnskapsåret 2002	114
7	Oversikt over børsnoterte selskaper med direkte statlig eierandel for regnskapsåret 2002 .	115
8	Målformuleringen i Statseierskapsutvalgets mandat	116

Kapittel 1

Innledning og sammendrag

1.1 Oppnevning og sammensetning

Ved Stortingets behandling 18. juni 2002 av St.meld. nr. 22 for 2001-2002 Et mindre og bedre statlig eierskap, jf. Innst. S. nr. 264 for 2001-2002, ble det truffet to vedtak vedrørende et nytt eierskapsutvalg:

Forslag nr. 11 (Fra AP, FRP, SV, SP) – *Stortinget ber Regjeringa setja ned eit hurtigarbeidande utvalg for å få ein brei gjennomgang med sikte på ei betre organisering og forvaltning av det statlege eigerskapet.*

Komiteinnstillingens forslag nr. V – *Stortinget ber Regjeringa kome attende til Stortinget med ei eiga sak om ulike modellar for ei meir profesjonell utøving av statens eigarskap.*

På denne bakgrunn ble «Statseierskapsutvalget» – et utvalg for en bred gjennomgang med sikte på en bedre organisering og forvaltning av det statlige eierskapet – oppnevnt ved kongelig resolusjon 15. november 2002. Utvalget har hatt følgende sammensetning:

1. Konsernsjef Trond R. Reinertsen, Meldal, leder
2. Regjeringsadvokat Sven Ole Fagernæs, Oslo
3. Konserndirektør Grete Faremo, Oslo
4. Nestleder LO Roar Flaathen, Kongsberg
5. Konserndirektør Erlend Grimstad, Sørumsund
6. Direktør NHO Arnulf Ingebrigtsen, Bærum
7. Daglig leder Brit K. S. Rugland, Stavanger
8. Arbeidende styreformann Benedicte Berg Schilbred, Tromsø
9. Administrerende direktør Steinar Stokke, Asker
10. Professor Siri Pettersen Strandenes, Bergen

Nærings- og handelsdepartementet har ivaretatt sekretariatsfunksjonen for utvalget. Sekretariatet har bestått av Hans Robert Zuna (sekretariatsleder), Anders Berg og Bent Rølland.

1.2 Mandat

Utvalget ble gitt følgende mandat:

«Ved Stortingets behandling 18. juni 2002 av St.meld. nr. 22 for 2001-2002 Et mindre og bedre statlig eierskap, ble det fattet vedtak om å be Regjeringen sette ned et hurtigarbeidende utvalg for å få en bred gjennomgang med sikte på en bedre organisering og forvaltning av det statlige eierskapet. Stortinget ba Regjeringen komme tilbake til Stortinget med en egen sak om ulike modeller for en profesjonell utøving av statens eierskap.

Utvalget for å utrede en bedre forvaltning og organisering av det statlige eierskapet – kort tittel «Statseierskapsutvalget» – får til oppgave å gjennomgå og vurdere organiseringen av statens eierskap i selskaper der staten er hel- eller deleier, og hvor virksomheten hovedsakelig er forretningsmessig orientert.

Utvalget skal se på og vurdere ulike modeller for forvaltningen; blant annet dagens organisering og forvaltning gjennom et eller flere forvaltningsorganer. Målet er at eierskapet skal forvaltes med sikte på å sikre statens verdier og en god industriell utvikling for selskapene. Aktuelle modeller skal også være egnet til å gjennomføre endringer i statens eierandeler og ivareta eventuelle spesifikke definerte mål med eierskapet i enkelt-selskaper. Administrasjonskostnader, kompetanse og effektivitet i forvaltningsopplegget vil være viktig.

Utvalget skal som ledd i dette vurdere og komme med forslag til løsning av spørsmål av organisatorisk, rettslig og forretningsmessig art som knytter seg til endringer i forvaltningen og eventuelle alternative modeller.

Det skal redegjøres for hvordan hensynet til Stortingets og Regjeringens styring av og kontroll med forvaltningsvirksomheten, samt Riksrevisjonens behov for innsyn i og kontroll med denne, kan ivaretas i ulike modeller. Utvalget bør klargjøre dersom noen av de modellene som drøftes vil kreve endringer med hensyn til fullmakter fra Stortinget når det gjelder godkjenning av fusjoner, salg av aksjer og lignende.

Utvalget skal vurdere alternative organisasjonsformer opp mot hverandre (herunder dagens modell), og eventuelt komme med en anbefaling. Minst ett forslag skal baseres på uendret ressursbruk. Andre vesentlige konsekvenser skal utredes og tallfestes så langt dette er mulig. Det vises for øvrig til utredningsinstruksens kapittel 2.

Utvalget skal redegjøre for økonomiske og administrative konsekvenser av sine forslag.

Utvalgets sekretariat skal ligge i Nærings- og handelsdepartementet. Utvalget kan, i samarbeid med departementet, engasjere sakkyndig bistand til å utrede aktuelle spørsmål.

Utvalgets utredning, som vil være offentlig, skal foreligge innen 1. mars 2004. »

Utvalget har etter mandatet ikke vurdert i hvilket omfang staten skal eie næringsvirksomhet og hvilke mål som skal ligge til grunn for eierskapet. Balansen mellom offentlig og privat eierskap, svikt i kapitalmarkedet, rammebetingelser i form av skatter og avgifter med videre, omfattes ikke av utvalgets mandat. Utvalgets oppgave har vært å vurdere en bedre organisering og forvaltning gitt det eierskapet som man politisk beslutter å ha.

1.3 Utvalgets arbeid

Utvalget startet sitt arbeid i desember 2002 og har hatt 17 møter.

Selskaperens vurderinger av statens eierskap ble vurdert som en viktig innfallsvinkel til problemstillingene i utvalgets mandat. I brevs form ba utvalget i januar 2003 derfor selskaper med statlig eierskap (herunder statsforetak og særlovsselskaper) om synspunkter på utvalgets mandat. Basert på Riksrevisjonens oversikt i Dokument 3:2 for 2002-2003, ble brevet sendt til nærmere 70 selskaper. Svarene ga verdifulle synspunkter på dagens forvaltning og forbedringspotensialet. På grunnlag av svarene ble styrelederne i 13 selskaper invitert til møter i utvalget for utdypende diskusjoner. Et sammendrag av synspunktene fra selskaperne er gitt i kapittel 6.4.

Utvalget har også lagt vekt på å få synspunkter fra forvaltningsmiljøer i og utenfor staten. Innenfor staten ble det innhentet beskrivelser av forvaltningen til Olje- og energidepartementet, Samferdsdepartementet og Nærings- og handelsdepartementet, jamfør presentasjonene i kapittel 6. I tillegg har Folketrygdfondet og Statens petroleumsfond presentert sin forvaltning i møter. Utenfor staten har utvalget i brevs form og i møter vært i dialog med så vel norskbaserte som internasjonale finansierings- og Eiermiljøer.

Det statlige eierskapet reiser enkelte spørsmål av konkurranserettslig og – politisk karakter, nasjonalt og i forhold til EØS-avtalen. På denne bakgrunn har utvalget innhentet synspunkter fra Konkurransetilsynet og juridisk ekspertise på EØS-rettslige forhold.

Utvalget har også gitt et utredningsoppdrag til Professor Thore Johnsen ved Norges Handelshøyskole, jamfør vedlegg 8. Denne utredningen gir et forslag til hvordan mål om «å sikre statens verdier» og «god industriell utvikling» kan tolkes i forhold til etablerte mål for forvaltning av større porteføljer.

1.4 Forholdet til NOU 2003:34 – Mellom stat og marked

Sandutvalgets utredning (NOU 2003:34) vurderer blant annet ulike selskapsformer. Flertallet i dette utvalget foreslår å endre statsforetaksformen, mens et mindretall foreslår å oppheve den.

Statseierskapsutvalget foreslår i sin utredning at aksjelovens normalregler for utbytte også anvendes for de heleide selskaperne, herunder statsforetak. Siden endringsforslagene gjelder samme lovverk som Sandutvalgets, kan det være hensiktsmessig at endringene vurderes samlet. For øvrig omhandler Sandutvalgets utredning i hovedsak virksomheter der de samfunnsmessige eller sektorpolitiske målene er fremtredende, mens Statseierskapsutvalgets utredning gjelder virksomheter som er hovedsakelig forretningsmessig orientert.

1.5 Sammendrag

1.5.1 Det direkte statlige eierskapet i Norge (kapittel 2)

Mandatet til Statseierskapsutvalget omfatter «selskaper der staten er hel- eller deleier». Utvalget avgrenser sine vurderinger til de større eierandelen i aksjeselskaper og heleide selskaper som forvaltes direkte av departementene. Dette må ses i lys av at utvalget ble oppnevnt i kjølvannet av Stortingets behandling av St.meld. nr. 22 for 2001 og 2002 Et mindre og bedre statlig eierskap, som omhandlet denne typen eierskap.

Det direkte statlige eierskapet i Norge er omfattende. Vedleggene 4 til 6 viser en konsentrert oppstilling over statens direkte eierskap som til sammen utgjør om lag hundre selskaper. Vedlegg 4 og 5 viser at virksomhetene som Riksrevisjonen

fører kontroll med, samlet sett hadde inntekter på vel 591 mrd kroner og om lag 239.000 ansatte ved utgangen av 2002. De 7 børsnoterte selskapene hvor staten har eierandeler, vedlegg 7, hadde til sammen inntekter på vel 529 mrd kroner i 2002 og sysselsatte i overkant av 130.000. Markedsverdien til de børsnoterte selskapene (den verdijusterte egenkapitalen) var ved utgangen av 2002 på vel 293 mrd kroner (statens andel 191 mrd kroner).

Målene med det direkte statlige eierskapet har vært og er av svært forskjellig karakter. Utvalgets mandat omfatter virksomheter som er hovedsakelig forretningsmessig orienterte. For at en virksomhet skal kunne sies å være hovedsakelig forretningsmessig orientert, må bedriftsøkonomiske lønnsomhetskriterier være det viktigste i driften av selskapet. Det vil si at selskapet ved sin forretningsdrift søker å maksimere avkastningen over tid. At statlig eierskap i et selskap har et verdimaksimerende mål innebærer at staten søker bedriftsøkonomisk verdimaksimering i form av vekst i selskaps- og aksjonærverdier, inkludert utbytte til eier. Verdimaksimering trenger imidlertid ikke å være det eneste og heller ikke det viktigste målet med statens engasjement i selskapet.

Bruk av eierskapet for å realisere andre mål enn de verdimaksimerende kan begrunnes ut fra økonomisk teori. Ulike former for markedssvikt kan for eksempel tilsi statlig engasjement, også gjennom eierskap. Slike teoretiske begrunnelser dekker ikke nødvendigvis de målene som faktisk følges gjennom statlig eierskap.

Samfunnsmessige mål er i sin alminnelighet hensyn og interesser som knytter seg til selskaperes eksistens, lokalisering og sysselsetting, mer enn til særskilte sider ved virksomhetens innhold og drift. Det vil typisk være næringspolitiske mål om å medvirke til den alminnelige økonomiske verdiskapning, dels direkte, dels indirekte gjennom ulike former for ringvirkninger. Samfunnsmessige mål kan skilles fra sektorpolitiske mål, som er mer direkte knyttet til særskilte sider ved virksomhetens innhold og drift utover det forretningsmessige. Selskaper med slike mål har i sterkere grad preg av å være virkemidler innenfor et bestemt politikkområde. Det er ikke skarpe skiller mellom de ulike målene. Vektleggingen av forskjellige mål med eierskapet kan variere over tid og de ulike måltypene glir over i hverandre. En distinksjon mellom sektorpolitiske og samfunnsmessige mål kan således ha begrenset analytisk verdi når det gjelder vurderinger knyttet til forvaltning og organisering.

Utover målet med eierskapet i det enkelte selskap, kan det også gis mer generelle statlige forin-

ger om hvilke hensyn som skal tas i eierskapsforvaltningen. Slike hensyn kan for det første være knyttet til andre politikkområder som for eksempel rettferdig lønnsdannelse og likestilling. Videre vil staten kunne ha mål om at selskaper der staten har eierandeler ivaretar samfunnsansvar (corporate social responsibility) på en god måte.

Bruk av eierskapet er et av flere virkemidler for realisering av statlige mål. Staten bruker dette virkemidlet som eier gjennom styringskanalene som er etablert ved den til enhver tid gjeldende selskapslovgivningen. De ulike typene av styringsvirkemidler gir valgfrihet når det gjelder hvordan ulike typer mål kan ivaretas, også overfor selskaper med statlig eierskap. Det er imidlertid klart at den forretningsmessige styringen må ivaretas fra eierposisjonen. Selskapslovgivningen er innrettet ut fra et slikt prinsipp, noe som blant annet kommer til uttrykk gjennom at vedtak knyttet til regnskap, overskudd og utbytte skal fattes i generalforsamlingen/foretaksmøtet. Utover dette *kan* staten også bruke eierrådigheten til å realisere andre mål, innenfor eksisterende rettslige rammer.

1.5.2 Selskapsformer – typer og utbredelse (kapittel 3)

Det mest sentrale fellestrekket ved selskapsformer i forhold til statlige forvaltningsorganer er at et selskap er etablert som *et eget rettssubjekt*. Selskaper er ikke underlagt den tradisjonelle instruksjonsmyndighet og bevilgningsmyndighet som gjelder for statsforvaltningen. Staten styrer dem som eier i henhold til reglene i selskapslovgivningen. Statens eierinteresser representeres av statsråden i departementet det aktuelle selskapet sorterer under, eller den statsråden har delegert ansvaret til. Direkte kan statens interesser kun fremmes gjennom eieragering i selskapets formelle organer.

I deleide aksjeselskaper er statens innflytelse begrenset av andre aksjeeieres rettigheter i henhold til aksjelovgivningen. Hovedregelen er at generalforsamlingens beslutninger fattes med simpelt flertall, det vil si mer enn 50 prosent av de møtendes stemmer. En annen stemmerettsregel er at vedtak om endring av et selskaps vedtekter forutsetter minst to tredeler så vel av de avgitte stemmer som av den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen. Enkelte aksjeselskaper hvor staten er inne på eiersiden, er børsnoterte. Her er det særskilte regler i lovgivningen, som blant annet begrenser statens mulighet til å handle på informasjon som ikke er kjent for andre aksjonærer. Følgende selskaper med statlig direkte

eierandel er børsnotert per 1. mars 2004: Statoil ASA, Norsk Hydro ASA, KongsbergGruppen ASA, SAS AB, Telenor ASA og DnB NOR ASA. Raufoss ASA ble tatt av børs i slutten av februar 2004. SAS har sin hovednotering i Stockholm.

Eksempler på ikke-børsnoterte selskaper der staten deltar sammen med andre eiere er Nammo AS, Eksporthfinans ASA og Store Norske Spitsbergen Kulkompani AS.

I heleide selskaper er ikke statens bruk av sin eierådighet begrenset av andre eiere. Heleide selskaper er normalt aksjeselskaper (statsaksjeselskaper) eller statsforetak. For begge disse selskapsformene er det enkelte regler som styrker statens styring og kontroll.

I statsaksjeselskaper velges styret av generalforsamlingen, selv om selskapet har en bedriftsforsamling. Videre kan Kongen overprøve beslutninger fattet av styret/bedriftsforsamlingen i saker der vesentlige samfunnsmessige hensyn tilsier det. Generalforsamlingen er heller ikke bundet av styrets/bedriftsforsamlingens forslag til utbytte, slik tilfellet er for ordinære aksjeselskaper. Det er også særskilte regler som gir Riksrevisjonen adgang til å foreta undersøkelser. I enkelte statsaksjeselskaper er det videre laget særskilte bestemmelser i vedtektene som forplikter selskapene til å forelegge bestemte typer saker for generalforsamlingen. Dette gjelder for eksempel i Avinor AS, NSB AS, Posten AS og NRK AS.

Eksempler på store statsaksjeselskaper er Entra Eiendom AS, Posten Norge AS, NSB AS, Mesta AS, Avinor AS, BaneTele AS, NRK AS og Flytoget AS. Eksempler på mindre statsaksjeselskaper er Sem Gjestegård AS, Kings Bay AS, Protevs AS og Staur Gård AS.

Statsforetaksformen ligger nær opp til statsaksjeselskapsformen i forhold til eierstyring. En forskjell er at statsforetakene må sende styreprotokollene til eierdepartementet. Statsforetak kan heller ikke fatte vedtak i « saker som antas å være av vesentlig betydning for foretakets formål eller som i vesentlig grad vil endre virksomhetens karakter » før saken er forelagt departementet. Følgende virksomheter er i mars 2004 organisert som statsforetak: Statnett SF, Statkraft SF, Statskog SF, Selskapet for industrivekst (SIVA) SF og ENOVA SF.

Enkelte selskaper er opprettet etter særskilte lover for virksomheten, såkalte særlovsselskaper. Dette gjelder for eksempel AS Vinmonopolet, Norsk Tipping AS og foretak organisert etter helseforetaksloven. I slike selskaper vil det være forskjellige regler for styringsrelasjonene, tilpasset formålene med virksomheten.

Statsforetaksformen har vært forutsatt brukt

der det var eventuelle sektorpolitiske mål for statens eierskap. Særlovsselskaper har også vært anvendt der det er spesielle hensyn som skal ivaretas. Ut fra samme logikk har aksjeselskapsformen, eventuelt med deleie, vært anvendt der eierskapet ikke skal ivareta spesielle sektorpolitiske hensyn. I praksis har imidlertid aksjeselskapsformen vært mest utbredt, også der det foreligger andre hensyn. Oppfølgingen av utredningen til Sandutvalget (NOU 2003:34) må forventes å bidra til avklaringer på dette området.

En rekke statlige forvaltningsorganer er siden starten på 1990-tallet blitt omdannet/utskilt til ulike selskapsformer. Entra Eiendom AS, Cermaq ASA, Statskog SF, Statkraft SF, Statnett SF, Posten Norge AS, NSB AS, BaneTele AS, Avinor AS, Mesta AS, Telenor ASA, NRK AS og Statskonsult AS er alle selskaper/foretak som ble etablert med utgangspunkt i forvaltningsorganer. Tidligere heleide statlige virksomheter som driver i lik konkurranse med private, er i økende grad delprivatiserte og også i noen grad børsnoterte.

Oppsummert kan vi si at staten er i en direkte eierrolle på flere sektorer enn tidligere, og den eier også i økende grad sammen med andre, på eller utenfor børs. På den annen side har staten i senere år også solgt seg helt ut av selskaper så som Norsk Vekst ASA, Norsk Medisinaldepot ASA, SND Invest AS, A/S Olivin, Arcus-Gruppen ASA og NOAH AS.

1.5.3 Rettslige rammer av særlig betydning (kapittel 4)

I tillegg til reglene som er knyttet til selskapsformene, må eierskapet også forvaltes innenfor rammen av de begrensninger som konkurranselovgivningen og EØS-avtalen setter.

Norsk konkurranselovgivning er ikke minst av relevans i saker der statlige selskaper er involvert i fusjoner, oppkjøp med videre, som begrenser konkurransen på det norske markedet. I slike sammenhenger kan statens interesser som eier stå i motstrid til statens regulative mål om å sikre virksom konkurranse. For endringer som påvirker konkurranse i EØS-området, får EØS-avtalens regler om konkurranse anvendelse.

Reglene om offentlig støtte i EØS-avtalen skal hindre konkurransehemmende virkninger av statlig støtte og er av særskilt relevans for staten som eier. Hovedregelen er at all offentlig støtte til bedrifter, som vrir eller truer med å vri konkurransen, er forbudt i den grad handelen mellom EØS-landene påvirkes. For nærmere å kunne trekke grensen mellom ulovlig tildeling av statsstøtte og

lovlige investeringer, har en oppstilt det såkalte *markedsinvestorprinsippet*. Prinsippet innebærer at tildeling av offentlige midler til foretak som opptrer i et konkurransemarked må gjøres på markedsvilkår. Kjernen i vurderingen er om en fornuftig privat markedsinvestor som driver virksomhet på normale markedsøkonomiske vilkår ville ha foretatt en tilsvarende investering/disposisjon. Prinsippet setter rammer rundt statens muligheter til å anvende eierskapet til mål som krever kapitaltilførsel ut fra andre motiver. Det er imidlertid enkelte unntak fra reglene som gir adgang til videre overføringer fra staten. Dette gjelder særlig tjenester av allmenn økonomisk betydning.

1.5.4 Statlige regler for eierskapsforvaltning (kapittel 5)

I tillegg til de ytre rammer som følger av selskapslovgivningen og rettslige rammer som konkurranselovgivningen og EØS-avtalen, vil også statens egne regler for hvordan beslutninger skal fattes ha stor betydning for eierskapsforvaltningen.

Etter Grunnlovens §19 er det Kongen som forvalter statens aksjer i statsaksjeselskaper og eierskapet til statsforetakene og særlovsselskaper. Forvaltningen av eierskapet er delegert til det departement eierskapet hører innunder. Statsrådets forvaltning utøves under konstitusjonelt og parlamentarisk ansvar. Utgangspunktet er at statsråden har ansvar for grunnleggende styring og kontroll med at virksomheten drives i samsvar med de rammevilkår Stortinget har fastsatt. Det har vært en alminnelig oppfatning at statsråden ikke har politisk ansvar for forretningsmessige eller tekniske vedtak som etter selskapslovgivningen ligger til styret og ledelsen.

Stortinget har en betydningsfull rolle i saker som gjelder endring av statens eierskap. Kjøp eller salg av aksjer, vedtak om kapitalforhøyelse og fusjoner hvor andre enn staten får utstedt aksjer, omfattes ikke av statsrådets myndighet etter Grunnlovens §19. Slike saker krever særskilt stortingsvedtak. Stortinget har også innflytelse gjennom budsjettprosessen. Riksrevisjonen har en viktig kontrollfunksjon i å sikre at statsråden utøver eiermyndighet i samsvar med Stortingets vedtak og forutsetninger.

Innad i regjeringen og departementene styres eierskapsforvaltningen av de interne regler for saksbehandling. Viktige saker skal behandles i regjeringen. Før slike saker behandles, er det normalt en konsultasjons- og høringsprosess mellom departementene. Denne skal sikre at relevante hensyn veies mot hverandre i beslutningsprosessen.

Det er også egne regler for eierskapsforvaltningen i økonomireglementet. Disse skal sikre at staten forvalter sine interesser i samsvar med målene og prinsipper for god eierstyring, jamfør også statens prinsipper for god eierstyring i St.meld. nr. 22 for 2001-2002. Regler i statens personalhåndbok medfører at embeds- eller tjenestemenn som har ansvar for forvaltningen av statens eierskap i et selskap, ikke kan være medlem i selskapets styre eller bedriftsforsamling.

De fleste departementer forvalter statlige eierandeler. Statlige forvaltningsorganer under departementene eide tidligere aksjer og virksomheter i større grad enn i dag. Det har vært en tendens til at aksjer eid av statlige forvaltningsorganer løftes opp på departementsnivå.

1.5.5 Organisering og forvaltning i utvalgte departementer – synspunkter fra selskaper (kapittel 6)

Idag fremstår Nærings- og handelsdepartementet, Olje- og energidepartementet og Samferdselsdepartementet som de store eierdepartementene. De forvalter eierandeler i virksomheter av betydelig omfang. I kapittel 6 gis en beskrivelse av forvaltningen og rammene forvaltningen har i disse tre departementene.

Olje- og energidepartementets eierskap omfatter Statoil ASA, Petoro AS, Gassco AS, Statnett SF og Enova SF. Eierskapet til Samferdselsdepartementet omfatter Mesta AS, Posten Norge AS, NSB AS, Flytoget AS og Avinor AS. Nærings- og handelsdepartementet har eierandeler i 21 selskaper, herunder i Norsk Hydro ASA, Telenor ASA og Statkraft SF.

Som følge av regjeringens ønske om å rendyrke roller, har flere selskaper uten særskilte sektorpolitiske oppgaver de siste årene blitt overført fra øvrige departementer til Nærings- og handelsdepartementet. Eksempler på dette er BaneTele AS, NOAH Holding AS, Arcus-Gruppen ASA, Grødegård AS, Cermaq ASA, Norsk Medisinaldepot AS, Telenor ASA, SIVA SF, Statkraft SF, Entra Eiendom AS, ECC AS og Statens Bankinvesteringsfond (DnB). Departementets eierskapsavdeling forvalter 19 hel- og deleide selskaper per 31.12.2003.

Olje- og energidepartementet og Samferdselsdepartementet forvalter eierskap som i hovedsak kan ses som en del av sektorpolitikken disse departementene har ansvaret for. Bortsett fra Statoil ASA er dette også selskaper som er heleide av staten. Eierskapet forvaltes stort sett innen de departementsavdelingene som også har ansvaret for

sektorpolitikken, selv om det i noen grad er skilt ut seksjoner som kun ivaretar eieroppgavene.

Når det gjelder de selskapene som forvaltes av Nærings- og handelsdepartementet, er det en hovedregel at de ikke har noen rolle i sektorpolitikken, men skal konkurrere i et marked på fullt ut de samme vilkår som sine konkurrenter. For å synliggjøre at rammevilkårene skal være like, har det vært vurdert som viktig å flytte dem fra de myndighetsorganer som bestemmer sektorpolitikken eller har ansvaret for reguleringsmyndigheter på området. Det kom særlig fram ved flyttingen av Telenor ASA fra Samferdselsdepartementet til Nærings- og handelsdepartementet i forkant av børsintroduksjonen av selskapet i 2000. Et annet særtrekk er innslaget av deleierskap, som fjerner de særskilte eierstyringsmulighetene som ligger i særbestemmelsene for statsaksjeselskap. Eierskapsutøvelsen må da ta hensyn til samspillet med de andre eierne i selskapet.

Utvalget har mottatt innspill fra styreledere i selskaper hvor staten er eier. Selskapene oppfattet i hovedsak dagens eierskapsforvaltning som god. Forbedringspunktene som refereres under går derfor i hovedsak på strukturelle svakheter ved den offentlige beslutningsprosessen.

Flere selskaper er opptatt av at staten må klargjøre hvilke mål den har med eierskapet i hvert selskap, og at det må være samsvar mellom dette og behandlingen av etterfølgende saker. Uforutsigbarhet og tidkrevende saksbehandling er en av hovedinnvendingene som fremkommer. Dette gjelder særlig saker som krever Stortingets samtykke, for eksempel kapitalutvidelse og større strukturelle endringer. Tidkrevende beslutningsprosesser i strukturspørsmål ses som særlig problematisk. Flere av selskapenes styreledere har overfor utvalget tatt til orde for at eierdepartementet bør få økte fullmakter for å sikre større fleksibilitet og raskere beslutninger.

Flere styreledere i heleide selskaper og statsforetak er kritiske til uforutsigbare vedtak om høyt utbytte. Det er pekt på at uforutsigbarheten i utbyttespørsmål gjør styrets strategiarbeid vanskelig.

Det ble fremholdt av flere at det statlige eierskapet er så uensartet at det er vanskelig å tenke seg noen felles mål for forvaltning og organisering. Enkelte selskaper uttrykker ønske om en styrking av eiernes ressurser til å følge opp eierskapet eller til å profesjonalisere eierfunksjonen. Flere selskaper argumenterte for fortsatt sektortilhørighet, blant annet med utgangspunkt i at det var sunt med konkurrerende eiermiljøer innen staten, og at sektorforvalteren ofte hadde best bransjekunnskap og visjoner for virksomheten.

Styrelederne var hovedsakelig negative til etablering av et forvaltningsselskap/holdingselskap. En mulig fordel som nevnes er at dersom et slikt selskap gis tilstrekkelig fullmakter, oppnås en armengdes avstand til politiske prosesser. På den negative siden fremheves at det kan bli uklare forhold mellom forvaltningsselskapet, departementet/regjeringen og Stortinget.

Flere styreledere ser klare fordeler ved delprivatisering og børsnotering. Det poengteres at staten er best som eier når den eier sammen med andre. Fra enkelte hold fremholdes det at fordelene med staten som eier i en slik sammenheng er langsiktigheten. På den annen side ser delprivatiserte og børsnoterte selskaper at det statlige eierskapet også skaper utfordringer. Det er hevdet at private medeiere i noen tilfeller vil kunne legge inn en risikopremie for at staten skal forfølge særinteresser gjennom sitt eierskap, såkalt «statsrabatt». Enkeltutspill som ikke har sammenheng med de mål staten faktisk forfølger i sitt eierskap kan bidra til dette.

Utvalget vurderer det slik at spørsmålet om en eventuell statsrabatt er omstridt. Det er også hevdet at rabatter kan ha sin årsak i at staten er en stor eier og at dette påvirker likviditeten. Dette vil også gjelde i private selskaper med store eiere. Statsrabatten kan også bli brukt som en forklaringsfaktor slik at betydningen av at selskaper eventuelt ikke er godt nok drevet, underkommuniseres. I enkelte tilfeller vil også det statlige eierskapet kunne ha positive effekter. Innenfor forsvarsindustrien og petroleumsvirksomheten vil det statlige eierskapet kunne gi troverdighet og lettere tilgang til markeder. En stor langsiktig eier som staten kan også være et viktig grunnlag for en god industriell utvikling over tid for et selskap.

Rabatter kan også ha sin årsak i Oslo Børs. En liten børs med lav likviditet kan være mindre attraktiv for finansielle investorer enn alternative markedsplasser. Måten staten oppfører seg på i aksjemarkedet kan ha betydning for hvorvidt Oslo Børs er en attraktiv markedsplass for utenlandske så vel som innenlandske investorer. En god statlig eierskapsforvaltning kan ut fra sistnevnte poeng bidra positivt også for øvrige børsnoterte selskaper.

1.5.6 Statlig eierskap i andre land – OECDs arbeid på området (kapittel 7)

Organisering og forvaltning i andre land kan gi ideer til forbedringer i Norge.

Sveriges regulering av forholdet mellom Riksdagen og regjeringen i eierskapsforvaltningen er

ganske lik Norges. En forskjell er at regjeringen har fullmakt til å selge seg ut av selskaper hvor eierandelen tilsvare halvparten av stemmene eller mindre. Denne fullmakten ble fra regjeringens side begrunnet med at i slike tilfeller var normalt ikke målet med eierskapet at selskapet skulle drive en virksomhet av statlig interesse. Som følge av at det er blitt sett på som vanskelig og tidkrevende å tilføre selskapene kapital, har man etablert en konsernkontoordning som skulle bedre kapitalstrukturen i de statlige selskapene.

Mesteparten av kompetanse og ressurser i den svenske statlige eierforvaltningen er samlet i en egen eieravdeling i det svenske næringsdepartementet. Sverige synes å ha sentralisert eierskapet i større grad enn i Norge.

Den svenske årsberetningen for selskaper med statlig eierskap er en samlet beretning for hele eierskapet, ikke bare det som ligger under det svenske næringsdepartementet. Selskapene er i årsberetningen delt inn i to kategorier, selskaper med markedsmessige krav og selskaper med særskilte samfunnsmessige interesser. Eierberetningen ses som en del av arbeidet med åpenhet i forvaltningen av eierskapet.

I Sverige har staten, i motsetning til i Norge, vanligvis en departementsansatt som ordinært styremedlem i hvert statlig selskap. Dette gjelder ikke for børsnoterte selskaper.

Finland har en inndeling mellom selskaper der staten eier mer enn 50 prosent (statsbolag) og selskaper der staten eier mindre enn 50 prosent (interessentbolag). Utgangspunktet for statsbolag er at regjeringen gis myndighet til endringer i statens eierskap i selskapene innenfor de vedtak og tilknyttede vilkår som er gitt i statsbudsjettet. Slike disposisjoner får imidlertid ikke medføre at statens eierandel synker under 2/3-flertall eller vanlig flertall, uten Riksdagens samtykke. For interessentbolag gjelder tilsvarende regler dersom eierandelen synker under 1/3. Når det gjelder salg av aksjer presiserer lovgivningen at dette skal skje til markedspris. Ved vesentlige avvik må Riksdagens samtykke innhentes.

Fullmakter som går utover nevnte rammer, innhentes for det enkelte selskap. Det har vært praksis å innhente slike fullmakter i god tid, ut fra regjeringens vurdering av hvilke fremtidige endringer i eierskapet det kan være behov for å gjøre. Formålet er å ha en beredskap som sikrer rask og fleksibel gjennomføring av ønskede eierdisposisjoner når situasjonen tilsier dette.

Ut fra sin rolle som forvalter av eierskapet, har den finske regjering gjort en prinsippbeslutning for statsbolagen. Her deles det statlige eierskapet

inn i tre grupper ut fra målet med eierskapet. En gruppe hvor selskapene har spesielle oppgaver, en gruppe som inneholder selskaper som er strategisk viktige for staten og som har stor samfunnsøkonomisk betydning, og en gruppe hvor selskapenes strategiske interesse er blitt redusert slik at de kan ses som en kapitalplassering. Ut fra denne kategoriseringen vurderes eierandeler og eierskapsstrategi.

Finland har i mindre grad enn Sverige samlet sitt eierskap i ett departement, men vurderer en ytterligere samling av selskaper som ikke har spesielle oppgaver til næringsdepartementet. Det er også i Finland praksis at ministeriet med ansvar for selskapet har direkte representasjon i selskapets styre.

Enkelte land har organisert eierskapet i enheter utenfor departementene. I *Frankrike* er det nylig blitt opprettet et direktoratslignende organ utenfor departementene som skal stå for eierskapsforvaltningen. Formålet med å opprette et slikt organ er å synliggjøre staten som aksjonær og å øke den statlige eierens autoritet. Organet skal støtte selskapene i deres strategiarbeid, kontrollere selskapenes virksomhet og promotere endringer i selskapene som en tilpasning til nye rammebetingelser. Det har også vært et mål å skille klare roller mellom statens ulike roller.

Østerrike har en lang tradisjon for forvaltning av det statlige eierskapet gjennom et holdingselskap. Selskapet er i utgangspunktet et ordinært aksjeselskap, men en del særtrekk er gitt i særlovgivning. Denne presiserer kvalifikasjonskravene til medlemmene av styret og de ansattes representasjon. Med unntak av ansattrepresentanter er styret selvrekutterende. Finansdepartementet som eier oppnevnte bare det opprinnelige styret. Når det gjelder forvaltningen gis det enkelte muligheter for kjøp av aksjer og lignende eierskapsdisposisjoner for å ivareta forretningsmessige interesser i eierskapsforvaltningen. Reglene setter grenser for endringer i eierskapet som passerer relevante flertallsgrenser i selskapslovgivningen.

OECD (Organisasjonen for økonomisk samarbeid og utvikling) har vært opptatt av de konkurransemessige utfordringer det statlige eierskapet innebærer som følge av rollekonflikter. Det ses blant annet som et problem at eierskapet av betydelige selskaper forvaltes av de samme departementene som regulerer sektoren. OECD har et pågående arbeid for å utvikle et sett av ikke bindende prinsipper og beste praksis for organisering og forvaltning av statlige eierandeler. Som del av dette arbeidet tar OECD sikte på å gi en omfattende komparativ oversikt over eierskapets omfang,

relevant lovgivning, organisering og forvaltning, samt prinsipper for forvaltningen av eierskapet. Det tas sikte på å ferdigstille arbeidet i løpet av 2005.

1.6 Utvalgets anbefalinger – målene med eierskapet (kapittel 8)

Utvalget vil anbefale at statens mål med eierskapet gjøres klarere enn det som skjer i den offentlige beslutningsprosessen i dag. At det foreligger en viss målkompleksitet, er et trekk ved det statlige eierskapet, fordi det i mange tilfeller tjener til å realisere andre politisk satte mål for samfunnsutviklingen enn bedriftsøkonomisk verdimaksimering. Dette må imidlertid ikke være til hinder for at staten klart tilkjennegir målene. En slik klargjøring er viktig av flere grunner:

- Klare mål gjør det lettere å vurdere selskaperes resultater.
- Økt kunnskap om målene vil forenkle selskaperes strategiarbeid i saker som krever den statlige eierens medvirkning.
- Statens kapital i selskapene har en alternativ anvendelse. Presis målangivelse og etterfølgende offentlige vurderinger av måloppnåelsen vil gi bedre informasjon om kostnader og gevinster med det statlige eierskapet.
- Uklarhet kan føre til at staten blir tillagt mål den ikke har i kapitalmarkedene. En klargjøring kan derfor føre til at selskapene blir mer attraktive som partnere eller for investorer.
- Utvalget anser således at en klargjøring av målene kan bidra positivt til et bedre statlig eierskap og tilrår videre oppfølging på dette grunnlag.

Utvalget ser det ikke som sin oppgave å gi noen generelle anbefalinger når det gjelder hvilke mål som best realiseres ved eierskap fremfor andre virkemidler. Hvilke ordninger som gir størst styrings-effektivitet vil være avhengig av særtrekk på det enkelte område, og bør således vurderes for hvert enkelt tilfelle. Utvalgets måldiskusjon dreier seg om mål som skal realiseres gjennom eierskapet.

Ut over målet med eierskapet i det enkelte selskap er bedrifters samfunnsansvar («corporate social responsibility») et annet hensyn av særskilt relevans i den statlige eierskapsforvaltningen. Samfunnsansvaret retter seg mot alle selskaper uavhengig av eierskap. Staten har et særskilt ansvar for å se til at selskaper med statlige eierandeler ivaretar dette arbeidet. Kjerneverdier i sam-

funnsansvaret er å verne om miljøet og sikre gode sosiale forhold, globalt så vel som lokalt. Dette er også verdier som staten ønsker å sikre gjennom regulering og annen statlig virksomhet. Staten vil kunne få svekket legitimitet, for eksempel som lovgiver og i saker som angår utenrikspolitikken, dersom staten ikke også gjennom eierrollen etterlever høye standarder.

- Utvalget mener derfor at bedrifter med statlig eierskap skal være ledende innen arbeidet med samfunnsansvar.

Staten kan ha ulike mål med sitt direkte eierskap. Ulike mål kan tilsi ulik forvaltning og organisering av eierskapet. Særlig ut fra St. meld. nr. 22 for 2001-2002 Et mindre og bedre statlig eierskap (Eierskapsmeldingen) og Innst. S nr. 264 for 2001-2002 og utvalgets mandat, har utvalget funnet grunnlag for en kategorisering av mål staten synes å ha med eierskapet.

Dette er en kategorisering av typer mål staten har med sitt eierskap. Utvalget har ikke plassert enkelte eierandeler. Kategoriseringen er ment som et hjelpemiddel for tenkningen rundt organisering og forvaltning, og som et bidrag til å klargjøre statens mål med eierskapet. Presiseringen av målene er noe som må gjøres av Storting og regjering for hvert enkelt selskap. Det er også viktig å understreke at erfaringene har vist at dette ikke vil være en presisering som er statisk. Utviklingen kan medføre at selskaperes virksomhet eller politiske vurderinger av det statlige eierskapet, endres.

For en kategori av eierandeler kan staten *ha bedriftsøkonomisk verdimaksimering som mål med eierskapet*. I likhet med eksempelvis Statens petroleumsfond og Folketrygdfondet, vil et direkte statlig eierskap med verdimaksimerende mål kunne vurderes som en hensiktsmessig kapitalplassering. Utvalget ser da bort fra problemstillinger knyttet til hvordan et stort direkte statlig eierskap kan påvirke økonomiens funksjonsmåte. Krav til en god industriell utvikling for selskapene står etter utvalgets oppfatning ikke i motstrid til det verdimaksimerende målet, men er en forutsetning for verdimaksimering. En god industriell utvikling innebærer at selskapet over tid skal være i stand til å utnytte, og faktisk utnytte, verdiskapende muligheter, også i form av oppkjøp, fusjoner eller annen industriell restrukturering.

For en annen kategori eierandeler er begrunnelsen, i tillegg til bedriftsøkonomisk verdimaksimering, at eierskapet bidrar til en *nasjonal forankring av virksomheten*. Statens eierskap i denne kategorien er rent forretningsmessig motivert, med den tilleggsdimensjonen at det sikrer en norsk for-

ankring av selskapets hovedkontor, eventuelt også norskbasert styre og ledelse. En slik strategi skal sikre at investeringsmulighetene ivaretas nasjonalt med positive effekter for næringsutviklingen, uten å legge begrensninger på utenlandsengasjementene. Det blir opp til den øvrige næringspolitikken å sikre at nasjonale rammebetingelser er gode nok til at det blir attraktivt å investere nasjonalt. Utvalget ser således gode grunner for at staten bruker sitt eierskap til å sikre nasjonal forankring og fortsatt hovedkontorer for sentrale virksomheter i Norge.

Det er imidlertid viktig at staten er innforstått med den dynamikken som et eierskap i internasjonalt orienterte, børsnoterte selskaper innebærer. Nasjonal forankring må i gitte situasjoner avveies i forhold til verdimaksimering og en god industriell utvikling for enkeltelskaper. I børsnoterte selskaper hvor staten selv er eier, er det også viktig at staten utøver sitt eierskap innenfor de likebehandlingsregler som gjelder.

En tredje kategori eierandeler er de hvor det statlige eierskapet skal bidra til å realisere *spesifikt definerte mål*, i tillegg til bedriftsøkonomisk verdimaksimering. Spesifikt definerte mål kan være av ulik karakter. Ut fra statens mål med eierskapet kan det stilles krav til virkefelt, produkter, tilgjengelighet, kvalitet, med mer. Svakheter ved kapitalmarkedet kan også føre til at prosjekter som er gunstige fra bedriftsøkonomiske så vel som samfunnsøkonomiske kriterier, ikke blir realisert. Slik svikt kan tale for fortsatt statlig engasjement ved igangsettelse av ny virksomhet, og kan karakteriseres som et næringspolitisk spesifikt definert mål. Senere kan slike engasjementer utvikles på rent forretningsmessig grunnlag. I andre tilfeller vil realiseringen av spesifikke mål stride mot et bedriftsøkonomisk verdimaksimerende formål.

En siste gruppe selskaper, som faller utenfor utvalgets mandat, er selskaper der eierskapet hovedsakelig har *andre mål enn bedriftsøkonomisk verdimaksimering*. Dette er selskaper som primært er sektorpolitiske virkemidler. En del av utvalgets argumentasjon har relevans for disse. På denne bakgrunn vil utvalget også komme med noen betraktninger vedrørende organisering og forvaltning for denne gruppen av selskaper.

1.7 Utvalgets anbefalinger – forbedringer ved departementseierskap (kapittel 9)

Utvalget har delt sine vurderinger av organisering og forvaltning i to. Her redegjøres det for forbedringer når eierskapet forvaltes av staten ved et departement. I neste delkapittel diskuteres eierskapsforvaltning utenfor departementene. Konkretiseringen av statens mål med eierskapet vil være den samme enten eierskapet forvaltes gjennom et departement eller utenfor departementene.

Vurderingene er nyanserte ut fra at staten kan ha ulike mål med eierskapet. Utvalgets målkategorisering er brukt som grunnlag for disse nyanseringene. Sentrale endringsforslag i det følgende er:

- Innføring av aksjelovens normalordning for utbytte også i heleide selskaper
- Økte fullmakter fra Stortinget til ansvarlig statsråd
- Vurdering av mål og måloppnåelse på helhetlig basis i Stortinget
- Innføring av årlige eierberetninger for hele det statlige eierskapet

1.7.1 Konkretisering av statens mål med eierskapet

Utvalgets mandat omfatter selskaper som er hovedsakelig forretningsmessig orienterte. Staten som eier bør ha en oppfatning av hvilke forventninger dette gir grunnlag for å ha på porteføljenivå, det vil si for en gruppe selskaper, og på selskapsnivå.

På porteføljenivå innebærer en verdimaksimerende målsetning et krav om at verdiene på statens hånd vokser mest mulig, hensyntatt risikoprofilen. Staten vil være tjent med mål som indikerer hvor stor verdiveksten bør være for at staten skal være fornøyd med eierskapet som kapitalplassering. Siden det direkte eierskapet er langsiktig, vil det være utviklingen over tid som er relevant. Under beskrivelsen av den rent verdimaksimerende målkategorien, viste utvalget til at direkte eierskap kunne være et hensiktsmessig plasseringsalternativ for staten. En mulig løsning ville således være å anvende forventet avkastning for Statens petroleumsfonds aksjeportefølje, et relevant plasseringsalternativ, som sammenligningsgrunnlag.

Vurderingen over kan stille seg annerledes der eierskapet også er begrunnet i et mål om nasjonal forankring. Et slikt mål innebærer en bevisst satsning på sektorer der Norge har særlige forutsetninger, ut fra ringvirkninger dette medfører for

industrien eller næringslivet i videre forstand. Det kan derfor argumenteres for at avkastningsmålene på porteføljenivå tilpasses de bransjeskjevheter som nasjonale særtrekk medfører. En sammenligning av verdiveksten i forhold til internasjonale næringssektorvektede aksjeporteføljer vil være mest velegnet. Vektene vil da reflektere sektorfordelingen i statens portefølje.

- Dersom det er aktuelt å vurdere avkastningen for grupper av selskaper, vil utvalget anbefale at avkastningen på porteføljenivå sammenlignes med Statens petroleumsfonds aksjeportefølje for eierandeler med rent verdimaksimerende mål. Der nasjonal forankring av virksomheten er et tilleggsmål, vil sammenligning med sektorvektede internasjonale indekser være et mulig alternativ.

Avkastningsmålene for de enkelte selskaper bør fastsettes ut fra selskapsspesifikke forhold. Et utgangspunkt kan være en fastsettelse av avkastningsmål ut fra kapitalverdimodellen. Til grunn i denne modellen ligger risikofri rente. Siden direkte eierskap påfører staten en risiko, legges det til en risikopremie ut fra egenskaper ved selskapet. Det vil her kunne være tilstrekkelig med en grovsortering, mer fingraderte avkastningskrav vil kunne gi et feil bilde av hvor eksakt det er mulig å kalkulere relevant risiko. I børsnoterte selskaper kan en bransjespesifikk indeks være et vel så relevant mål som et avkastningskrav ut fra kapitalverdimodellen. Børsnoterte selskaper legger dessuten selv frem mål som blir vurdert av analytikere og andre aktører i kapitalmarkedet. Børsnotering gir løpende markedsmessig vurdering av virksomheten.

Det bør ikke gjøres noen tilpasning av avkastningsmålene ut fra eventuelle mål om nasjonal forankring. Selskapene bør verken belastes eller tilgodeses som følge av eierens investeringsvalg. Samme prinsipp bør legges til grunn for selskaper der spesifikt definerte mål skal ivaretas gjennom eierskapet. Her vil avvik fra forretningsmessige avkastningskrav basert på en kapitalverdimodell kunne synliggjøre kostnader med spesifikt definerte mål. Dette kan gi grunnlag for en vurdering av om realisering av spesifikt definerte mål forsvarer kostnaden eventuell mindre avkastning medfører.

- Utvalget vil foreslå at det etableres avkastningsmål på selskapsnivå basert på risikofri rente og selskapsspesifikk risiko. Dette gir et uttrykk for kapitalens alternativkostnad. For børsnoterte selskaper vil bransjespesifikke indekser være mer relevante mål. For selskaper hvor det foreligger spesifikt definerte mål, vil

fortolkningen av målrealiseringen måtte skje i lys av disse.

Generelle avkastningsmål er gode og enkle utgangspunkt for vurderingen av selskapenes resultater. Det er avkastningen i forhold til kravet over tid som er mest interessant, ikke kortsiktige svingninger. Målet om å sikre en god industriell utvikling tilsier et separat og mer løpende fokus på et selskaps lønnsomhet og vekstmuligheter. For utviklingen av slike mål vil en mer inngående sammenligning av selskapenes lønnsomhet og strategiske situasjon i forhold til andre selskaper være hensiktsmessig.

En vurdering av selskapets prestasjoner på bedriftsøkonomiske premisser bør som nevnt også være et utgangspunkt for selskaper med spesifikt definerte mål. Et slikt utgangspunkt vil imidlertid ikke gi et svar på om eventuelle dårlige prestasjoner i bedriftsøkonomisk forstand skyldes selskapets ledelse, eller kostnader ved spesifikke mål. Kun der det ikke er mulig å skille ut ressursbruk og grad av måloppnåelse for spesifikt definerte mål, bør en nøye seg med å bruke avvik fra verdimaksimerende mål som en synliggjøring av kostnadene.

1.7.2 Organisering av eierskapet

Utvalget ser at målene ut fra Eierrollen kan være problematiske ut fra omfanget på statens eierskap og Eierrollen i forhold til andre statlige roller. I selskaper som konkurrerer på samme marked vil staten som eier kunne tjene på en samordning som reduserer konkurransen. Tilsvarende problemstillinger kan oppstå der staten eier selskaper som kjøper varer og tjenester fra hverandre. Det synes ikke å ha vært praksis å samordne det statlige eierskapet i konkurrerende selskaper, verken for selskaper som er organisert innen samme departement eller mellom departementer. En slik praksis er et viktig bidrag til at statens eierskap ikke får negative konkurransevirkninger, men kan eventuelt også være til hinder for å realisere strukturelle løsninger som er industrielt gode. En samling av eierskapet i konkurrerende selskaper til ett departement kan imidlertid skape inntrykk av at staten samordner eierskapet.

Omfanget av statens eierskap gjør det viktig at beslutninger ikke fattes på en måte som påfører staten unødig økonomisk risiko. Gale beslutninger påvirker ikke bare statens avkastning og selskapenes industrielle utvikling, men kan også ha skadevirkninger for samfunnet for øvrig. Risikoen kan reduseres ved at saksbehandlingsprosedyrene er

gode. I forhold til Stortinget er det av betydning at bindende vedtak først fattes etter at sakene har vært behandlet på forsvarlig grunnlag. I forvaltningen kan flere Eiermiljøer bidra til å kvalitetssikre hverandres beslutninger. Et spredt organisert statlig eierskap reduserer også risikoen for at gale beslutninger får stort virkningsfelt ved at de vil angå færre selskaper. Isolert sett kan konkurransehensyn og hensynet til forsvarlig håndtering av risikoen et stort direkte eierskap medfører, tale for flere Eiermiljøer.

Det har vært lagt stor vekt på å skille Eierrollen fra andre statlige roller, ikke minst gjennom at den forretningsmessige delen av eierskapet i større utstrekning flyttes over til Nærings- og handelsdepartementet. Ved et departementseie vil rollene like fullt møtes i regjeringen i saker som er av en slik betydning at de behandles der. En regjeringsbehandling vil ha sin basis i en bred faglig og demokratisk fundert avveining mellom de hensyn som gjør seg gjeldende i saken. Dagens løsning representerer således ikke en fullgod løsning på rollekonflikten, men er en forbedring i forhold til tidligere forankring av eierskapet hos sektormyndigheten. Utvalget anser også at arbeidet som er blitt gjort for å skille rollene ved å legge eierskapet til ett departement har bidratt til økt bevissthet om denne problemstillingen.

Selskaper med utelukkende et verdimaksimerende formål har ut fra utvalgets definisjon, ikke en rolle som virkemiddel i sektorpolitikken. Hensynet til helhetlig sektorforvaltning er derfor ikke et argument for at de skal ligge under sektormyndigheten. Der hvor spesifikt definerte mål skal ivaretas gjennom eierskapet, er selskapene i hvert fall dels sektorpolitiske virkemidler. I utgangspunktet vil det være departementet som er ansvarlig sektormyndighet for det aktuelle spesifikke målet som er best egnet til å vurdere måloppnåelsen og handle gjennom eierskapet for å forbedre denne. Dette sikrer også helhetlig sektorforvaltning, men kan innebære at samme departementet er eier og regulator. En spesialisering til ett Eiermiljø bidrar til et klarere skille mellom regulatorrollen og Eierrollen som kan være hensiktsmessig i tilfeller der det aktuelle selskapet er konkurranseutsatt.

Rendyrking av roller ved overføring av selskaper fra sektormyndigheten til et eget eierskapsorgan kan ha kompetansekostnader ved at relevant bransjekompetanse hos sektormyndigheten ikke utnyttes i eierskapsutøvelsen. En slik bransjekompetanse kan være en forutsetning for et aktivt industrielt eierskap. En spesialisering i egne eierskapsorganer gir imidlertid bedre vilkår for å bygge opp kompetanse i håndteringen av eierskaps-

ker som er felles for selskaper uavhengig av bransje, for eksempel formelle og finansielle sider ved eierskapsforvaltningen. Der hvor staten har spesifikt definerte mål med eierskapet, vil normalt ansvarlig sektormyndighet ha best kompetanse til å vurdere realiseringen av disse. Det er således ikke entydig hvilken løsning som gir staten som eier det beste beslutningsgrunnlaget.

Valget mellom en sektorløsning eller en samling av eierskapet i ett departement er således en sammensatt vurdering. Det bør tas hensyn til vel fungerende markeder, statlig risikohåndtering, forsvarlig rollehåndtering, samt ivaretagelsen av bransjekompetanse og generell Eierkompetanse. Forekomsten av spesifikt definerte mål vil være et hensyn som kan tale for at eierskapet forblir hos vedkommende sektordepartement. Utvalget mener at den utviklingen som har funnet sted i hovedtrekk har vært riktig. En samling av eierskapet har styrket den generelle forretningsmessige kompetanse som ligger til grunn for eierskapsutøvelsen og bedret statens rollehåndtering.

- Utvalget anser at det i vurderingene av fremtidige overføringer bør ligge en slik sammensatt vurdering som skissert over til grunn.

Utvalget legger til grunn at flere departementer har en Eierrolle og kommer til å ha det i fremtiden. Det er derfor viktig med et samarbeide i eierskaps-spørsmål slik at departementsfelleskapets Eierkompetanse, og ikke bare det enkelte departements kompetanse, utnyttes best mulig. Et slikt samarbeid bør også ta sikte på å utvikle hensiktsmessige kriterier for utøvelsen av eierskapet. I denne sammenheng er det grunn til å understreke betydningen av et effektivt eierskap, og at negative prosesser rundt overføring av eierskap mellom departementer kan være uheldige.

- Utvalget vil anbefale at det opprettes organisatoriske løsninger som sikrer bedre utnyttelse av kompetanse og samordning på tvers av departementsgrensene.

1.7.3 Utøvelsen av Eierrollen

Forbedret målrealisering gjennom utøvelse av Eierrollen er av stor betydning for det direkte statlige eierskapet. I kraft av heleie eller dominerende Eierandeler har staten avgjørende innflytelse på valg av styre, større investeringer, oppkjøp/fusjoner eller restrukturering, innskudd av ny kapital, utbyttepolitikk og soliditet. De videre vurderingene tar utgangspunkt i en situasjon der statens eneste mål er verdimaksimering og nyanserer i forhold til andre mål.

En viktig del av eierrollen er å arbeide for en best mulig sammensetning av selskapets styrende organer. Utvalget har mottatt enkelte innspill som tyder på at utvelgelsesprosessen i flere tilfeller er noe utilstrekkelig. Utvalget vil presisere at dette først og fremst synes å gjelde heleide selskaper. Innenfor en departementsorganisering, under statsrådenes ledelse, synes det viktigste bidraget til en bedre prosess å være en forbedring av de interne prosedyrene knyttet til styreutvelgelse og evaluering av denne. Det bør utarbeides klare retningslinjer ut fra målet med eierskapet i selskapet og styresammensetningen bør vurderes ut fra dette. Ved utvelgelse av nye medlemmer bør departementet gjennomføre mer omfattende leteprosesser for å identifisere aktuelle styrekandidater og sikre større mangfold i styresammensetningen.

Et annet virkemiddel for å realisere målet vil kunne være at en mer aktiv forvaltningsstrategi vurderes i den forstand at staten selv tar styreverv, initierer strategiske beslutninger eller foretar andre inngrep i forvaltningen av selskapet ved bruk av eierskapet. Utvalget fremmer ingen konkrete forslag om endringer på dette området, men konstaterer at forvaltningen i de senere årene synes å ha dreid mot en noe mer aktiv eierrolle der situasjonen vurderes å tilsi dette. Hensyntatt andre aksjonærs rettigheter og stilling, ser utvalget at dette har vært en riktig utvikling. En slik strategisk involvering, er noe ganske annet enn økt løpende statlig styring i saker som angår forvaltningen av selskapet.

Utvalget har vurdert endringer i dagens praksis med at embeds- eller tjenestemenn som behandler saker av vesentlig betydning for selskapet eller vedkommende bransje, ikke skal være medlemmer av selskapets styrende organer. Styremedlemskap ville gitt økt innflytelse i selskapet, men krever også betydelig kompetanse. Utvalget legger avgjørende vekt på at en statlig styrerepresentasjon vil gi statsråden økt ansvar for selskapets forretningsmessige disposisjoner. Risikoen i forretningsmessig virksomhet og et mer direkte ansvar for statsråden vil måtte forventes å føre til en sterkere statlig kontroll med selskapene som neppe vil være hensiktsmessig ut fra en verdimaksimerende målsetning. Utvalget har kommet til at dagens norske praksis bør videreføres. En videreføring av dagens praksis gjør det imidlertid viktig for den statlige eieren å sikre seg tilstrekkelig informasjon om virksomheten og å vurdere om styret bidrar til å ivareta statens mål.

Statens utbyttepolitikk og -vedtak vil påvirke selskapenes kapitaltilgang. Statens utbyttevedtak i heleide selskap er blitt kritisert for å være for høye og uforutsigbare. Dette har sammenheng med reg-

lene for statsaksjeselskaper og statsforetak som gir generalforsamlingen/foretaksmøtet avgjørende myndighet når det gjelder utbytte. Reglene medfører at utbyttet i praksis fastsettes under behandlingen av statsbudsjettet, der det ses i sammenheng med finansiering av offentlige utgifter. Selv om spørsmål om utbyttepolitikk er komplekse og må ses i sammenheng med selskapets øvrige finansierings- og vekstmuligheter, er det ikke vanskelig å se at slike utbyttevedtak fra eieren er problematiske ut fra en verdimaksimerende målsetning. Uforutsigbar utbyttepolitikk gjør strategisk planlegging vanskelig og reduserer oversikten over selskapets finansielle handlingsrom. Dagens regelverk og praksis for heleide selskaper bidrar således negativt til en verdimaksimerende målsetning. I deleide selskaper kan det ikke utdeles høyere utbytte enn styret har foreslått eller godtar. Staten fremmer sine forventninger overfor selskapet på lik linje med andre aksjonærer. Det er opp til styret å veie disse forventninger opp mot selskapets finansielle situasjon.

I denne sammenheng er det også viktig å understreke at både statsforetak og statsaksjeselskaper kan gå konkurs uten at staten står ansvarlig med mer enn innskutt kapital. Hensynet til kreditorene er et argument for at staten ikke skal overstyre styrets vurdering når det gjelder utbytteutbetalinger. Dagens regelverk kan skape usikkerhet hos selskapenes kreditorer og ha negativ innflytelse på selskapenes lånevilkår.

Begrunnelsen for særreglene for statsaksjeselskap og statsforetak har vært at det er særskilte hensyn knyttet til styring og kontroll når staten eier. Utvalget mener at dette hensynet ikke forsvarer en opprettholdelse av bestemmelsene. Eieren vil ved en eventuell uenighet om utbytteforhold, som i andre saker, kunne foreta styreendringer.

– Utvalget vil anbefale at aksjelovens normalregler for utbyttebeslutninger også anvendes for statsaksjeselskaper og statsforetak.

Kapitaltilførsel eller endringer i eierandeler synes særlig utfordrende i selskaper der staten er involvert på eiersiden. Statens handlemåte kan ha stor betydning for selskapers industrielle utvikling. Utfordringene går i to retninger. En stat med «stort hjerte og dype lommer» vil kunne bidra til lav avkastning og ulønnsomme investeringer. Dette har i manges øyne vært svakheten ved staten som eier tradisjonelt. En annen utfordring er at staten gjennom sitt eierskap kan hindre verdiskapende vekst gjennom å blokkere for tilførsel av kapital som er forretningsmessig ønskelig. Potensialet for dette er særlig stort i heleide selskaper der høye utbyt-

teutbetalinger hindrer egenfinansiert vekst, samtidig som kapitaltilskudd fra staten, eventuelt andre eiere gjennom delprivatiseringer, synes vanskelig gjennomførbare som følge av at politiske prosesser medfører uenighet og tar tid.

Når den statlige beslutningsprosessen i slike saker hevdes å ta urimelig lang tid og være uforutsigbar ut fra et forretningsmessig perspektiv, må dette forstås på bakgrunn av at beslutningene skal behandles på flere nivåer og medfører vanskelige politiske vurderinger knyttet til statlig eierskap. Departementale konsultasjonsprosesser, regjeringsbehandling, i tillegg til stortingsbehandling, er mindre formålstjenlige dersom det politisk fastsatte målet med eierskapet er verdimaksimering.

Saksgangen mellom regjering og Storting er av stor betydning som følge av Stortingets sentrale rolle som bevilgende myndighet og reglene som gir Stortinget innflytelse ved endringer av det statlige eierskapet. Avgivelse av fullmakter med tilhørende bevilgningsvedtak fra Stortinget til ansvarlig statsråd er et virkemiddel for å redusere saksbehandlingstiden og for at beslutningene skal skje ut fra en forretningsmessig logikk. Det bør imidlertid være en avgjørende betingelse for bruk av fullmaktene at de får anvendelse i situasjoner der hensynet til selskapets finansielle og industrielle situasjon, ut fra en forretningsmessig vurdering, tilsier det. Utvalget vil ved sin rapporteringsløsning skissere ordninger som bidrar til Stortingets kontroll med at eierskapet forvaltes på forretningsmessig basis.

- Utvalget anbefaler at det etableres en fullmaktstruktur der ansvarlig statsråd har fullmakter til å gjennomføre endringer i eierandeler og /eller tilføre kapital. Fullmaktene vil kun få anvendelse der hensynet til selskapets finansielle og industrielle situasjon, ut fra en forretningsmessig vurdering, tilsier det.

Dette vil innebære en vesentlig utvidelse av fullmaktsbruken i forhold til dagens praksis. I den grad endringer i eierskapet er drevet av at det skal bli større eller mindre, er det naturlig med en avklaring i Stortinget som i dag.

Der statens eierskap også er begrunnet ut fra andre mål enn verdimaksimering, vurderer utvalget situasjonen noe annerledes. Der hvor nasjonal forankring er et tilleggsmål, viser erfaringene fra politisk debatt at det kan være ulike syn på hvor stor statlig eierandel det er behov for. Det er derfor i de fleste tilfelle neppe aktuelt å gi fullmakt til å passere de relevante flertallsgrensene i aksjelovgivningen uten at saken stortingsbehandles. I intervallene mellom disse grensene bør det imidler-

tid kunne etableres fullmaktskorridorer. Det vil si fullmakter til å redusere eller øke eierandelene eller delta i kapitalutvidelser etter nærmere bestemmelser, dersom dette er hensiktsmessig for det verdimaksimerende målet og selskapets industrielle utvikling.

- Utvalget anbefaler således å utvide bruken av fullmaktene også for eierandeler hvor det er mål om nasjonal forankring. Det bør kunne utarbeides fullmaktskorridorer innenfor de aktuelle flertallsgrensene i selskapslovgivningen.

Beslutninger som krever vedtektsendringer, som for eksempel fusjon, må legges frem for generalforsamlingen. Slike saker vil derfor av eieren kunne vurderes i sammenheng med målet om nasjonal forankring. Flere slike saker av strukturell karakter kan være vanskelig å forutse i et fullmaktsystem. Det vil i så fall være naturlig med en stortingsbehandling som i dag. Slik stortingsbehandling vil også gi anledning til ny vurdering av målene med eierskapet.

Utvalget har lagt til grunn at selskapene i denne kategorien skal utvikle seg på fullt ut forretningsmessig grunnlag, gitt en forankring av hovedkontoret i Norge. Selskapenes kjøp og salg eller opprettelse og nedleggelse av virksomheter innenlands og utenlands forutsettes således gjort på forretningsmessig basis av selskapene. Det statlige engasjementet i slike saker vil primært være knyttet til selskapenes nasjonale rammebetingelser.

Der hvor spesifikt definerte mål ligger til grunn for eierskapet, vil kapitaltilførsel og andre endringer i eierskapet kunne bero på komplekse avveininger mellom bedriftsøkonomiske og spesifikt definerte mål. Utvalget anser at slike avveininger mellom potensielt motstridende hensyn, prinsipielt sett hører hjemme på politisk nivå. Utvalget vil på denne bakgrunn ikke foreslå endrede fullmaktsordninger for denne gruppen av eierandeler på generell basis. Dette må vurderes fra selskap til selskap. Dersom spesifikt definerte mål realiseres ved at virksomheten driver på forretningsmessig basis innenfor en bestemt sektor uten at det legges øvrige begrensninger på virksomheten, er situasjonen er relativt lik der hvor staten har mål om nasjonal forankring. Dette kan tilsi fullmaktskorridorer også i slike tilfeller.

I forbindelse med endringer i statens eierskap, vil utvalget fremheve at bruk av eierskapet til å realisere spesifikt definerte mål der disse går på bekostning av bedriftsøkonomisk verdimaksimering, vil være kontroversiell overfor private eiere. Der staten har slike mål med eierskapet kan det være hensiktsmessig med heleie.

1.7.4 Stortingets og regjeringens styring og kontroll

Stortingets styring med eierskapet har sin basis i bevilgningsmyndigheten og i at saker som medfører endringer i statens eierskap i stor utstrekning skal stortingsbehandles. Stortingets styring er i stor grad basert på behandling av enkeltsaker knyttet til forvaltningen av hvert enkelt selskap, og i mindre grad overordnede strategiske linjer for det statlige eierskapet. Det kan være grunn til å stille spørsmål om en slik sak-til-sak behandling er den mest hensiktsmessige for eierandeler med et avklart og rent verdimaksimerende mål.

Utvalget argumenterte derfor for en utstrakt bruk av fullmakter for slike eierandeler. For eierandeler hvor nasjonal forankring er et mål, argumenterte utvalget for noe reduserte fullmakter i form av fullmaktskorridorer. Dette gir Stortinget bedre styring med eierskapet og er begrunnet i at det vil kunne være uklart hvilke eierandeler og holdninger til andre strategiske endringer det verdimaksimerende målet vurdert sammen med målet om nasjonal forankring tilsier. Der det foreligger spesifikt definerte mål, tar utvalget ikke til orde for endringer som påvirker Stortingets og regjeringens styring og kontroll.

Utvalgets forslag om et beslutningssystem basert på at ansvarlig statsråd i økende grad gis fullmakter fra Stortinget reduserer antallet eierskapsaker som stortingsbehandles. Stortingets styring kan ivaretas ved at det legges opp til at Stortinget i større grad enn i dag tar overordnede beslutninger om målet med eierskapet på grunnlag av en bred og langsiktig vurdering. Det er også i denne sammenheng at de nødvendige fullmakts- og bevilgningsvedtak bør fattes. Stortinget har også parlamentarisk kontroll og instruksjonsmyndighet, jamfør også Grunnlovens §19, slik at muligheten for å gripe inn i ekstraordinære tilfeller består.

I forbindelse med etablering av mål med eierskapet i det enkelte selskap og tilhørende fullmakter og bevilgningsvedtak, bør beslutningsgrunnlaget inkludere en systematisk sammenligning av verdiveksten til selskapene med avkastningsmålene. En slik vurdering gir anledning til en bred diskusjon av det statlige eierskapet. Dette vil kunne være en arbeidskrevende prosess, både når det gjelder de analyser som må gjøres og beslutningene som skal tas. Av hensyn til de involverte verdiene og mulige justeringer av mål og fullmakter bør imidlertid slike vurderinger gjøres med jevne mellomrom, for eksempel hvert fjerde år.

– Utvalget anbefaler at det legges opp til at Stortinget med jevne mellomrom tar stilling til mål

og grad av måloppnåelse på helhetlig grunnlag for statens eierskap. I denne sammenheng bør de nødvendige fullmakter gis.

Utover en slik vurdering av mer omfattende karakter, bør det utgis årlige eierberetninger. Nærings- og handelsdepartementet gjør dette for sitt eierskap.

En slik årlig rapportering kan omfatte en vurdering av verdivekst sammenlignet med relevante mål på porteføljenivå og selskapsnivå. Det vil kunne være arbeidskrevende med årlige verdivurderinger av ikke-børsnoterte selskaper. Hovedtyngden i den årlige rapporteringen bør derfor fokusere på den interne lønnsomheten og regnskapsmessige verdiskapningen for slike selskaper. Dette bør vurderes i forhold til eierens avkastningskrav basert på risikofri rente, tillagt en omtrentlig risikopremie. Slike mål vil primært synliggjøre kapitalgevinster eller -kostnader. Internt vil eieren arbeide ut fra andre og mer presise mål for selskapets verdivekst. For børsnoterte selskaper vil det kunne virke kunstig med avkastningsmål basert på en kapitalverdimodell. For slike selskaper vil en synliggjøring av selskapenes verdivekst i forhold til relevante internasjonale bransjeindekser være bedre egnet til å gi et inntrykk av selskapets resultater.

Slik rapportering bør også gjøres for eierandeler som er begrunnet ut fra et mål om nasjonal forankring. Utvalget antar at myndighetene på andre måter vil vurdere selskapenes betydning for næringsutviklingen. For eksempel inneholder St.meld. nr. 38 for 2001-2002 Om olje- og gassvirksomheten enkelte slike betraktninger om betydningen av statens eierskap for næringen. For eierandeler med spesifikt definerte mål bør det, i tillegg til bedriftsøkonomisk rapportering, legges vekt på å synliggjøre realiseringen av og kostnader knyttet til slike mål. Rapportering av eventuelle avvik fra avkastningskrav basert på en kapitalverdimodell vil kunne bidra til en slik synliggjøring. På denne måten kan rapportering bidra til en mer opplyst diskusjon om verdien av de spesifikke målene i forhold til kostnadene.

Selskaper som hovedsakelig har andre mål enn bedriftsøkonomisk verdimaksimering, ligger utenfor utvalgets mandat å vurdere. Utvalget har imidlertid merket seg at den svenske modellen for eierskapsrapportering også inkluderer slike selskaper, markert ved et klart skille mellom denne typen virksomheter og de som er hovedsakelig forretningsmessig orientert. En samlet fremstilling gir god oversikt over det statlige eierskapet og bidrar til en forbedret offentlig innsikt og demokratisk kontroll med måten verdiene forvaltes på.

- Utvalget vil derfor anbefale at det utgis årlige eierberetninger som omfatter hele det statlige eierskapet.

1.8 Utvalgets anbefalinger - Organisering av eierskapet i holdingselskap (kapittel 10)

Utvalgets anbefalinger vedrørende konkretisering av mål og rapportering av resultater vil være de samme ved en holdingselskapsorganisering som ved en departementsorganisering. Det vil være departementene som eier holdingselskap som følger opp holdingselskapets resultater gjennom eierrollen.

Utvalgets forslag til holdingselskap innebærer at de statlige aksjene overføres til et statsaksjeselskap. Holdingselskap vil etablere klarere skiller mellom eierrollen og andre roller. Det kan styrke eierkompetansen og gi større fleksibilitet når det gjelder kapitaltilførsel eller andre endringer i eierskapet. Det eller de må imidlertid ha en betydelig grad av selvstendighet for å kunne fungere etter hensikten.

Etableringen av holdingselskap innebærer at Stortinget og regjering i vesentlig mindre grad enn i dag rutinemessig deltar i beslutningsprosessen vedrørende det enkelte selskap. Styringen og kontrollen vil fokuseres rundt verdimaksimeringen i holdingselskapet/ene og omfanget av eierskapet, ikke til beslutninger vedrørende enkelte tilknyttede selskap. Der eierskapet har et rent verdimaksimerende mål må det antas at behovet for styring og kontroll utover den finansielle dimensjonen er lavt og ivaretas på en tilfredsstillende måte gjennom en holdingselskapsorganisering.

Utvalget vil i utgangspunktet anbefale at man vurderer en slik organisering for eierandeler med rent verdimaksimerende mål. Viktige forutsetninger for en slik anbefaling er at Stortinget gir det nødvendige handlingsrom, og at holdingselskapet etableres etter de prinsipper for saksbehandling som utvalget har skissert. Det må også utvises forsiktighet når det gjelder omfang og utvalg av selskaper av hensyn til statlig risikohåndtering og konkurransemessige aspekter.

For eierandeler hvor nasjonal forankring er et tilleggs mål, kan situasjonen stille seg annerledes. Også for disse selskapene vil eierskap gjennom holdingselskap kunne være fordelaktig ut fra rolleproblematikk, kompetansekrav til eierutøvelsen og utøvelse av eierrollen ut fra et rent verdimaksimerende formål. Det er dette formålet som vil ligge til grunn for den rutinemessige forvaltningen av

slike eierandeler. Egnetheten av holdingselskapsorganisering vil imidlertid også avhenge av om holdingselskapet kan fatte de nødvendige beslutninger om kapitaltilførsel og endringer i det statlige eierskapet på selvstendig grunnlag.

Utvalget har, ved et departementseierskap for slike eierandeler, argumentert for at det burde kunne gis fullmakter til å variere eierandelene innenfor grensene i aksjelovgivningen og til å bidra med kapital i tilfeller der dette er hensiktsmessig. Et slikt mandat kan også gis til holdingselskap. Den nasjonale forankringen ivaretas hovedsakelig gjennom at staten som eier sikrer norsk lokalisering av hovedkontoret. Samtidig fremhevet utvalget over at enkelte avgjørelser knyttet til hovedkontor og nasjonal forankring vil være av en slik betydning at de bør undergis en bredere politisk behandling.

Dersom saker som berører nasjonal forankring uansett i stor grad må behandles i departementene, regjering og Storting, vil en plassering av eierskapet i holdingselskap kunne bidra til tyngre saksbehandlingsprosesser, og at de eide selskapene i mindre grad forholder seg til holdingselskapet som den reelle eier. Dette spørsmålet må finne en løsning for ikke å føre til ubalanse i den forstand at det ikke er sammenheng mellom holdingselskapets ansvar for eierskapsutøvelsen i selskapet, selskapets resultater og holdingselskapets innflytelse i det eide selskapet.

En annen innvending mot å legge slike eierandeler til holdingselskap knytter seg til omfanget av eierskapet. Eierandeler med et slikt mål vil særlig bestå av selskaper med stor betydning for norsk økonomi. Det ville etter utvalgets syn være særlig betenkelig hvis samtlige selskaper av denne størrelsen forvaltes fra et og samme holdingselskap. Dette ville medføre en sterk konsentrasjon av økonomisk makt til ett miljø og de konkurransemessige innvendingene mot en slik organisering vil være tungtveiende. Selv om staten sikrer god styring og kontroll med holdingselskapet, vil makten uunngåelig bli underlagt en svakere demokratisk kontroll enn med en departementsorganisering av eierskapet. Slike betenkeligheter gjør seg også gjeldende dersom enkelte selskaper av denne typen legges inn under holdingselskap.

Utvalget vil på grunn av sakene som bør til politisk behandling og problemer knyttet til uheldig konsentrasjon av økonomisk makt, i utgangspunktet ikke foreslå at eierandeler hvor nasjonal forankring er en del av statens mål, legges inn i et eller flere holdingselskaper.

Der hvor eierskapet er begrunnet i spesifikt definerte mål, gjør en tilsvarende vurdering seg

gjeldende. Ut fra demokratiske kontrollhensyn og de krav til avveininger mellom motstridende hensyn som kan ligge i eierrollen, synes holdingselskap som mer problematisk for slike eierandeler, enn for eierandeler med et rent verdimaksimerende formål.

Om det skulle være ønskelig å bruke holdingselskap for å videreutvikle verdiskapingen innen næringer hvor staten sitter med store eierandeler i flere selskaper, vil dette også kunne omfatte selskaper med nasjonal forankring eller spesifikt definerte mål. Bransjevise, statlige holdingselskap med et slikt utgangspunkt vil kunne være en fremmedartet konstruksjon i det internasjonale kapitalmarkedet. Utvalget anser det derfor ikke som tilrådelig å legge internasjonalt orienterte og børsnoterte selskaper inn i holdingselskap av denne typen. Dersom staten ønsker å samordne sin satsning på områder der staten er heleier i selskaper innenfor samme sektor, er det i prinsippet mulig å vurdere en slik holdingselskapsmodell. Vurderingene knyttet til etablering av slike selskaper innebærer vanskelige prinsipielle avveininger mellom fordelene en slik organisering kan innebære for nasjonal industriell utvikling og ulemper i forhold til konkurransemessige hensyn. Dette, samt mer komplekse mål enn verdimaksimering, vil kunne tilsi andre styringsformer enn de utvalget har vurdert. Utvalget har derfor ikke tatt stilling til en slik bruk av holdingselskaper.

Ut fra vurderingene overfor, blir et sentralt spørsmål om statens eierskap er av en slik karakter at eierandeler bør organiseres inn i et eller flere holdingselskaper. Utvalget har sett det som en oppgave for regjering og Storting å vurdere målene med eierskapet. Holdingselskapsorganisering vil først og fremst være aktuelt for eierandeler med rent verdimaksimerende mål. For at økte utgifter til forvaltningen skal kunne dekkes inn ved økt verdimaksimering, kreves et visst omfang på eierandelene som legges inn i et holdingselskap. Ut-

valgets anbefaling må således vurderes i lys av de økonomiske og administrative konsekvensene ved en holdingselskapsorganisering, etter at målet med ulike eierandeler er vurdert av regjering og Storting.

1.9 Økonomiske og administrative konsekvenser (kapittel 11)

Avkastningsmål basert på hvilken avkastning staten kan forvente i sammenlignbare investeringer vil bidra til å synliggjøre kostnader og gevinster med det direkte statlige eierskapet, i forhold til annen plassering eller anvendelse av midlene. Dette gjør det enklere å beregne de økonomiske konsekvensene av statens eierskap.

Innføring av aksjelovens normalregler for utbytte også i heleide selskaper endrer ikke eierens mulighet til å ha en utbyttepolitikk, men gjør det mulig for styret å fastsette de årlige utbyttevedtakene ut fra en samlet vurdering av selskapets finansielle situasjon. Utvalget anser at en slik endring vil bidra til økt verdiskaping i form av verdivekst i selskapene og utbytteutbetalinger over tid.

De forbedringer utvalget foreslår innenfor rammen av en departementsorganisering er hovedsakelig økt organisatorisk samarbeide, fullmakter, selskapsanalyser og rapportering. Utvalgets hensikt med endringene er å øke verdiskapningen; kostnadene ved å gjennomføre endringene forventes å være lave i forhold til gevinstene ved økt verdiskapning.

Opprettelsen av et eller flere holdingselskap vil medføre økte direkte utgifter til eierskapsforvaltningen i form av økte lønns- og administrasjonskostnader. Om økte utgifter mer enn oppveies av økt avkastning på eierandelene, vil avhenge av hvor mange og hvilke eierandeler som legges inn i et holdingselskap. Dette må vurderes nøye i den oppfølgende beslutningsprosessen.

Kapittel 2

Det direkte statlige eierskapet i Norge – omfang og mål

2.1 Generell oversikt – avgrensning

Mandatet til Statseierskapsutvalget omfatter «selskaper der staten er hel- eller deleier». Utvalget oppfatter ikke mandatet dit hen at dette også omfatter de eierandeler som staten eier *indirekte* gjennom Folketrygdfondet og Petroleumsfondet. De to fondene forvalter betydelig kapital i form av aksjer, henholdsvis 22,2 mrd kroner per 31.12. 2002 (bokført verdi inkl grunnfondsbevis) og 359,6 mrd kroner per 31.12. 2003 (markedsverdi).

Fondsforvaltningen gjennom Folketrygdfondet har som siktemål at Folketrygdfondet gjennom formuesoppbygging skal bli til størst mulig nytte for folketrygden. Folketrygdfondet kan eie aksjer og andre egenkapitalpapirer for inntil 20 prosent av fondets kapital.

Fondet kan eie andeler for inntil 15 prosent av total aksjekapital eller grunnfondsbeviskapital i ett enkelt selskap i Norge. Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 0,5 prosent av total aksjekapital i ett enkelt selskap i Danmark, Finland eller Sverige. Fondet skal ikke utøve et aktivt eierskap f.eks. gjennom styrerepresentasjon i de selskapene hvor fondet har investert. Fondet kan være representert i bedriftsforsamlinger.

Statens petroleumsfond ble opprettet ved lov 22. juni 1990 nr. 36 og har som formål å underbygge de langsiktige hensyn ved anvendelse av petroleumsinntektene. Fondet blir hvert år tilført inntekter som svarer til statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten og avkastningen av fondets formue. Samtidig trekkes det hvert år fra fondet et beløp som går til å dekke det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet. Petroleumsfondets midler er i sin helhet investert i utlandet. Fondet er investert både i aksjer og i obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer på børsene i Europa, Nord-Amerika, Asia og Oceania. Eierandelen i enkeltselskaper er små, og fondet plasseres i bredt sammensatte aksje- og obligasjonsporteføljer i land med velutviklet selskaps-, børs- og verdipapirlovgivning.

¹ Tallene for 2003 er ikke tilgjengelige før etter utvalgets avlevering.

Utvalget tolker sitt mandat til å omfatte de hovedsakelig større eierandeler i aksjeselskaper eller eierskap i andre heleide selskaper som forvaltes *direkte* av departementene og i en viss utstrekning også av underliggende forvaltningsorganer. Dette er en naturlig forståelse i forhold til at utvalget ble oppnevnt etter Stortingets behandling av St.meld. nr. 22 for 2001-2002 Et mindre og bedre statlig eierskap, som omhandlet denne typen eierskap.

Vedleggene 4 til 6 viser en konsentrert oppstilling over statens direkte eierskap i Norge som til sammen utgjør om lag hundre selskaper. Vedleggene angir nøkkeltall for ulike selskaper med statlige eierandeler ved utgangen av 2002¹. Vedlegg 4 og 5 viser at virksomhetene som Riksrevisjonen fører kontroll med, samlet sett omsetter for vel 591 mrd kroner og hadde til sammen om lag 239.000 ansatte. Den samlede bokførte egenkapitalen i de direkte hel- og deleide virksomhetene som Riksrevisjonen fører kontroll med var ved utgangen av 2002 på om lag 264 mrd kroner. De 7 børsnoterte selskapene hvor staten har eierandeler, vedlegg 7, hadde til sammen en omsetning på vel 529 mrd kroner i 2002 og sysselsatte i overkant av 130.000. Markedsverdien til de børsnoterte selskapene (den verdjusterte egenkapitalen) var ved utgangen av 2002 på 293 mrd kroner (statens andel 191 mrd kroner). Dersom man summerer den bokførte egenkapitalen til samtlige selskaper hvor staten har et eierskap kommer man til en samlet verdi på 320 mrd kroner, jamfør vedleggene.

2.2 Mål med direkte statlig eierskap

Staten kan ha ulike mål med det direkte eierskapet. Utvalgets mandat omfatter virksomheter som hovedsakelig er forretningsmessig orienterte. For at en virksomhet skal kunne sies å være hovedsakelig forretningsmessig orientert, må bedriftsøkonomiske lønnsomhetskriterier være det viktigste målet i driften av selskapet. Det vil si at selskapet ved sin forretningsdrift søker å maksimere avkastningen over tid. Verdimalisering trenger imidlertid ikke å være det eneste og heller ikke det viktigste målet med statens engasjement i selska-

pet. Øvrige mål kan påvirke realiseringen av det verdimaksimerende målet.

Den følgende fremstillingen gir en oversikt over mål staten kan ha og har hatt med det direkte eierskapet. Det er hensiktsmessig å skille mellom to grupper av mål i den videre fremstillingen, verdimaksimerende mål og andre mål. Når det gjelder den første gruppen av mål skiller ikke staten seg fra andre typer av investorer, verken finansielle eller industrielle. Den siste gruppen er mer sammensatt og omfatter så vel næringspolitiske som andre sektorpolitiske mål som kan realiseres med statlig eierskap.

2.2.1 Verdimaksimerende mål

At statlig eierskap i et selskap har et verdimaksimerende mål, må bety at staten med sitt eierskap søker bedriftsøkonomisk verdimaksimering i form av vekst i selskaps- og aksjonærverdier, inkludert utbytte til eier.

Målet med det direkte eierskapet er da, som for Statens Petroleumsfond og Folketrygdfondet, å verdimaksimere investert kapital. Det direkte eierskapet består av store og langsiktige eierandeler i enkelte selskap. Folketrygdfondet og Petroleumsfondet investerer i porteføljer og oppnår ved det å spre risikoen på en helt annen måte enn i det direkte eierskapet. Realiseringen av målet for de to statlige fondene skjer primært ved løpende kjøp og salg av eierandeler. For det direkte eierskapet er det først og fremst gjennom bruk av eierrådgivningen at staten kan påvirke målrealiseringen.

2.2.2 Andre mål

Statens direkte eierskap i forretningsdrift har normalt ikke vært finansielt motivert, selv om lønnsom drift kan være en forutsetning.

Bruk av direkte eierskap til andre formål enn verdimaksimering kan begrunnes ut fra økonomisk teori. Ulike former for markedssvikt kan tilsi statlig engasjement, herunder gjennom eierskap. Markedssvikt kan vidt defineres som såkalte eksterne effekter (eksternaliteter) knyttet til produksjon, investeringer eller forbruk av bestemte varer eller tjenester, dvs. positive eller negative effekter som ikke fanges opp i markedenes prising, og som ikke reflekteres i rene privatøkonomiske vurderinger. Dersom slike ringvirkninger er positive kan forbruket bli mindre enn det som er samfunnsøkonomisk optimalt. Ved negative eksterne effekter kan produksjon og forbruk bli større enn hva som er samfunnsøkonomisk optimalt. Kontroll med produksjon av goder med betydelige ringvirk-

ninger, kan derfor også være et selvstendig mål for statlig eierskap.

Hvis eksterne effekter eller ringvirkninger er så omfattende at godet er tilgjengelig for alle uten kostnader og at det ikke vil være mulig å etablere et bedriftsøkonomisk marked for godet, anvendes normalt begrepet kollektivt (offentlig) gode. I slike tilfeller er det problemer knyttet til å sikre etablering av privat produksjon, siden ingen antas å ville betale for godet. En slik markedssvikt kan være et argument for at det offentlige sikrer finansiering eller står for selve produksjonen av godet.

Betydelige stordriftsfordeler (fallende enhetskostnader) innenfor et produkt eller en næring kan medføre naturlige monopoler. En forretningsmessig eier av en slik virksomhet vil være i en situasjon der tjenestene gjennom markedsmakt kan prises høyere enn hva som vil være samfunnsøkonomisk optimalt. På den annen side kan fallende gjennomsnittskostnader gjøre at det kan være unødig bruk av samfunnets ressurser å etablere flere konkurrerende tilbud. En riktigere prising av tjenestene og bedre ressursutnyttelse har på denne bakgrunn historisk vært en begrunnelse for offentlig eierskap, ikke minst når det gjelder infrastruktur og nettverk av ulik art.

De nevnte teoretiske begrunnelser er ikke nødvendigvis dekkende for de målene som forfølges i det statlige eierskapet i Norge i dag. Det statlige eierengasjementet har ut fra politiske prioriteringer historisk gått utover det som kan forklares ut fra ønsker om å korrigere markedssvikt, ikke minst ut fra skepsis til konsekvensene av en fri markedssøkonomi. For en del av målene med det statlige eierskapet kan imidlertid begrunnelsene over bidra til økt forståelse. Dette gjelder ikke minst begrunnelser knyttet til eksterne effekter av virksomheten. I det følgende deles ikke-forretningsmessige formål inn i to kategorier, samfunnsmessige og sektorpolitiske. I tillegg omtales mer generelle hensyn staten tar i sitt eierskap. Det tas utgangspunkt i mål den norske staten faktisk har hatt med eierskapet.

2.2.2.1 Samfunnsmessige mål

Samfunnsmessige mål er i sin alminnelighet hensyn og interesser som knytter seg til selskapenes eksistens, lokalisering og sysselsetting, mer enn til særskilte sider ved virksomhetens innhold og drift (NOU 1989:5). Det vil typisk være næringspolitiske mål knyttet til å medvirke til den alminnelige økonomiske verdiskaping, dels direkte, dels indirekte gjennom ulike former for ringvirkninger (NOU 1991:8).

At driften skal være bedriftsøkonomisk lønnsom blir ofte sett som en forutsetning, men viktige mål med etablering og drift har vært at næringsvirksomheten skal ha videre positive ringvirkninger innenfor et snevrere geografisk område eller for Norge som helhet. Slike eksterne effekter knyttes først og fremst til at et statlig eid selskap kan bidra til sysselsetting og ved dette også bosetting. Det har også blitt fokusert på at slike selskap gjennom sin eksistens bidrar til utvikling av øvrig næringsliv i Norge.

Statlig eierskap har tradisjonelt bl.a. vært sett på som et virkemiddel for å sikre sysselsetting og bosetting i distriktene. Dette har sammenfalt med nasjonale industrialiseringsmål på grunn av naturressursenes beliggenhet. Slike begrunnelser gjorde seg for eksempel gjeldende ved Årdal og Sunndal verk samt ved utviklingen av Norsk Jernverk på 1950-tallet. Argumentene for å legge jernverket til Mo i Rana var først og fremst den samlede tilgangen på vannkraft i kombinasjon med nærheten til Rana Gruber. Plasseringen av Jernverket i Mo i Rana var også godt egnet til å realisere et ønske om å prioritere Nord-Norge². Senere ble Koksverket plassert til Mo i Rana bl.a. for å kunne gi ytterligere energi til Jernverket bl.a. gjennom spillvarmen. Betydningen av dette målet må imidlertid ikke overdrives. Det er få eksempler på at et sysselsettingsmotiv alene har ført til statlige industrietableringer i distriktene, selv om det har vært ett av flere hensyn i beslutningsprosessene³.

Lokale næringspolitiske mål for eierskapet har gradvis blitt erstattet av det øvrige virkemiddelapparatet i næringspolitikken, jamfør Stortingsproposisjon nr. 51 for 2002-2003 Virkemidler for et innovativt og nyskapende næringsliv. Målet kan imidlertid fortsatt være tilstede ved vurderingen av om staten skal bidra til å sikre fortsatt drift i selskaper med statlig eierskap eller legge ned. Flere selskap i statlig eie har virksomhet på steder med lite alternativt næringsgrunnlag. Staten må i slike tilfelle gjøre en avveining mellomhensynet til ansatte og lokalsamfunn mot kostnadene for fellesskapet ved sikring av fortsatt drift. Avveiningen vil måtte skje i lys av om det er mulig å foreta restruktureringer for at driften igjen skal bli bedriftsøkonomisk lønnsom eller om en har å gjøre med et varig under-skuddsforetagende.

Statlig eierskap kan også være et virkemiddel for å realisere nasjonale næringspolitiske mål. I etterkrigstiden har slike mål hatt ulike uttrykk, avhengig av vekslende ideologiske strømninger og rammebetingelser for bruken av det statlige eierskapet.

Etter andre verdenskrig og utover på 1960-tallet stod et planøkonomisk ideal og viljen til industriell ekspansjon sterkt. Dette gjorde det naturlig for staten å ta initiativ der det private næringslivet ikke realiserte produksjon som ble sett på som samfunnsøkonomisk viktig. I prosjektene staten engasjerte seg i, lå et ønske om å utnytte norske naturressurser og arbeidskraft på en effektiv måte for fellesskapet. I tillegg til etableringen av Norsk Jernverk og Koksverket, kan opprettelsen av Statoil i 1972, og kjøpet av aksjemajoritet i Norsk Hydro under Borten-regjeringen ses i et slikt lys.

En sterkere markedsorientering nasjonalt synes etter hvert å ha redusert bruken av statlig eierskap som næringspolitisk virkemiddel. Traktater og bilaterale avtaler som fremmer internasjonal frihandel har også redusert det juridiske handlingsrommet for slik anvendelse av eierskapet, jamfør kapittel 4. Stortingets behandling av Eier-skapsmeldingen (St.meld. nr. 22 for 2001-2002) viste imidlertid at eierskap fortsatt tillegges næringspolitisk betydning (Innst. S. Nr. 264 for 2001-2002, s.21):

«K o m i t e e n s f l e r t a l l , alle unntatt medlemmene fra Høyre og Kristelig Folkeparti, viser til at staten er den største kapitaleier i Norge. Det er derfor viktig at disse midler brukes offensivt bl.a. gjennom eierskap for å sikre internasjonalt konkurransedyktige bedrifter

innen sentrale bransjer der Norge har særlige forutsetninger. Det betyr ikke at vi skal subsidiere noen bransjer, men ved utøvelse av profesjonelt og krevende eierskap vil vi kunne sikre verdiskapning og trygge arbeidsplasser.»

Mangelen på nasjonal privat eierkapital i Norge ble således brukt som argument for et fortsatt statlig eierskap, eventuelt i påvente av et sterkere privat eierskap. Selv om statlig eierskap på denne måten blir sett på som et virkemiddel i den nasjonale næringsutviklingen av et flertall i komiteen, fokuseres likevel sterkere på rammevilkårene for næringslivet (Innst. S. Nr. 264 for 2001-2002, s.19).

Statlige selskaper har i enkelte tilfeller som formål å drive finansieringsvirksomhet for mer direkte å bøte på mangler ved det norske kapitalmarkedet. En årsak til slike mangler har blitt beskrevet som en kanaliseringproblematikk, blant annet skissert i boken «Rikdommens problem»⁴: En vesentlig del av den nasjonale sparingen skjer på

² Søilen, Espen (2002): Hvorfor gikk det galt? Statens rolle i utviklingen av norsk næringsliv etter 1945. Oslo: Gyldendal Akademisk

³ Grønlie, Tore (1989): Statsdrift. Staten som industrieier i Norge 1945-1963. Bergen: Tano.

⁴ Reve T. (red.) 2001: Rikdommens Problem. Oslo: Universitetsforlaget.

statens hånd. Staten har imidlertid ved opprettelsen av Petroleumsfondet valgt å plassere en vesentlig andel av sin finanssparing i utlandet, slik at det i prinsippet, alt annet likt, blir vanskeligere å skaffe midler til næringsinvesteringer i Norge. Et virkemiddel for bøte på dette og sikre ønsket næringsutvikling er i økende grad å anvende den statlige finansielle formuen til innenlandske kapitalplasseringer i form av lån eller egenkapital til forretningsvirksomhet. I de tilfellene egenkapital brukes som virkemiddel blir formålet med det statlige eierskapet å sikre ønsket næringsutvikling. SND Invest AS, nå avhendet, og Argentum Fondsinvesteringer AS er eksempler på at det etableres egne selskap med formål å bedre tilgangen på egenkapital gjennom statlige investeringer. Den ovennevnte argumentasjon blir bestridt i boken «Hva gjør oljepengene med oss?»⁵. Her hevdes det at dersom det var en slik knapphet på kapital ville avkastningen på de prosjekter som blir realisert vært høyere.

Ett særtilfelle av samfunnsmessige mål kan knyttes til nasjonal suverenitetshevdelse. På Svalbard er det ut fra nasjonale hensyn ønskelig å ha en tilstedeværelse. Et formål med de statlige bedriftene der er blant annet å ivareta norsk suverenitetshevdelse. Videre har beredskaps- og sikkerhetshensyn vært anvendt for å begrunne statlig engasjement i nasjonal produksjon av og kontroll med forsvarsmateriell. Slike hensyn kan også være relevante i et totalforsvarsperspektiv, det vil si når det gjelder kontroll med viktig infrastruktur i samfunnet så som matvare- og kraftproduksjon. Vektleggingen av slike hensyn er gjerne betinget av den aktuelle verdenssituasjonen. En stabil sikkerhetspolitisk situasjon og økende internasjonal samhandling vil generelt gjøre slike hensyn mindre relevante.

Et annet eksempel på et samfunnsmessig mål er kontroll med utnyttning av naturressurser. Dette reiser blant annet spørsmål om fordeling av en meravkastning utover det som er normalt i forretningsvirksomhet, grunnrenten. Offentlig eierskap, blant annet i vannkraft og petroleumsvirksomheten, har vært sett som et viktig redskap for å sikre at ressursene tilfaller fellesskapet og en god ressursforvaltning. I dette tilfellet nærmer en seg sektorpolitiske formål.

2.2.2.2 Sektorpolitiske mål

Sektorpolitiske mål er til forskjell fra samfunnsmessige mål mer direkte knyttet til særskilte sider

ved virksomhetens innhold og drift utover det forretningsmessige. Selskaper med slike mål har i sterkere grad preg av å være virkemidler innenfor et bestemt politikkområde. Slike mål vil normalt være av en mer spesifikk karakter enn de samfunnsmessige målene, ved at det stilles krav fra staten til selskapet for eksempel knyttet til virkefelt, produkter, tilgjengelighet, kvalitet, service, priser på tjenester med mer. Slike krav kan være koblet til fordelingspolitiske mål på ulike sektorer gjennom å korrigere pris- og produksjonsmekanismer som gjør seg gjeldende i et ordinært marked, for eksempel ved å bidra til et likt tilbud eller forbruk av ulike typer tjenester. Sand-utvalget (NOU 2003:34) gir en nærmere drøfting og beskrivelse av eierskap som virkemiddel til å realisere slike mål.

Avslutningsvis må det understrekes at det ikke er et skarpt skille mellom samfunnsmessige og sektorpolitiske mål. En distinksjon mellom sektorpolitiske og samfunnsmessige mål synes således å ha begrenset analytisk verdi når det gjelder vurderinger knyttet til forvaltning og organisering.

2.2.3 Bedrifiers samfunnsansvar og andre generelle hensyn

Utover målet med eierskapet i det enkelte selskap, kan det også gis mer generelle føringer fra staten om hvilke hensyn som skal tas i eierskapsforvaltningen. Slike hensyn kan for det første være knyttet til andre politikkområder som for eksempel lønnsutvikling og likestilling. På likestillingssiden har staten i Eierskapsmeldingen (Stortingsmelding nr. 22 for 2001-2002) slått fast at den vil «tilstrebe en mest mulig lik representasjon mellom kjønnene ved styreutvelgelse.» Bruken av det statlige eierskapet i forbindelse med lønnspolitikken kom for eksempel til uttrykk i det inntektspolitiske samarbeidet i tilknytning til mellomoppgjøret i 2003 gjennom følgende uttalelse fra Kontaktutvalget:

«Samtidig er det viktig at det innenfor disse rammene gis rom for endringer i relative lønninger som sikrer et velfungerende arbeidsmarked og en rettferdig lønnsutvikling. Arbeidsgiversiden i privat og offentlig sektor vil aktivt arbeide for en lønnsvekst hos lederne i virksomhetene som ligger innenfor rammene for det øvrige arbeidslivet. I kraft av sine eierposisjoner i næringslivet vil en også fra statens side arbeide for en slik utvikling.»

I Eierskapsmeldingen heter det at «Selv om lederlønnsnivået i statlige selskaper skal være konkurransedyktig, bør de ikke være lønnsledende innenfor sine bransjer».

⁵ Isachsen, Arne Jon (red.) (2002): Hva gjør oljepengene med oss? Oslo: Cappelen Akademiske forlag.

Staten regulerer næringslivet eller gir insentiver for å påvirke virkningen aktiviteten har på samfunnet for øvrig. *Bedrifiers samfunnsansvar* innebærer imidlertid at bedrifter frivillig etablerer målsetninger eller definerer standarder for egen forretningsvirksomhet som går utover myndighetenes krav. Begrepet samfunnsansvar er en norsk oversettelse av begrepet «corporate social responsibility» (CSR). Tankegodset omkring bedrifiers samfunnsansvar er ikke nytt, men har i det senere fått en sterkere stilling i Norge og internasjonalt. Samfunnsansvaret retter seg mot alle bedrifter, private så vel som hel- eller delstatlige. Innholdsmessig består begrepet samfunnsansvar av en rekke ulike tema, og bedrifter definerer gjerne hva eget samfunnsansvar består i avhengig av hvilke tjenester og produkter bedriften leverer samt hvilke områder bedriften eller bedriftens leverandører opererer i.

Sivilsamfunnet generelt og interesseorganisasjoner spesielt har endret fokus fra hovedsakelig å appellere til myndigheter om å regulere bedrifiers virksomhet til også å fokusere mer direkte på næringslivets og enkeltbedrifiers selvregulering. Til tross for mangfoldet i temaer innenfor samfunnsansvarsbegrepet og utformingen av samfunnsansvarsprogram bedrifter imellom, utgjør kjernen i begrepet at bedriftene selv søker å se finansielle, miljømessige og sosiale dimensjoner av egen virksomhet i sammenheng.

Samfunnsansvarsbegrepets sosiale dimensjon omhandler lydhørhet overfor samt aktiviteter rettet mot et bredt sett av både interne og eksterne interessentgrupper. Tema som mangfold på arbeidsplassen og i styrer og råd, ansattes arbeidsvilkår, helse miljø og sikkerhet (HMS), medinnflytelse samt utviklingsmuligheter blir således viktig. En slik intern dimensjon har følgelig en side mot likestilling og kan således ses i sammenheng med statens vektlegging av lik kjønnsrepresentasjon i styrene. I forhold til eksterne interessentgrupper framstår spesielt bedriftens forhold til lokalsamfunnet og dialog og partnerskapsarbeid med interesseorganisasjoner som sentralt.

Forventninger om å utvise samfunnsansvar rettes både mot bedrifter som er ensidig nasjonalt orienterte og mot de som er internasjonalt orienterte. Tema som menneskerettigheter, korrupsjon, arbeidsforhold hos underleverandører samt engasjement for å bistå i opprettelsen av ulike former for infrastruktur i lokalsamfunn, aktualiseres i særlig grad for norske bedrifter med utenlandsengasjement. Det er også denne internasjonale dimensjonen ved norske bedrifiers samfunnsansvar som i størst grad har stått i fokus i Norge.

Vektleggingen av samfunnsansvar har også berøringsflater mot det økte fokuset på corporate governance i næringslivet. Corporate governance omhandler forholdet mellom eierne, styret og ledelsen i et selskap (virksomhetsstyring). I en noe videre forstand omhandler corporate governance også forholdet til andre enn eiere, som ansatte, kreditorer, lokalsamfunn og andre som selskapene har forhold til. Samfunnsansvaret kan ses som en del av corporate governance i et slikt videre perspektiv. Det økte fokuset på etikk i næringslivet har berøringsflater både mot samfunnsansvar og corporate governance.

Ivaretagelsen av samfunnsansvaret kan motiveres ut fra et bedriftsøkonomisk verdimaksimerende mål. Dette bygger på forutsetningen om at kunder, investorer og andre vektlegger samfunnsansvaret i en slik grad at det lønner seg økonomisk for selskapet å ta slike hensyn. Et annet synspunkt er at bedrifter bør vektlegge samfunnsansvar på grunn av den etiske egenverdien dette har. I Eierkapetsmeldingen (s. 59) omtales samfunnsansvaret både som et mål i seg selv, «tiltak på disse områdene har en betydelig egenverdi», og fordi det er viktig å ha et «godt omdømme blant interessenter med innflytelse på selskapets utvikling».

2.3 Realisering av statlige mål gjennom eierstyring og andre virkemidler

Bruk av eierskap er et av flere virkemidler for realisering av statlige mål. Staten bruker dette virkemidlet i kraft av sin eiendomsrett gjennom styringskanalene som er etablert gjennom den aktuelle selskapslovgivningen.

Når staten ikke har slik eierrådighet, eller det er lagt skranker på denne rådigheten, er staten henvist til å bruke andre virkemidler for å påvirke samfunnsutviklingen.

Som overfor private rettssubjekter kan staten for statlige selskap, anvende sin regulerende myndighet for å styre selskapenes adferd. Dette kan skje gjennom lover og forskrifter, å knytte betingelser til lovhemlede konsesjoner osv. En beslektet styringsform er økonomiske virkemidler. Staten kan påvirke selskapenes adferd ved å knytte subsidier eller avgifter til produksjon eller bestemte handlingsmønstre.

Et annet virkemiddel er bruk av det offentliges avtalekompetanse for å realisere statlige formål. Statlige kjøp av tjenester fra et selskap kan bli inngått ved bruk av kontrakter på kommersielt grunnlag fra selskapets side, mens de fra statens

side er et middel til å realisere ikke-kommersielle formål.

Staten kan realisere mål gjennom organisatoriske virkemidler som for eksempel organisering av det statlige eierskapet. Organisatoriske virkemidler omfatter også etablering av og fristilling til ulike selskapsformer, samt delinger og sammenlåinger. Etablering av tilsynsorganer på et område statlige selskaper virker vil være et eksempel at en styrker håndhevelsen av statlige reguleringer ved bruk av organisatoriske virkemidler.

De ulike typene av styringsvirkemidler gir sta-

ten valgfrihet i forhold til hvordan ulike typer mål kan ivaretas, også overfor hel- eller deleide selskaper. Det er imidlertid klart at statens forretningsmessige styring som eier må ivaretas i henhold til de rammene selskapslovgivningen setter. Dette kommer til uttrykk i lovgivningen ved at den klart skiller hvilke roller eier har og hvilken rolle selskapets ledelse har. Der lovgivningen ikke setter begrensninger, *kan* staten også bruke eierrådigheten til å realisere andre mål, innenfor eksisterende rettslige rammer.

Kapittel 3

Selskapsformer – typer og utbredelse

3.1 Innledning

Hensikten med fremstillingen i dette kapitlet er å gi en oversikt over hvordan staten som eier må forholde seg i de ulike selskapsformer staten er involvert i. I tillegg gis det en oversikt av utbredelsen av de ulike selskapsformene og endringer over tid.

Staten er i hovedsak involvert i tre forskjellige typer selskap:

- *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*, organisert etter henholdsvis aksjeloven og allmennaksjeloven, herunder også statsaksjeselskap
- *Statsforetak*, organisert etter statsforetaksloven
- *Særlovsselskaper*, organisert etter egne lover

Den mest markante forskjellen mellom å organisere statlig virksomhet i en selskapsform i stedet for som statlig forvaltningsorgan, er at et selskap er etablert som *et eget rettssubjekt* utenfor forvaltningen slik den er definert i Grunnlovens §3. Det medfører at selskapets midler og egenkapital ikke er en del av statskassen og dermed heller ikke underlagt Stortingets budsjettmyndighet etter Grunnloven. Selskapene er heller ikke underlagt den tradisjonelle instruksjonsmyndigheten som gjelder for statsforvaltningen. Staten må styre selskapene i henhold til reglene om eierutøvelse i selskapslovgivningen. Selskapenes status som selvstendige rettssubjekter innebærer også at de er unntatt regelverket for offentlig forvaltning, med mindre annet er særskilt bestemt. Forvaltnings- og offentlighetslovene gjelder bare i den utstrekning et selskap er gitt særskilt myndighet til å utøve offentlig myndighet. De ansatte er ansatt i det enkelte selskap og ikke i staten. Tjenestemanns- og tjenestetvistlovene gjelder derfor heller ikke for de statseide selskapene.

3.2 Aksjeselskaper

3.2.1 Generelt om eierutøvelse i aksjeselskaper

Reglene om aksjeselskap finnes i lov av 13. juni

1997 nr 44 om aksjeselskaper og lov av 13. juni 1997 nr 45 om allmennaksjeselskaper. Disse to lovene avløste lov 4. juni 1976 nr. 59 om aksjeselskaper. Allmennaksjeselskapsformen er utviklet for selskap med mange aksjeeiere og i mange tilfeller for å gjøre aksjene omsettelig enten på eller utenfor børs. Rammene for aksjeeiernes utøvelse av eierrettigheten er meget like i begge selskapsformene. De to selskapsformene fremstilles derfor samlet her.

Et særtrekk ved aksjeselskap er at ingen av aksjeeierne har et personlig ansvar for selskapets forpliktelser utover innskuddet (inkl. overkursfond) de har tegnet seg for, jfr. asl./asal. §1-2. Selskapets kreditorer kan kun søke dekning i selskapets eiendeler og ikke det aksjeeierne eventuelt eier utenfor selskapet.

Generalforsamling

Aksjeeierne utøver sin eiermyndighet gjennom generalforsamlingen. Generalforsamlingen er øverste myndighet i et aksjeselskap, jfr. asl./asal. §5-1 første ledd. Generalforsamlingen kan avgjøre alle saker som ikke etter lov er unntatt generalforsamlingens myndighet. Generalforsamlingen fatter viktige vedtak for styring av selskapet. Den prinsipielt viktigste beslutningen flertallet på generalforsamling fatter er å peke ut personene som skal representere aksjeeierne i styret. Styret skal forvalte eiernes verdier i selskapet. Andre sentrale vedtak er vedtak om utbytte, vedtektsendringer, endring av selskapets kapitalforhold og oppløsning av selskapet.

Ordinær generalforsamling skal avholdes innen seks måneder etter utgangen av hvert regnskapsår, jfr. asl. §5-5/asal. §5-6. Styret skal innkalle til ekstraordinær generalforsamling dersom revisor eller aksjeeiere som eier eller representerer minst 10% av aksjekapitalen krever det, jfr. asl. §5-6 (2) (5% i allmennaksjeselskap, jfr. asal. §5-7). Styret har også rett til å kalle inn til ekstraordinær generalforsamling, jfr. asl. §5-6(1). Enhver aksjeeier har rett til å få lagt frem en sak og få den behandlet på generalforsamling, jfr. asl./asal. §5-11.

Hovedregelen er at generalforsamlingens ved-

tak fattes med simpelt flertall, det vil si mer enn 50 prosent av de møtendes stemmer, hvis ikke annet er bestemt i loven jfr. asl./asal §5-17.

Visse vedtak i generalforsamling krever kvalifisert flertall. Av disse krever de fleste to tredelers flertall, så vel av de avgitte stemmer som av den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen. Enkelte vedtak krever imidlertid både enstemmighet og nitidellers flertall på generalforsamling, jfr. asl./asal. §5-19 og §5-20. Endring av selskapets vedtekter krever to tredelers flertall, jfr. asl./asal. §5-18 (1). Dette er beslutninger som for eksempel endring av selskapets aksjekapital eller flytting av forretningskontor. I tillegg vil blant annet vedtak om fusjon med et annet selskap (asl./asal. §13-3), vedtak om fisjon (asl./asal. §14-6), opptak av lån som kan konverteres i aksjer (asl./asal. §11-2), og vedtak om oppløsning av selskapet (asl./asal. §16-1) kreve to tredelers flertall.

Bedriftsforsamling

Aksjeselskap og allmennaksjeselskap med mer enn 200 ansatte skal som hovedregel ha bedriftsforsamling, jfr. asl./asal. §6-35. Allmennaksjelovens bestemmelser får anvendelse for aksjeselskap der aksjeloven ikke sier noe.

To tredeler av bedriftsforsamlingens medlemmer velges av generalforsamlingen og en tredel velges direkte av de ansattes organisasjoner, jfr. asal. §6-35 tredje og fjerde ledd.

Bedriftsforsamlingen gis i aksjelovene beslutningskompetanse som i noe grad begrenser generalforsamlingens myndighet og dermed også på aksjeeierens direkte utøvelse av eierskapet i foretak av en viss størrelse. Bedriftsforsamling velger styremedlemmer som skal representere aksjeeierne, jfr. asal. §6-37 første ledd. De ansattes styrerepresentanter velges direkte av de ansatte. Bedriftsforsamlingen fører tilsyn med styrets og daglig leders forvaltning av selskapet (asal. §6-37 annet ledd). Etter forslag fra styret treffer bedriftsforsamlingen også avgjørelser i saker som gjelder investeringer av betydelig omfang i forhold til selskapets ressurser, og beslutninger om rasjonalisering eller omlegging av driften som vil medføre større endring eller omlegging av arbeidsstyrken (asal. §6-37 fjerde ledd).

Selskapets ledelse

Eiernes utøvelse av myndighet gjennom generalforsamlingen må ses i lys av rollefordelingen mellom generalforsamlingen og selskapets ledelse. Selskapets ledes av styret, som er ansvarlig for

forvaltning av selskapet, jfr. asl./asal. §6-12. Styret har tilsynsansvar med den daglige ledelse, jfr. asl./asal. §6-13. Siden styret i de fleste tilfelle er valgt av generalforsamlingen, bindes styret av generalforsamlingens beslutninger.

Beslutning om utdeling av utbytte treffes av generalforsamlingen basert på forslag fra styret, jfr. asl./asal. §8-2. Generalforsamlingen kan ikke vedta et høyere utbytte enn det styret har foreslått. Styrets kompetanse er begrunnet i styrets ansvar for forvaltningen av selskapet. Er generalforsamlingen uenig med styret i hva som forsvarlig kan deles ut som utbytte må generalforsamlingen eventuelt velge et nytt styre som er deler generalforsamlingsflertallets oppfatning av utbyttespørsmålet.

Selskapets styre skal handle på vegne av aksjeeierne, som deres tillitsvalgte. Styret er imidlertid også berettiget, og etter omstendighetene også forpliktet til, å se til andre interesser som interessene til de ansatte, kreditorer og andre medkontra-henter. Ledelsen er ikke forpliktet etter aksjeselskapslovgivningen, men har adgang til se til at selskapet oppfyller de forpliktelsene selskapet har overfor samfunnet.

Selv om det er lagt enkelte begrensninger på eierens styringsrett, gir lovgivningen vesentlig myndighet til aksjeeierne I den sammenheng må det også understrekes at selv om lovgivningen begrenser aksjeeiernes kompetanse, er det generalforsamlingen som bestemmer sammensetningen av flertallet i disse organene.

Andre regler som har betydning for eierutøvelsen

Regler som kan få innvirkning på statens eierutøvelse er lov 19. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel og lov 17. november 2000 nr. 80 om børsvirksomhet (børsloven). I tillegg er det med hjemmel i børsloven gitt børsforskrift, jfr. forskrift av 17. januar 1994 nr. 30. Det vil særlig gjelde der staten deltar i børsnoterte allmennaksjeselskaper. De viktigste bestemmelsene i regelverket er reglene om informasjonsplikt til markedet om handel i selskapets aksjer og om informasjon som kan påvirke kursen på aksjene og dermed også handelen med disse. Reglene begrenser blant annet en eiers adgang til å utnytte informasjon eier sitter med, men som ikke er kjent i markedet. I enkelte tilfeller kan staten sette seg i innsideposisjon fordi endringer i eierskapet i det aktuelle selskapet krever politisk behandling. Regelverket setter grenser for statens adgang til å handle i selskapets aksjer basert på slik informasjon.

Stortinget har vedtatt en ny bestemmelse i all-

mennaksjeloven §6-11a som foreløpig ikke har trådt i kraft. Hensikten med reglene er å styrke kvinners representasjon i styrene i norske allmennaksjeselskap.

3.2.2 Særlig om minoritetsvern i deleide selskap

Staten er i de fleste selskapene den har eierinteresser i, en dominerende eier. Til tross for en dominerende stilling, kan ikke staten utøve eierskapet i selskapene uten å ta hensyn til minoritetseiernes interesser. Aksjelovens bestemmelser om minoritetsvern har særlig relevans for staten som deleier. Formålet med bestemmelsene er at de skal sikre minoritetenes rettigheter i forhold til majoriteten. Aksjelovene har en rekke regler som gir en mindre andel av selskapets aksjonærer innflytelse utover det som følger av flertallsprinsippet. Hovedbestemmelsen er asl./asal. §§5-21. Bestemmelsen forbyr generalforsamlingen å treffe noen beslutning som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning. Årsaken til at bestemmelsen kan ha relevans for staten, er at statens eierskap kan være begrunnet ut fra andre formål enn forretningsmessige. Staten vil derfor kunne ha avvikende preferanser i forhold til andre aksjeeiere. Om realiseringen av andre statlige formål er en slik urimelig fordel i forhold til andre aksjeeiere i selskapet, må bero på en helhetlig vurdering der det må tas hensyn til «ytelsens omfang, selskapets stilling og omstendighetene for øvrig»¹.

Andre bestemmelser som er etablert på bakgrunn av minoritetsvernet er retten til mindre aksjonærer å kalle inn til ekstraordinær generalforsamling, rett til å kreve granskning og rett til å begjære ekstra oppnevnt revisor.

3.2.3 Oversikt over deleide selskap

Vedlegg 5 til 7 gir oversikter over nøkkeltall for statens deleierskap i 2002. Selskapene som inngår i Riksrevisjonens oversikt i vedlegg 5 omsatte i sum for 477 mrd kroner i 2002. Årsresultatet for de 34 selskapene var på 30 mrd kroner i 2002. Selskapene hadde en samlet bokført egenkapital på 169 mrd kroner ved utgangen av 2002. Selskapene betalte et samlet utbyttebeløp på 9,9 mrd kroner på basis av 2002-oppgjøret. Av de 34 selskapene var

det kun 6 selskaper som i 2002 avsatte utbytte til sine eiere. Norsk Hydro ASA og Statoil ASA bidro i hovedsak til det samlede utbyttebeløpet. De deleide selskapene sysselsatte ved utgangen av 2002 over 93.000 personer. Beregnet gjennomsnittlig avkastning på investert (bokført) kapital blant de deleide selskapene var i 2002 på 17,5 prosent.

Følgende deleide selskaper med statlig direkte eierandel er børsnotert per 1. mars 2004: Statoil ASA, Norsk Hydro ASA, KongsbergGruppen ASA, SAS AB², Telenor ASA og DnB NOR ASA. Raufoss ASA ble tatt av børs i slutten av februar 2004. SAS har sin hovednotering i Stockholm. Vedlegg 7 viser at selskapenes samlede børsverdier var på 293 mrd kroner ved utgangen av 2002. Tilsvarende tall ved utgangen av 2003 var 423 mrd kroner.

Eksempler på ikke-børsnoterte selskaper der staten deltar sammen med andre eiere er Nammo, Eksportfinans ASA og Store Norske Spitsbergen Kulkompani AS.

3.2.4 Særlig om Statsaksjeselskaper

Statsaksjeselskapene er aksjeselskaper/allmennaksjeselskaper der staten eier alle aksjene. De alminnelige reglene i aksjelovgivningen gjelder også for disse. I tillegg er gitt det enkelte særregler for denne selskapstypen, jfr. aksjeloven/allmennaksjeloven §20-4 til §20-7. Det er per i dag ikke stiftet statsallmennaksjeselskaper.

Særreglene for statsaksjeselskap har først og fremst blitt begrunnet pragmatisk i forhold til særskilte hensyn til politisk styring og kontroll som gjør seg gjeldende når staten er eneeier. Dette gjelder ikke minst når det gjelder å ivareta Stortingets kontrollmyndighet. Særreglene kan også forstås på bakgrunn av Grunnlovens §19 som pålegger Kongen å bestyre statens eiendom.

Generalforsamling

Ansvarlig statsråd, eller den han delegerer myndigheten til, representerer statens aksjer på generalforsamlingen i statsaksjeselskap, jfr. asl./asal. §20-5.

Generalforsamlingen velger selv styret, selv om selskapet har bedriftsforsamling, jfr. asl./asal. §20-4 nr.1. De ansatte har rett til selv å velge representanter til styret direkte. Videre er Kongen gitt en adgang til å overprøve bedriftsforsamlingens/styrets beslutninger i saker der vesentlige samfunnsmessige hensyn kan tilsi omgjøring, jfr. asl./asal. §20-4 nr.2. Regelen omfatter saker som gjelder investeringer av betydelig omfang i forhold til selskapets ressurser og rasjonalisering eller om-

¹ Formuleringen er hentet fra Mads Henry Andenæs (1998): Aksjeselskaper og Allmennaksjeselskaper, s. 238

² Organisert etter svensk selskapslovgivning

legging av driften som vil medføre større endring eller omdisponering av arbeidsstyrken, jfr. asal. §6-37 fjerde ledd. Slike saker vil normalt være «Sager af Vigtighed» og skal da behandles av Kongen i Statsråd etter Grunnlovens §28. Bestemmelsen gir imidlertid ikke Kongen mulighet til å instruere bedriftsforsamlingen/styret på forhånd. I statsaksjeselskaper er generalforsamlingen heller ikke bundet av styrets eller bedriftsforsamlingens forslag om utdeling av utbytte, jfr. asl./asal. §20-4 nr.4. I tillegg er det enkelte prosedyremessige særregler når det gjelder innkalling til ordinær og ekstraordinær generalforsamling, jfr. asl./asal. §20-4 nr. 3 og §20-5).

Selskapets ledelse

Hovedregelen i statsaksjeselskap er at forvaltningen av selskapet hører inn under styret, selv om generalforsamlingen har visse utvidede styringsmuligheter. Det innebærer at den forretningsmessige ledelsen og ansvaret for denne ligger hos styret og den daglige ledelse. Ut fra formålet med statens bruk av aksjeselskapet har det vært gitt uttrykk for bestemte syn på hvordan rollefordelingen mellom eier og selskap bør være³. Et generelt synspunkt er at statsråden normalt ikke bør gripe inn i styrets ledelse av selskapet. Utgangspunktet må være at Stortinget og regjeringen/statsråden fastsetter overordnede målsetninger, men at det er styrets ansvar å gjennomføre disse. Dette ble fremhevet i NOU 1972:38 – Stortingets kontroll med forvaltningen m.v., s. 31:

«Ved opprettelse av statsaksjeselskaper og statsbedrifter er det forutsatt at styret og den daglige ledelse skal ha betydelig handlefrihet når det gjelder forvaltningen av selskapet, og statsråden (departementet) bør normalt ikke gripe inn i disse disposisjoner.»

Selskapslovgivningen bygger på at det er et tillitsforhold mellom eieren og selskapets styre. Er det ikke et slikt tillitsforhold vil den normale konsekvensen være at eieren gjennom generalforsamlingen skifter styret, eventuelt de medlemmer som ikke har eierens tillit. Situasjonen kan imidlertid være slik at statsråden, som et ledd i en aktsom forvaltning av statens eierskap, må pålegge styret å treffe eller unnlate å treffe vedtak, gripe inn for å følge opp Stortingsvedtak eller for å hindre at selskapsledelsen foretar noe som vil være et brudd

med Stortingets forutsetninger. I slike tilfeller vil en instruksjon gjennom generalforsamlingen være det korrekte virkemiddel.

I tilfeller der statsråden gjennom generalforsamling instruerer styret eller omgjør et styrevedtak, løftes ansvar opp til generalforsamlingen (statsråden) selv. Det har betydning for statsrådens ansvar overfor Stortinget, men også i forhold til ansvarsbegrensningen i aksjelovgivningen. Går den statlige eieren for langt i å holde seg informert om og styre selskapet i forretningsmessige saker, kan dette føre til at kreditorene ved en konkurs retter et krav mot staten etter alminnelige erstatningsrettslige regler eller etter selskapsrettslige regler om gjennomskjæring av ansvarsformen.

Likestilling

Asl./asal. §20-6 pålegger statsaksjeselskapene og deres heleide datterselskap å ha begge kjønn representert i styret. Avhengig av hvor mange medlemmer et styre har, er kravet at begge kjønn skal være representert i styret med minst ca. 40% av medlemmene, jfr. asl./asal. §20-6 første ledd. Begrunnelsen for bestemmelsene er den samme som nevnt for asal. §6-11a. Bestemmelsen er ny og trådte i kraft 1.januar 2004. Overgangsreglene er slik at de selskapene må innrette seg etter reglene innen 1. januar 2006.

Riksrevisjonen

Asl./asal. §20-7 gir Riksrevisjonen hjemmel til kontroll med statsrådets forvaltning av statens aksjeinteresser. I tillegg til at de alminnelige reglene om revisjon i aksjeselskaper også gjelder i statsaksjeselskaper, har Riksrevisjonen hjemmel til å foreta de undersøkelser en finner påkrevd for å gjennomføre sin kontroll, jfr. asl./asal. §20-7 (1). Bestemmelsen gir Riksrevisjonen rett til å kreve de nevnte opplysningene fra styre, daglig leder og revisor. Riksrevisjonen gis også hjemmel til selv å foreta undersøkelser i selskapet. Videre skal Riksrevisjonen varsles og gis rett til selv å være tilstede på generalforsamlinger og bedriftsforsamling i nevnte selskaper (asl./asal. §20-7 (3)).

3.2.5 Bruk av bestemmelser i vedtektene for å styrke statens styring og kontroll (§10-planer)

I vedtektene i enkelte statsaksjeselskap har man tatt inn bestemmelser for å styrke muligheten for utøvelse av Eiermyndigheten staten har i det enkelte selskap i forhold til reglene i den alminnelige

³ Fremstillingen bygger på notat av 27.10.1998 utarbeidet av regjeringsadvokat Sven Ole Fagermæs og advokat Gudmund Knudsen.

aksjelovgivningen. Målet har vært å styrke statens styring og kontroll med selskapet. Vanligvis innebærer §10-planene at selskapene pålegges å gi informasjon til staten om investeringsplaner og andre viktige strategispørsmål. Slike bestemmelser kan tenkes gjort på ulike måter.

I dag har Avinor AS, NSB AS, Posten Norge AS, Flytoget AS og NRK AS slike bestemmelser i sine vedtekter. Flere andre selskaper har tidligere hatt såkalte §10-planer. Disse er nå avviklet. Eksempler her er Telenor ASA, Statoil ASA og Statkorn Holding (i dag Cermaq ASA). Begrunnelsen for det er at selskapene er delprivatisert.

3.2.6 Oversikt over statsaksjeselskaper

Statsaksjeselskapene representerer et mangfold av virksomheter med store innbyrdes forskjeller både med hensyn til mål, oppgaver og rammebetingelser. Størrelsen på selskapene varierer fra små selskaper med få eller ingen ansatte, til store konsern med flere tusen ansatte, jamfør vedlegg 4. Tilsvarende store variasjoner finnes også med hensyn til omsetning, selskapskapital, utbytte m.v. Eksempler på store statsaksjeselskaper med betydelig aksjekapital og/eller antall ansatte er Entra Eiendom AS, Posten Norge AS, NSB AS, Mesta AS, Avinor AS, BaneTele AS, NRK AS, Argentum Fondsinvesteringer AS og Flytoget AS. Eksempler på mindre statsaksjeselskaper er Sem Gjestegård AS, Kings Bay AS, Protevs AS, Bjørnøen A/S og Staur Gård AS.

Vedlegg 4 viser at de heleide aksjeselskapene hadde totale inntekter på 31 milliarder kroner i 2002. Samlede tilskudd til de samme selskapene utgjorde 2,166 mrd kroner i 2002, mens akkumulert årsresultat for statsaksjeselskapene i 2002 var på – 806 millioner kroner. Dersom man korrigerer for de samlede tilskudd på 2,166 mrd kroner ville korrigert og akkumulert årsresultat ha vært i underkant av 3 milliarder kroner. Statsaksjeselskapene betalte i sum 14,5 millioner kroner i utbytte til staten basert på regnskapsåret 2002. Kun 2 av 36 statsaksjeselskap betalte utbytte til staten for 2002 (Norsk Eiendomsinformasjon og GIEK Kredittforsikring). Den samlede bokførte egenkapitalen til statsaksjeselskapene var ved utgangen av 2002 på nær 16 milliarder kroner. Selskapene hadde i 2002 til sammen vel 42.000 ansatte. Posten Norge er størst når det gjelder antall ansatte med nær 27 000. NRK AS, Entra Eiendom AS, SND Invest AS, NSB AS og Posten Norge AS egenkapital på mer enn 1 mrd kroner.

3.3 Statsforetak

3.3.1 Statsforetaksformen

Statsforetak er organisert etter lov 30. august 1991 nr. 71 om statsforetak. Statsforetak ligger nær opp til aksjeselskapsformen når det gjelder eierstyring, men skiller seg fra dem på enkelte punkter. For det første er det et krav at staten eier hele foretaket. Dersom andre eiere skal inn på eiersiden, må foretaket oppløses, og et nytt selskap etableres. Dette representerer en større barriere mot del- eller helprivatisering enn aksjeselskapsformen.

Tidligere garanterte staten for selskapets forpliktelser. Et statsforetak kunne derfor ikke slås konkurs etter den gamle §4 annet ledd i statsforetaksloven. Dersom kreditorene ikke fikk dekning for sine krav, var staten pliktig til å bidra med midler i foretaket. Bakgrunnen for denne bestemmelsen var at statsforetakenes virksomhet skulle realisere sektorpolitiske mål og at staten i praksis derfor vanskelig kunne fri seg fra ansvaret for virksomheten. Eftas Overvåkingsorgan, ESA, kom til at garantibestemmelsen var i strid med statsstøtteregulverket i EØS-avtalen, fordi den ga selskapene gunstigere betingelser i lånemarkedet i forhold til konkurrenter. Garantibestemmelsen ble derfor opphevet med virkning fra 1. januar 2003. Den nye bestemmelsen, statsforetaksloven §4a, gir begrenset deltageransvar etter mønster av aksjeloven.

For å begrense risikoen knyttet til statens ansvar for statsforetakenes gjeld, inneholdt statsforetaksloven også begrensninger i deres adgang til å ta opp lån. Denne særbestemmelsen ble opphevet samtidig med garantibestemmelsen. Det er derimot fortsatt vanlig at begrensningene er videreført i selskapene vedtekter.

Foretaksmøte

Styringssystemet har klare likheter med systemet i statsaksjeselskaper. Staten ved eierdepartementet utøver den øverste myndighet i foretaket gjennom foretaksmøtet. Som for statsaksjeselskapenes kan ikke departementet utøve eiermyndighet på annen måte enn gjennom foretaksmøtet. Foretaksmøtet kan treffe vedtak og gi retningslinjer og instruksjoner om alle saker. Foretaksmøtet bestemmer utbytte og er ikke bundet av forslag fra styret eller eventuell bedriftsforsamling, jfr. statsforetaksloven §17. I tillegg skal administrerende direktør, styrets leder og selskapets revisor være til stede på foretaksmøtet, jfr. statsforetaksloven §38.

Selskapets ledelse

Statsforetak skal ledes av et styre og en administrerende direktør. Forvaltningen av foretakets virksomhet hører inn under styrets ansvarsområde. Det skal blant annet påse at virksomheten drives i samsvar med foretakets formål, vedtekter, og retningslinjer vedtatt på foretaksmøte.

Et særtrekk ved statsforetaksformen er at styrets beslutningsmyndighet er begrenset for visse type saker. Saker som antas å være av vesentlig betydning for foretakets formål eller som i vesentlig grad vil endre virksomhetens karakter kan ikke besluttes av styret før saken skriftlig er forelagt departementet, jfr. statsforetaksloven §23. Videre er det vedtatt i loven at det i vedtektene kan fastsettes nærmere regler om hvilke saker som skal forelegges departementet. Bestemmelsen gir departementet mulighet til å motta informasjon før vedtak fattes i styret og gripe inn gjennom foretaksmøtet, dersom man mener beslutningen vil endre foretakets karakter eller være av betydning for formålet. Hensikten er å sikre eieren bedret kontroll i foretak med sektorpolitiske mål. Effekten av bestemmelser som gir eieren informasjon og dermed bedre kontroll med virksomheten, er også at et eventuelt erstatningsansvar vil bli vurdert i henhold til den informasjon eieren har mottatt.

Statsforetaksloven skiller seg også fra aksjelovgivningen ved at ledelsen i statsforetaket er nære knyttet opp til eierdepartementet gjennom enkelte prosedyrer. Statsforetaket skal for eksempel sende styreprotokoll til eierdepartementet senest 14 dager etter at styremøtet er avholdt, jfr. statsforetaksloven §24. Formålet med denne ordningen er å sikre departementet tilstrekkelig informasjon til styring og kontroll av statsforetaket. På grunn av foretakenes tiltenkte sektorpolitiske rolle ble slike ordninger tillagt større vekt enn for statsaksjeselskapene.

Likestilling

I statsforetakslovens §19 er det vedtatt et nytt femte ledd, der det er vedtatt at reglene i aksjeloven §20-6 om representasjon av begge kjønn i styret gjelder tilsvarende. Dette gjelder både for statsforetaket og heleide datterselskap. Det vises for øvrig til redegjørelsen om reglene i aksjelovene ovenfor.

Riksrevisjonen

Statsforetaksloven §45 hjemler Riksrevisjonens rett til kontroll. I statsforetak og deres heleide dat-

terselskaper har Riksrevisjonen rett til å kreve de opplysninger den finner påkrevd for sin kontroll, både fra foretaket selv og fra den revisor som reviderer årsregnskapet. Riksrevisjonen kan i den utstrekning som finnes nødvendig selv foreta undersøkelser i foretaket. For øvrig kan Stortinget fastsette regler om Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av statens interesser i foretaket og herunder fastsette hvilke dokumenter m.m. som skal sendes Riksrevisjonen, jamfør den senere fremstillingen om riksrevisjonens virksomhet på området. Riksrevisjonen skal varsles og ha rett til å være til stede i foretaksmøtet og møter i bedriftsforsamlingen.

3.3.2 Oversikt over statsforetak

Følgende virksomheter er i mars 2004 organisert som statsforetak: Statnett SF, Statkraft SF, Statskog SF, Selskapet for industrivekst (SIVA) SF og ENOVA SF. (Medinnova SF ble i slutten av 2003 omdannet til aksjeselskap.) Foretakene representerer en lite homogen gruppe både når det gjelder størrelse og oppgavetyper. Foretakene opererer også under ulike markeds- og konkurranseforhold.

Vedlegg 4 angir nøkkeltall for statsforetakene i 2002. De 6 statsforetakene hadde totalt inntekter på nær 21 mrd kroner. Selskapene mottok til sammen nær 124 mill kroner i tilskudd i 2002. Statskog SF, Statkraft SF og Statnett SF betalte et samlet utbytte til staten på vel 2,6 mrd kroner på basis av 2002-tallene. To av statsforetakene, SIVA SF og Medinnova SF, gikk med underskudd i 2002. Sum bokført egenkapital i statsforetakene var ved utgangen av 2002 på 37,5 mrd kroner. Statsforetakene sysselsatte til sammen nær 4000 personer i 2002.

3.4 Særlovsselskaper

Særlovsselskapene er organisert etter en særskilt lov som er utformet for den enkelte virksomheten. Følgende selskaper er i dag organisert ved særlover: AS Vinmonopolet (lov av 19. juni 1931 om Aktieselskapet Vinmonopolet), Norsk Tipping AS (Lov 28. august 1992 nr. 103 om pengespill §3), Innovasjon Norge (lov 19. desember 2003 nr. 130 om innovasjon Norge) og helseforetakene (lov 15. juni 2001 nr. 93 om helseforetak). Eierens styringsmuligheter omtales ikke nærmere i dette kapittel, bortsett fra at statens eierutøvelse skjer gjennom foretaksmøte.

A/S Vinmonopolet er det eldste av dagens sær-

lovselskaper. Selskapet ble i 1931 overført fra privat til statlig eie og regulert ved lov. De øvrige selskapene er alle etablert som heleide statlige selskaper på 1990-tallet. Norsk Tipping AS har vært et heleid statlig selskap siden 1993.

AS-betegnelsen i navnene til A/S Vinmonopolet og Norsk Tipping AS er historisk betinget, og betyr ikke at selskapene er organisert etter aksjeloven. Norsk Tipping AS og A/S Vinmonopolet er tvert imot organisert på en måte som gjør at de avviker sterkt fra både aksjeloven og statsforetaksloven.

Helseforetakene er organisert etter helseforetaksloven. Et særtrekk ved helseforetakene er at de er organisert etter en lov som gjelder flere foretak i motsetning til de andre særlovsselskapene. Spesialisthelsetjenesten skal ifølge helseforetaksloven organiseres i regionale helseforetak og helseforetak. De regionale helseforetakene skal planlegge og organisere spesialisthelsetjenesten og legge til rette for forskning og undervisning. De regionale helseforetakene skal organisere den utøvende virksomheten innenfor sin region (det vil si sykehus og andre helseinstitusjoner) som helseforetak.

Det nyeste særlovsselskapet er Innovasjon Norge, som er etablert med virkning fra 1. januar 2004. Virksomheten til det nye selskapet er basert på de offentlige virkemidlene som tidligere ble tilbudt gjennom SND, Norges Eksportråd, Statens veiledningskontor for oppfinnere og Norges Turistråd.

Sandutvalget (NOU 2003:34) anbefalte at særlovsorganisering som rettslig organisasjonsform ble unngått for fremtiden. Utvalget mente imidlertid også at særlovsorganisering kunne være hensiktsmessig innenfor helse og høyere utdanning grunnet disse sektorenes omfattende og spesielle karakter.

3.5 Konsernorganisering⁴

Både statsaksjeselskap og statsforetak kan etablere datterselskap⁵. For statsforetak og særlovsselskap er utgangspunktet at kjerneaktiviteten må drives i regi av statsforetaket eller særlovsselskapet, mens annen virksomhet kan legges til datter-

selskaper bl.a. for å rendyrke og utvikle virksomhetene hver for seg.

Et datterselskap utgjør sammen med eventuelle andre datterselskaper og morselskapet et konsern (asl./asal. §1-3). Ved eierandel på over 90% utgjør gruppen et skattekonsern og ved eierandel på 85% et avgiftskonsern. Morselskapets formål kan være begrenset kun til å eie og forvalte aksjer eller andeler i datterselskapet. I slike tilfeller kan morselskapet benevnes som holdingselskap, forvaltningsselskap eller et investeringsselskap. I andre tilfeller vil morselskapet også drive selvstendig virksomhet. Da benyttes ikke betegnelsen holdingselskap eller investeringsselskap.

For at et datterselskap skal regnes inn under konsernet i et aksje- eller allmennaksjeselskap, er det avgjørende at morselskapet har bestemmende innflytelse i selskapet enten på grunn av avtale eller som eier av aksjer eller selskapsandeler (asl./asal. §1-3). Slik bestemmende innflytelse foreligger i alle tilfeller der morselskapet har mer enn 50% av stemmene, men kan også foreligge i enkelte andre tilfeller hvor det eksempelvis foreligger aksjonæravtale. De samme kriteriene gjelder delvis for statsforetak.

Datterselskapet, flere datterselskap og/eller morselskapet og ett eller flere datterselskap kan også eie hele eller deler av andre selskap (datterdøtre).

Den vanlige formen for styring av datterselskaper er at styret i morselskapet som regel fungerer som generalforsamling, mens administrerende direktør og/eller andre fra ledelsen i morselskapet utgjør styret i datterselskapet.

Staten som eier står ikke i direkte forhold til datterselskapene. Eiermyndigheten utøves gjennom morselskapets generalforsamling. Det er morselskapets styre som er ansvarlig overfor generalforsamlingen, både for den virksomhet som drives i morselskapet, men også for at hele konsernets virksomhet drives i samsvar med lov og Stortingets forutsetninger. For heleide morselskap og heleide datterselskaper betyr dette at statsråden i praksis gjennom sitt eierskap har full innflytelse over datterselskapene. Innflytelsen skjer imidlertid indirekte gjennom morselskapets styre. For deleide morselskaper og datterselskaper begrenses innflytelse av andre eieres innflytelse og rettigheter.

Det har vært reist spørsmål om opprettelse og styring av datterselskaper begrenser eiers, og ikke minst Stortingets innsyn og kontroll, med virksomheten. En slik begrensning følger ikke av aksjelovens §20-7 som bestemmer at Riksrevisjonen har rett til å kreve de opplysninger den trenger til sin

⁴ Fremstillingen bygger delvis på notat av 27.10.1998 utarbeidet av regjeringsadvokat Sven Ole Fagernæs og advokat Gudmund Knudsen. Notat ble sendt alle departementer fra Statsministerens kontor.

⁵ Særlovsselskaper med en konsernorganisering tas ikke opp spesielt her.

kontroll. Denne retten gjelder heleide aksjeselskaper med datterselskaper. I deleide selskaper eller deleide datteselskaper gjelder normalreglene i selskapslovgivningen. Etter aksjelovens bestemmelser vil da den uavhengige kontrollen med selskapsaktiviteter i første rekke skje gjennom selskaps revisor. I den grad eierne ikke er fornøyd med det arbeid som revisor utfører, vil eierne når som helst stå fritt til å kunne velge ny revisor.

3.6 Valget av selskapsform

Det har over tid vært en utvikling i synet på når ulike selskapsformer skal anvendes. I St. meld. nr. 35 for 1991-92 Om statens forvaltnings- og personalpolitikk er det et avsnitt om retningslinjer for valg av tilknytningsformer. Statsforetaksformen var ment brukt i tilfeller der et statlig engasjement i forretningsmessig virksomhet også var et virkemiddel for å realisere sektorpolitiske mål. Statsaksjeselskap skal anvendes ved «statlig engasjement i næringsvirksomhet uten at det foreligger spesielle sektorpolitiske hensyn...» I stortingsmeldingen blir det også gitt uttrykk for at antall underformer bør begrenses, og at statsforetaksloven må kunne ivareta de behov selskaper organisert etter særlover har.

I St.meld. nr. 22 for 2001-2002 Et mindre og bedre statlig eierskap gikk regjeringen Bondevik II lengre i retning av at aksjeselskapsformen kan brukes som standardmodell:

«Selskaper som ikke lenger er pålagt konkrete og identifiserbare oppgaver bør gis en selskapsform som er tilpasset bedriftens formål og utfordringer. For flere statsforetak og særlovsselskaper kan det være riktig med omdannelse til aksjeselskap. På denne måten vil det oppnås en mer oversiktlig organisasjonsstruktur for de offentlige eide selskapene. Eventuelle behov for styring kan tas inn i vedtektene. Omdannelse fra statsforetak til aksjeselskap gjør at uheldige konsekvenser som følge av låne- og garantirammer faller bort.

Omdannelse til AS vil kunne virke klargjørende for hvilke mål staten har med sitt eierskap i selskapet. Generelt kan en anta at det vil være større klarhet, og eventuelt bevissthet, knyttet til forholdet mellom staten og et statlig eiet selskap i tilfeller med aksjeselskapsorganisering. I så fall kan dette innebære at en er mer forsiktig med å gi slike selskaper styringssignaler eller oppgaver for å nå sektorpolitiske mål som alternativt kan oppnås gjennom reguleringer. For selskaper som opererer i konkurranse med private og utenlandske bedrifter, vil

AS-formen kunne gi større handlefrihet til å delta i restruktureringsprosesser. Det er også en fordel at AS-formen er kjent internasjonalt.

Det er også innenfor statsaksjeselskapsformen stor variasjon med hensyn til i hvilken grad eierutøvelsen i selskapet benyttes som et sektorpolitisk virkemiddel. Det avgjørende skillet med hensyn til ulike selskapsformers betydning synes å gå mellom deleide selskaper og andre.

Overgang fra flere ulike selskapsformer, med til dels innfløkte særbestemmelser, til en velkjent organisasjonsform som aksjeselskap kan også være et selvstendig bidrag til forenkling av offentlig sektor.»

I St.meld. nr. 1, nasjonalbudsjettet for 2004, s. 149, videreføres denne linjen ved at regjeringen slår fast at som «hovedregel bør aksjeselskapsformen velges for statens forretningsdrift.»

Arbeids- og administrasjonsdepartementet (AAD) satte i januar 2003 ned et utvalg som skulle utrede behovet for og hensiktsmessigheten til statsforetaksformen, samt alternative selskapsformer. Dette skyldes dels at opphevelsen av garanti-bestemmelsene i statsforetaksloven ga grunnlag for å vurdere om statsforetaksformen er nødvendig og om det var behov for en eventuell ny selskapsform. Sand-utvalget avga sin innstilling, NOU 2003:34 «Mellom stat og marked – Selvstendige organisasjonsformer i staten» 12. desember 2003. Utvalgets innstilling var delt med henblikk på Statsforetakslovens fortsatte eksistens. Et flertall anbefalte at en noe endret og tilpasset statsforetaksform skulle videreføres for virksomhet som primært ivaretar samfunnspålagte oppgaver og derfor driver innenfor langt mer markedsregulerte rammer enn virksomheter som i det vesentligste driver etter bedriftsøkonomiske prinsipper. Endringene som ble foreslått i dagens statsforetakslov var følgende:

- Det tas inn i loven en bestemmelse som presiserer lovens bruksområde for «virksomheter som ivaretar samfunnspålagte oppgaver».
- Det presiseres at alle planvedtak for fremtidig virksomhet samt regulære planer for det neste året og halvårsmeldinger skal sendes vedkommende departement sammen med styreprotokollene (lovens §24 tredje ledd).
- Det tas inn en bestemmelse om en plikt til å avholde kontaktmøter med eier i tillegg til foretaksmøtene.

Mindretallet mente at det ikke var tilstrekkelig behov for å opprettholde en særskilt statsforetaksform og foreslo på denne bakgrunn at loven om statsforetak ble opphevet.

Oppfølgingen av utredningen til Sandutvalget må forventes å bidra til avklaringer på dette området.

3.7 Utviklingstrekk

En rekke statlige forvaltningsliknende organer har siden starten på 1990-tallet blitt omdannet/utskilt til ulike selskapsformer. Entra Eiendom AS, Cermaq ASA, Statskog SF, Statkraft SF, Statnett SF, Posten Norge AS, NSB AS, BaneTele AS, Avinor AS, Mesta AS, Telenor ASA, NRK AS og Statskonsult AS er alle selskaper/foretak som er etablert på en slik plattform. Omdanningen av det tidligere fylkeskommunale helsevesenet til statlige helseforetak er et annet eksempel på en lignende bevegelse. Eierskapsforvaltning har således blitt en særskilt oppgave av økende betydning for staten på disse sektorene, med tilsvarende redusert vekt på hierarkisk basert etatsstyring.

Aksjeselskapsformen er og har vært den mest utbredte av de tre selskapstypene. Det ser ut til å være aksjeselskapsformen som stort sett benyttes ved utskilling av virksomhet fra forvaltningsorganer til selskap, som for eksempel omdanning av Luftfartsverket til Avinor AS, omdanning av Statens vegvesens produksjonsvirksomhet til Mesta AS, og omdanning av direktoratet Statskonsult til Statskonsult AS i 2004. En eventuell opphevelse av Statsforetaksformen kan forventes å styrke aksjeselskapsformens dominans, ved at aksjeselskapsformen blir den eneste aktuelle selskapsform der som særlov ikke benyttes. Det har også vært omdanning fra statsforetak og særlovsselskap til aksjeselskap. Statsforetakene Statens kantiner SF og Medinnova SF er omgjort til aksjeselskap. Særlovsselskapene Posten BA og NSB BA ble omdannet til aksjeselskap 1. juli 2002.

Et annet sentralt utviklingstrekk er en økende

delprivatisering av tidligere heleide statlige virksomheter som driver i konkurranse med private. I løpet av 1990-tallet har flere tidligere heleide statlige virksomheter blitt delprivatiserte gjennom børsintroduksjon. Raufoss ASA var først ut den 4. august 1990. Børsintroduksjonen av Telenor ASA den 4. desember 2000 og Statoil ASA den 18. juni 2001 er andre eksempler på at tidligere heleide statlige selskaper blir børsnotert. I mars 2004 vil virksomhetsområdet Hydro Agri, Yara International ASA, etter planen bli utfisjonert fra Norsk Hydro og børsnotert som eget selskap. Ved delprivatisering av Cermaq ASA høsten 1999 med 20% var en senere børsintroduksjon av selskapet lagt til grunn i premissene for dette salget.

I andre tilfeller har delprivatisering av tidligere heleide statlige virksomheter skjedd gjennom salg til industrielle eller finansielle medinvestorer. Eksempler på dette er delprivatiseringen av Statkorn Holding ASA (nå Cermaq ASA), Arcus-Gruppen ASA, A/S Olivin, Kommunalbanken AS, Moxy Trucks AS og Graminor AS. Postbanken ble på sett og vis delprivatisert gjennom innfusjoneringen i DnB-konsernet, hvor statens eierskap senere er redusert gjennom et annenhåndssalg.

Oppsummert er staten i en direkte eierrolle på flere sektorer enn tidligere, og eier også i økende grad sammen med andre, på eller utenfor børs. På den annen side har staten også solgt seg helt ut av selskaper som Norsk Jetmotor AS, Norsk Vekst ASA, Sydvaranger ASA, Drevsjø Trelast AS, Norsk Medisinaldepot ASA, SND Invest AS, A/S Olivin, Arcus-Gruppen ASA og NOAH Holding AS. Statens eierskap er redusert i Raufoss-konsernet gjennom utskillelsen av Nammo AS og salg av andre virksomhetsområder for øvrig. Statens eierskap i Moxy Trucks AS ble avsluttet gjennom konkursen i 2002. Statens tidligere eierskap i Horten Verft og i Kongsberg Våpenfabrikk opphørte gjennom akkord.

Kapittel 4

Rettslige rammer av særlig betydning – Konkurranselovgivningen og EØS-avtalen

Konkurranselovgivningen og sentrale prinsipper i EØS-avtalen setter visse rammer for utøvelsen av det statlige eierskapet.

Konkurranselovgivningen gjelder for alle virksomheter og kan få betydning for det statlige eierskapet. Det vil derfor bli redegjort for regelverket nedenfor. Videre redegjøres det for hovedtrekkene i EØS-avtalens regler om statlig støtte. Reglene er en viktig ramme for hvordan staten kan forvalte sitt eierskap.

4.1 Norsk konkurranselovgivning

4.1.1 Konkurranselovgivningen

Med norsk konkurranselovgivning menes konkurranselovgivning som har betydning for norsk næringsliv, herunder Lov 11. juni 1993 nr. 65 om konkurranse i ervervsvirksomhet (konkurranseloven) og EØS-avtalens regler om konkurranse slik disse er gjennomført i norsk rett gjennom lov 27. november 1992 nr. 109 om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i Avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven), samt lov 27. november nr. 110 om konkurranseregler i EØS-avtalen m.v. (EØS-konkurranseloven) og nærmere forskrifter gitt med hjemmel i denne lov. Både konkurranseloven og EØS-konkurranseloven er nylig endret, jf. Ot. prp. nr. 6 for 2003-2004 med ikrafttredelse fra 1. mai 2004. Forslaget er vedtatt i Stortinget og redegjøres for nedenfor under punkt 4.1.3.

Gjeldende konkurranselov gjelder for konkurransereguleringer som er egnet til å virke i Norge. Dersom samhandelen mellom EØS-stater påvirkes merkbart av en konkurranseregulering som nevnt i EØS-avtalen artikkel 53 og 54, kommer dette regelverket til anvendelse. Tilsvarende kommer EØS-avtalen artikkel 57 om kontroll med foretakssammenslutninger til anvendelse dersom visse terskelverdier for omsetning overstiges innenfor enten EØS – EFTA statene eller EU.

Formålet med konkurranseloven er å sørge for effektiv bruk av samfunnets ressurser ved å legge

til rette for virksom konkurranse. Formålet med EØS-avtalens konkurranseregler er å fremme handelen over landegrensene og like konkurransevilkår i EØS-området.

Konkurransereglene i EØS-avtalen håndheves av enten EFTAs overvåkningsorgan (ESA) eller EU-kommisjonen. Regelverket inneholder ingen særlige begrensninger i disse organers kompetanse.

4.1.2 Konkurransemyndighetenes organisasjon og oppgaver

Konkurransetilsynet er tilsynsorgan for saker som faller inn under konkurranseloven. Tilsynets oppgave er primært å føre tilsyn med konkurransen i de ulike markedene. Videre skal Konkurransetilsynet kontrollere at lovens forbud og påbud overholdes, samt eventuelt treffe vedtak om dispensasjon. Videre kan tilsynet foreta inngrep mot konkurranseskadelig adferd og bedrifterverv dersom ervervet fører til eller forsterker en vesentlig begrensning i konkurransen i strid med konkurranselovens formål.

ESA og EU-kommisjonen håndhever EØS-avtalen artikkel 53 og 54 om henholdsvis forbud mot konkurransebegrensende samarbeid og utilbørlig utnyttelse av dominerende stilling, etter nærmere bestemte kompetansefordelingsregler. Tilsvarende håndhever ESA eller EU-kommisjonen EØS-avtalen artikkel 57 om foretakssammenslutninger.

En avgjørelse fattet av ESA eller EU-kommisjonen i en konkret sak, kan bringes inn for domstolsprøving til henholdsvis EFTA-domstolen eller EU-domstolen.

4.1.3 Ny konkurranselov og EØS-konkurranselov

Regjeringen har fremmet forslag til ny konkurranselov og ny EØS-konkurranselov i Ot.prp. nr. 6 for 2003-2004. Ot.prp. nr. 6 ble vedtatt av Stortinget og loven trer i kraft fra 1. mai 2004. Både de materielle reglene og saksbehandlingsreglene er endret. Nedenfor følger en oversikt over de viktigste endringene.

Formålet med den nye konkurranse-loven er fortsatt å sørge for effektiv bruk av samfunnets ressurser ved å legge til rette for virksom konkurranse.

Systemet i den nye konkurranse-loven innebærer forbud mot konkurransebegrensende samarbeid og misbruk av markeds-makt. De nye forbudene er en harmonisering med tilsvarende forbud i EØS-avtalen artikkel 53 og 54 samt EF-traktaten artikkel 81 og 82. Endringen innebærer at langt flere konkurranseskadelige handlinger blir forbudt i forhold til konkurranse-loven av 1993. Den nye konkurranse-loven skal føre til en styrking av kampen mot karteller og misbruk av markeds-makt. Dette er ment å gi økt konkurranse i norske produkt- og tjenestemarkeder, til fordel for forbrukerne og den delen av næringslivet som møter internasjonal konkurranse. Det er også en nyvinning i norsk rett at Konkurransetilsynet kan pålegge de som misbruker markeds-makt, nedsalg, fisjon, eller andre typer strukturelle tiltak.

I dagens lovverk er det ikke alminnelig forbud mot konkurransebegrensende fusjoner. Etter den nye loven vil imidlertid Konkurransetilsynet bli forpliktet til å gripe inn mot en fusjon som fører til eller forsterker en vesentlig begrensning av konkurransen. Dette nødvendiggjør alminnelig meldeplikt for fusjoner. Forslaget om meldeplikt vil gjøre det lettere for Konkurransetilsynet å oppdage fusjoner i blant annet lokale markeder eller smale markeder som ikke har offentlighetens oppmerksomhet på seg, men som likevel er viktig for konkurransen. Forslaget åpner opp for å utarbeide nærmere bestemmelser om meldeplikten i forskrifter.

På bakgrunn av Stortingets vedtak i forbindelse med behandling av tilsynsmeldingen, jf. Innst. S. nr. 222 for 2002-2003, er det ikke foretatt endringer i reglene om klagebehandling i den nye konkurranse-loven. Et enkeltvedtak vil som i dag kunne påklages til departementet. Det er lovfestet at departementet ikke kan instruere tilsynet med hensyn til resultatet av saksbehandlingen. Dette vil være i samsvar med gjeldende forvaltningspraksis, men er likefullt viktig fordi den formelt gjør det klart at tilsynets avgjørelser helt ut er deres egne. På den annen side gir loven Kongen hjemmel til å pålegge Konkurransetilsynet å ta opp en sak til behandling. Formålet er å sikre at politisk viktige saker blir tatt opp til behandling av Konkurransetilsynet i første instans. For i størst mulig grad å

sikre Konkurransetilsynets uavhengighet, er det også vedtatt at departementet, i motsetning til i dag, ikke skal kunne omgjøre tilsynets vedtak med mindre dette påklages. Dette gjelder likevel ikke dersom Konkurransetilsynets vedtak er ugyldig.

For å sikre politisk styring i enkeltsaker også etter den nye loven, er det vedtatt at Kongen i statsråd skal ha myndighet til gripe inn «i saker av prinsipiell eller stor samfunnsmessig betydning». Kongen i statsråd vil både kunne omgjøre Konkurransetilsynets vedtak ut fra andre hensyn enn konkurransehensyn og overprøve det konkurranse-messige skjønn som tilsynet har utøvd i den konkrete saken.

Det er også vedtatt endringer i EØS-konkurranse-loven som innebærer at Konkurransetilsynet får kompetanse til å håndheve EØS-avtalen artikkel 53 og 54, som svarer til EF-traktaten artikkel 81 og 82. Konkurransetilsynet vil være forpliktet til å anvende EØS-avtalen artikkel 53 og 54 når disse er anvendbare. Formålet er å etablere et system innen EFTA-pilaren som er i samsvar med det nye systemet i EU som følge av rådsforordning 1/2003 om håndheving av EF-traktaten artikkel 81 og 82. Endringer i EØS-konkurranse-loven er ment å sikre norske næringsdrivende like vilkår med resten av Europa.

4.2 Reglene om offentlig støtte i EØS-avtalen

Bakgrunnen for regelverket om offentlig støtte i EØS-avtalen er forutsetningen om at EØS-statenes ressurser utnyttes mest effektivt i et felles marked med fri konkurranse.¹ Et marked der prisene bestemmes av tilbud og etterspørsel forventes å bidra til en mer rasjonell allokering av ressurser og sterkere økonomisk vekst enn hva som ville være tilfellet i en planøkonomi. Hvis staten støtter foretak som klarer seg dårlig i markedet, vil foretak som utnytter sine ressurser effektivt tape i konkurransen med støttemottakende foretak. Derfor kan statsstøtte til en eller flere aktører på et slikt marked medføre konkurransevridninger som reduserer den positive virkningen fri konkurranse antas å ha på ressursutnyttelsen.

Forbudet mot statsstøtte er ikke absolutt, men preget av en balanse mellom hensynet til effektiv konkurranse og sosioøkonomiske konsekvenser ved manglende støtte. Reglene skal således ivareta hensynet til at myndighetene må stimulere til oppfyllelse av samfunnsmessige mål som ikke ville blitt ivaretatt uten offentlig støtte, eksempelvis miljøtiltak og forskning.

¹ Fremstillingen i avsnittet er hentet fra:

1. Lund, Robert (2002): Statsforetak og Statsstøtte. IUSEF nr. 38. Senter for Europarett. Universitetet i Oslo.
2. EU Karnov 2001, bind 1, s.1013

EFTAs overvåkningsorgan (ESA) er ansvarlig for å overvåke at EØS-avtalens regler om offentlig støtte overholdes i EFTA-landene. Alle planer om innføring av *nye offentlige støttetiltak* skal forhåndsmeldes til ESA for godkjenning. Det samme gjelder *endringer* i eksisterende støtteordninger. Nye støttetiltak/endringer kan ikke iverksettes før tiltaket er godkjent av ESA. ESA har myndighet til å gjennomgå *eksisterende støtteordninger*, både de som eksisterte før EØS-avtalen trådte i kraft, og støtte som ESA har godkjent. Dersom ESA kommer frem til at støtten strider mot EØS-avtalen, må ordningen oppheves eller endres. Vedtak som er fattet av ESA kan påklages til EFTA-domstolen.

4.2.1 Hovedregelen om offentlig støtte – EØS-avtalen artikkel 61 (1)

Hovedregelen er at all offentlig støtte til foretak, som vrir eller truer med å vri konkurransen, er forbudt i den grad handelen mellom EØS-landene påvirkes. Dette gjelder uavhengig av om selskapene eies av offentlig eller private eller hvordan de er organisert. Regelverket inneholder flere generelle unntaksbestemmelser, samt muligheter til å gi dispensasjoner i enkelttilfeller.

EØS-avtalens art. 61(1) oppstiller fire kumulative vilkår som må være tilstede for at en ordning skal stride mot statsstøttereglene:

1. Støtten må være gitt av staten eller av offentlige midler i enhver form (offentlig støtte).
2. Støtten må vri konkurransen eller true med å vri konkurransen.
3. Støtten må begunstige enkelte foretak eller produksjonen av enkelte varer.
4. Støtten må være egnet til å påvirke samhandelen mellom EØS-landene (avtalepartene).

1. Støtten må være gitt av staten eller av offentlige midler i enhver form (offentlig støtte)

Som «støtte» regnes alle økonomiske tiltak som gir finansielle fordeler til bestemte bedrifter eller bestemte deler av næringslivet. Støttebegrepet skal forstås vidt og omfatter all direkte eller indirekte støtte som ytes fra offentlige kilder. Eksempler er garantier, avgiftsfritak og salg av eiendom til underpris. Dette omfatter for eksempel støtte fra staten, kommuner, fylkeskommuner og andre offentlige organer. I tillegg kan det omfatte midler som gis fra statseide eller statskontrollerte selskaper.

Prinsippet om likebehandling av private og offentlige foretak innebærer at staten har adgang til å investere på samme måte som en privat investor uten at dette anses som statsstøtte. For nærmere å

kunne trekke grensen mellom ulovlig tildeling av statsstøtte og lovlige investeringer, har en oppstilt det såkalte *markedsinvestorprinsippet*. Prinsippet innebærer at tildeling av offentlige midler til foretak som opptrer i et konkurransemarked må gjøres på vilkår som ville ha blitt godtatt av en privat investor/markedsinvestor. Kjernen i vurderingen er om en fornuftig privat markedsinvestor som driver virksomhet på normale markedsøkonomiske vilkår ville ha foretatt en tilsvarende investering/disposisjon. Det kan tas hensyn til at en tenkt privat investor må være av noenlunde samme størrelse som vedkommende offentlige organ.

Markedsinvestorprinsippet må vurderes i forhold til disposisjoner som innskudd av kapital, lån, privatisering og andre disposisjoner over aksjeposter, kapitaltilførsel, garantier, og andre tilsvarende disposisjoner.

2. Støtten må begunstige enkelte foretak eller produksjonen av enkelte varer

Støtten må «begunstige enkelte foretak eller varer» for å komme inn under forbudsbestemmelsen. Det går således en grense mellom støtte som rammes av EØS-avtalen og *generelle økonomiske tiltak* som faller utenfor støttebegrepet i avtalens artikkel 61(1). Foretaksbegrepet tolkes vidt slik at for eksempel en etat som driver næringsvirksomhet vil anses som et foretak i EØS-avtalens forstand.

Et generelt tiltak kjennetegnes ved at det ikke er selektivt, dvs. at det ikke leder til en begunstiging av enkelte foretak eller produksjonen av enkelte varer. Dette gjelder for eksempel infrastruktur eller skatteordninger som behandler alle likt. Reglene om statsstøtte begrenser derfor ikke bruken av generelle virkemidler i den økonomiske politikken og næringspolitikken i særlig utstrekning.

Selektive tiltak kjennetegnes ofte ved at det foreligger kriterier for tildelingen av økonomisk støtte som ikke alle foretak kan oppfylle. Det kan være vilkår om lokalisering, produksjonsprosesser, størrelse på foretaket eller annet som bidrar til å skille ut eventuelle støttemottakere. Dersom ordningen etter sin art begunstiger enkeltforetak vil kriteriet være oppfylt.

3. Støtten må vri konkurransen eller true med å vri konkurransen

Konkurransевridningkriteriet forutsetter at støttemottakeren opptrer i et konkurransemarked. Dersom foretaket opererer i et slikt marked skal det

etter EF-domstolens praksis lite til for at vilkåret er oppfylt.

4. Støtten må være egnet til å påvirke samhandelen mellom EØS-landene (avtalepartene)

Støtten må også påvirke samhandelen innenfor EØS-området for å være ulovlig.

For at støtte skal være i strid med EØS-avtalen må den konkurransevridning støtten medfører ha virkning utenfor den enkelte medlemsstats nasjonale marked. Etter EU-kommisjonens og EF-domstolens praksis skal det lite til før samhandelskriteriet er oppfylt.

4.2.2 Unntak fra hovedregelen om statsstøtte

Forbudet mot offentlig støtte er ikke absolutt, og det er mange gode grunner for å tillate støtte.

Artikkel 61 (2) og (3) angir en rekke unntak fra forbudet. Mest praktisk er unntaket i art. 61 (3) (c) som gir ESA kompetanse til å godkjenne:

«Støtte som har til formål å lette utviklingen av enkelte næringsgrener eller på enkelte økonomiske områder, forutsatt at støtten ikke endrer vilkårene for samhandelen i et omfang som strider mot felles interesser».

EU-kommisjonen og ESA har utformet retningslinjer som viser hvordan de praktiserer unntaket på flere viktige områder, deriblant støtte til forskning og utvikling, miljø, små og mellomstore bedrifter, regionalstøtte osv.

For at ESA skal kunne overvåke tildelingen av støtte, må støtteordninger og individuelle støttetildelinger utenom godkjente ordninger meldes/notifiseres til ESA. Dersom ESA godkjenner støtten blir det lovlig støtte.

Generelt er ESA mer positive til investeringsstøtte enn driftsstøtte. Støtte til eksport er generelt forbudt. Med «eksportstøtte» menes enhver støtte som er direkte knyttet til eksportvolum, opprettelse og drift av distribusjonsnett eller løpende utgifter knyttet til eksportvirksomhet.

Den tradisjonelle landbrukssektoren samt fiskerisektoren omfattes ikke av støtteregelverket. (Støtte til fiskeindustrien er som hovedregel likevel ikke tillatt etter EØS-avtalens protokoll 9.)

4.2.3 Særlig om offentlige overføringer til selskaper som skal utføre tjenester av allmenn økonomisk betydning

Tidvis pålegges foretak å utføre tjenester av allmenn økonomisk betydning, jamfør også kapittel 2.2. Spørsmålet om kompensasjon for denne typen tjenester er statsstøtte eller ikke har vært svært omstridt.

Kompensasjon som ikke er støtte

EF-domstolen avsa 24. juli 2003 dom i den såkalte Altmark-saken (sak C-280/00), som gjaldt kompensasjon for rutetransport i byer, forsteder og regioner. Domstolen slo fast at godtgjørelse som bare kompenserer for en tjeneste av allmenn økonomisk betydning ikke er å anse som statsstøtte etter artikkel 87 i EF-traktaten (tilsvarende artikkel 61 i EØS-avtalen). Grunnen er at støttemottaker ikke får noen økonomisk fordel i forhold til andre foretak. Domstolen oppstiller fire vilkår for at slik kompensasjon ikke skal anses som støtte:

For det første må foretaket være pålagt en tjeneste av allmenn økonomisk betydning, og disse forpliktelsene må være klart definert.

For det annet må kriteriene for beregningen av kompensasjonen være fastlagt på forhånd på en objektiv og gjennomsiktig måte.

For det tredje må kompensasjonen ikke overstige utgiftene til oppfyllelsen av forpliktelsene. (Her må det tas hensyn til eventuelle inntekter ved tjenesten, samt en rimelig fortjeneste)

For det fjerde må kompensasjonens størrelse bestemmes enten etter en offentlig anskaffelsesprosedyre eller på grunnlag av en analyse av omkostningene som et gjennomsnittlig foretak vil ha (her må det tas hensyn til inntekter og til en rimelig fortjeneste ved oppfyllelsen forpliktelsene).

Det er bare når disse vilkårene er oppfylt at en kan gå ut fra at et foretak ikke får noen økonomisk fordel som vil kunne utgjøre statsstøtte i EF-traktaten/EØS-avtalens forstand.

Kompensasjon som er støtte

Det kan også vurderes om EØS-avtalens artikkel 59(2) åpner for statsstøtte til selskaper som ivaretar allmenne økonomiske interesser. Denne unntakshjemmelen var mye brukt før Altmark-dommen. Altmark-dommen medfører at rettstilstanden i forhold til artikkel 59(2) er noe usikker. EU-kommisjonen har imidlertid etter Altmark-dommen godkjent støtte etter 59(2) i saker hvor Altmark-vilkårene ikke var oppfylt.

Artikkel 59 (2) (EF artikkel 86 nr. 2) oppstiller en generell unntaksregel for foretak som er blitt «tillagt oppgaven å utføre tjenester av allmenn økonomisk betydning». Selv om et foretak er pålagt slike oppgaver, vil i utgangspunktet statsstøttereglene gjelde, med mindre anvendelsen (av artikkel 61 nr.1) hindrer oppfyllelsen av de allmennøkonomiske oppgavene. At unntaksregelen også gjelder for statsstøttereglene går klart frem av rettspraksis før Altmark-dommen.

«Allmenne» vil tjenestene normalt være hvis det dreier seg om politisk fastsatte målsetninger, slik som for eksempel at et lands innbyggere skal kunne motta visse ytelser til like vilkår, uavhengig av hvor man er bosatt. Ved avgjørelsen av hva som skal være denne typen oppgaver er den enkelte stat innrømmet et visst skjønn. Typiske eksempler på slike tjenester vil være jernbanedrift, postvesen, strømforsyning, telekommunikasjon og fjernsynsvirksomhet.

Slike oppgaver må være pålagt foretakene gjennom en myndighetshandling og fravik fra statsstøttereglene kan kun godtas dersom dette er nødvendig for å kunne oppfylle de aktuelle forpliktelser. Støtten kan i slike tilfeller bare godtas i den grad den bidrar til å kompensere for merutgifter som følge av slike oppgaver.

Artikkel 59 (2) gir muligens et større handlingsrom enn det som oppstilles i Altmark-dommen. En viktig forskjell er at kriteriene for kom-

pensasjonen skal være avklart på forhånd, det fremkommer ikke klart om det er noen muligheter for etterfølgende kompensasjon. Dette vil i særlig grad være aktuelt der tjenesten viser seg å koste vesentlig mer å utføre, og feil således kan medføre alvorlige problemer for selskapet. Når kompensasjonens størrelse skal bestemmes etter en offentlig anskaffelsesprosedyre eller på grunnlag av en analyse av omkostningene som et gjennomsnittelig foretak vil ha (her må det tas hensyn til inntekter og til en rimelig fortjeneste ved oppfyllelsen forpliktelsene), kan det heller ikke tas hensyn til andre særtrekk ved et statlig selskap ved utarbeidelsen av kompensasjonen.

Rettstilstanden er her under utvikling og det forventes flere avklarende dommer fra EF-domstolen den nærmeste tiden. EU-kommisjonen vil trolig også komme tilbake med retningslinjer og evt. gruppeunntak på området.

Oppsummering

Det som er klart er at kompensasjon som oppfyller vilkårene i Altmark-dommen ikke er støtte, og derfor kan ytes av staten uten at det kommer i konflikt med statsstøttereglene. Det er også klart at dersom Altmark-vilkårene ikke er oppfylt kan støtten aldri gis uten at den er notifisert til og godkjent av ESA på forhånd. ESA vil trolig da godkjenne støtten dersom den er i samsvar med artikkel 59 (2).

Kapittel 5

Statlige regler for eierskapsforvaltning

De foregående kapitlene har beskrevet reglene for utøvelse av eierskapet gjennom selskapets organer og mulige grenser for utøvelsen av eierskapet som følger av konkurranseloven og EØS-avtalen. I dette kapitlet skisseres reglene som regulerer forholdet mellom Storting og regjering i forvaltning av det statlige eierskapet, i tillegg til øvrige internstatlige regler av særlig relevans. I denne sammenheng skisseres til slutt kort hvor eierskapet forvaltes fra i staten og utviklingen over tid.

5.1 Konstitusjonelle forhold

5.1.1 Grunnlovens §3

Grunnlovens §3 fastslår at den utøvende makt skal være hos Kongen (regjeringen). Dette begrenser ikke Stortingets kompetanse til å bestemme forvaltningens organisering eller hvordan forvaltningen skal utøves, for eksempel instruere statsråden om stemmegivning på generalforsamlingen i et statlig selskap. Stortinget kan både gi generelle retningslinjer og instruere i enkeltsaker. Rettslig gyldige instruksjoner må ha form av lov eller plenarvedtak. Komiteuttalelser, debattuttalelser som ikke er en del av Stortingets lovbehandling, og meldinger som tas til etterretning er ikke rettslig bindende, selv om de i praksis kan inneholde signaler om hva Stortinget ønsker.

Stortinget har generell adgang til å gi organisatoriske bestemmelser, med unntak av tilfeller der denne myndigheten eksplisitt er lagt til regjeringen i Grunnloven (prerogativer). Grunnlovens §3 har heller ikke blitt sett på som et hinder mot at Stortinget kan bestemme at et organ helt eller delvis skal være unndratt Regjeringens og andre forvaltningsorganers organisasjons- og instruksjonsmyndighet. Stortinget (Innst. S. nr. 277 for 1976-77, s. 9) gav imidlertid tilslutning til følgende synspunkt fra Ingvaldsen-utvalget (NOU 1972:38 ; Dok nr. 7 for 1972-73):

«Alle forhold tatt i betraktning mener utvalget at forvaltningen i hovedregelen må bygges opp slik at Regjeringen og departementene har instruksjons- og kontrollmyndighet overfor and-

re organer. Dette gir som nevnt Regjeringen og departementene mulighet for å gjennomføre en politisk målsetting som kan ha sin bakgrunn i direktiver og ønsker Stortinget gir uttrykk for. Dessuten er det en fordel at departementene har et ansvar for det som foregår i de underordnede organer og en plikt til å rette på svakheter.»

5.1.2 Grunnlovens §19

Det statlige eierskapet reguleres imidlertid også av Grunnlovens §19:

Kongen vaager over, at Statens Eiendomme og Regalier anvendes og bestyres paa den af Stortinget bestemte og for Almenvæsenet nyttigste Maade.

Etter Grunnlovens §19 er det Kongen som forvalter statens aksjer i aksjeselskap, eierskapet til statsforetak og særlovsselskap. Bestemmelsen gir en uttrykkelig hjemmel for Stortingets instruksjonsmyndighet i saker som angår det statlige eierskapet. Spørsmålet om hvilke begrensninger Grunnlovens §19 innebærer for organiseringen av statens forretningsdrift, har vært gjenstand for omfattende statsrettslig diskusjon. Det har vært uenighet om retten til å bestyre statseiendom og statens bedrifter kan fratas Kongen ved lov. Ett syn har vært at bakgrunnen for at §19 kom inn i Grunnloven, var et ønske om å slå fast Kongens plikt til å følge Stortinget, heller enn et ønske om å gi en enerett til Kongen. Et annet syn har vært at Grunnlovens §19 må regnes blant prerogativene, og at retten til å bestyre statens bedrifter ikke kan fratas Kongen ved lov. Stortinget har ved flere anledninger gitt uttrykk for denne sistnevnte forståelsen. Ved lov av 19. oktober 1947 ble Raufoss Ammunisjonsfabriker, Kongsberg Våpenfabrikk og Marinens Hovedverft opprettet som selvstendig rettsobjekter. Bedriftene var ikke underlagt Regjeringens instruksjonsmyndighet. Stortinget sluttet seg i 1957 til innstillingen fra en spesialkomite om at dette vanskelig kunne være i overensstemmelse med Grunnlovens §19, og selskapene ble derfor senere omdannet til aksjeselskaper. Senere er

samme forståelse lagt til grunn av Stortinget ved den siste behandlingen av spørsmålet i Innst. S. nr. 277 for 1976-77, s. 10 (jmfør også NOU 1972:38 ; Dok nr. 7 for 1972-73):

«Komiteens flertall, alle unntatt Gustavsen og Ås, mener derfor at folkevalgt politisk ledelse av statens næringsvirksomhet klart sikres ved at virksomheten er underlagt regjeringen, og dermed indirekte Stortingets beføyelse, slik Grunnlovens §19 foreskriver. Flertallet holder fast på den forståelse som kom til uttrykk gjennom Stortingets behandling av Innst. S. Nr. 69 fra 1957.»

Utvalget har ikke funnet det nødvendig å innta noe bestemt standpunkt til den nevnte uenighet. For utvalgets del er det tilstrekkelig å fastslå at det ikke kan reises tvil om at Stortinget har adgang til å treffe vedtak om at statens eierinteresser skal forvaltes av et eget selskap eller annen form for organisasjon utenfor departementet så lenge departementet og/eller regjeringen har kontroll med selskapets vedtak.

5.1.3 Det konstitusjonelle og parlamentariske ansvar

Forvaltningen av eierskapet er delegert til det departement selskapet hører inn under, jmfør Grunnlovens §12, 3. ledd. Statsrådets forvaltning av eierskapet utøves under konstitusjonelt og parlamentarisk ansvar. Det nærmere innholdet i de politiske ansvarsforholdene er drøftet i et notat fra Statsministerens kontor av 28.10.98 om «Forholdet mellom statsråden og selskapsledelsen i statens selskaper»:

«På den ene siden har man gjennom valget av å organisere statlig virksomhet som et selskap ønsket å gi selskapsledelsen større grad av forretningsmessig frihet enn den ville hatt som en del av sentralforvaltningen. På den annen side er det lagt vekt på at Stortingets konstitusjonelle kontroll med statsrådets håndtering av statens eierskap må være reell.

Det har vært en gjennomgående oppfatning i utredningene og stortingsdebattene at det ikke vil være mulig – eller i alle fall ikke hensiktsmessig – å knytte politisk ansvar for regjeringen til forretningsmessige eller tekniske vedtak i statsselskapene som etter selskapslovgivningen hører under selskapets styre og daglige leder. Annerledes er det med den mer

grunnleggende styring og kontroll med at virksomheten drives forsvarlig og i samsvar med de rammevilkår Stortinget har fastsatt. Det er imidlertid ingen klar grenselinje mellom disse to utgangspunktene. Grensedragningen vil kunne avhenge av den politiske dagsorden og generelle politiske strømninger. Likevel bør det fastholdes at den alminnelige oppfatningen er at Stortinget normalt ikke bør holde statsråden ansvarlig for den forretningsmessige driften av selskapet.»

5.1.4 Stortingets medvirkning ved endringer i statens eierskap¹

Stortinget har en særlig betydningsfull rolle i saker som gjelder endring av statens eierskap. Aksjesalg går utover statsrådets myndighet etter Grunnlovens §19 og krever særlig Stortingsvedtak. Det samme gjelder endring av eierforholdene eller tilknytningsformen til statsforetak eller særlovsselskap, hvor Stortingets medvirkning i form av lovendring er nødvendig.

Likestilt med salg av aksjer, er vedtak om kapitalforhøyelse som gir andre enn staten rett til å tegne aksjer, og fusjon hvor andre enn staten får utstedt aksjer i selskapet. Stortinget må i sin alminnelighet også medvirke ved tilbakeføring av deler av et statsselskaps virksomhet til staten.

Salg av aksjer i selskaper som et statlig selskap har fått overdratt seg eller ervervet på en annen måte, kan imidlertid normalt avhendes som ledd i den forretningsmessige ledelsen av selskapets virksomhet, alt uten samtykke fra Stortinget, jmfør likevel det som sies om erverv og avhendelse av statsaksjeselskaper eierinteresser nedenfor.

I forbindelse med Stortingets behandling av Dok. nr. 7 for 1972-73 (NOU1972:38 Stortingets kontroll med forvaltningen mv) uttalte flertallet i Stortingets utenriks- og konstitusjonskomite følgende om erverv og avhendelse av statsaksjeselskaper eierinteresser i andre selskaper (Innst. S. Nr. 277 for 1976-77, s. 18-19):

«Når det gjelder aksjeselskaper hvor staten er eneaksjonær, og hvor vedkommende statsråd er enegeneralforsamling, er det naturlig at Stortinget har den reelle avgjørelse når det gjelder beslutninger som i vesentlig grad vil endre statens engasjement.

Det er imidlertid viktig for statsselskapenes muligheter for å treffe rent forretningsmessige disposisjoner tilstrekkelig raskt at man ikke beskjerer deres handlefrihet sterkere enn det som er nødvendig av hensyn til Stortinget. Bedriftenes egne besluttede organer bør derfor kunne treffe vedtak om opprettelse av datterselskaper som bare representerer en hensikts-

¹ Fremstillingen bygger på notat av 27.10.1998 utarbeidet av regjeringsadvokat Sven Ole Fagernæs og advokat Gudmund Knudsen. Notat ble sendt alle departementer fra Statsministerens kontor.

messig organisering av bedriftens egen virksomhet innenfor det område som bedriften allerede arbeider på, som for eksempel salgsselskaper for bedriftens produkter når slike ikke innebærer en vesentlig omlegging av bedriftens salgspolitikk.

Men bedriftene bør ikke erverve eller avhende eierandeler i andre foretak uten Stortingets samtykke når dette innebærer en mer vesentlig forandring av statens samlede engasjement i næringsdrift. Det må være Stortingets oppgave å avgjøre om, og i tilfelle i hvilken utstrekning statens eierandeler i næringsvirksomhet bør utvides eller innskrenkes. Avgjørelser av betydning i dette henseende må trefes av Stortinget.

De avveiningsspørsmål som vil kunne oppstå vedrørende hvor langt de rene statsbedriftene her vil kunne gå uten at saken blir forelagt for Stortinget på forhånd, vil i praksis måtte løses ved at sakene forelegges vedkommende statsråd, som må ta det parlamentariske ansvaret for vurderingen av eventuelle tvilstilfelle.»

Denne forståelsen er retningsgivende, og gir enkelte andre føringer enn når staten eier direkte. Stortinget har ikke senere på generelt grunnlag fraveket det som her sagt om erverv og avhendelse av statsselskapers eierandeler i andre selskaper. Det hører således under selskapsledelsen å treffe beslutninger om kjøp og salg av aksjer, herunder kjøp og salg av datterselskaper som har naturlig tilknytning til selskapets formålsbestemte virksomhet.

I deleide selskaper ble situasjonen vurdert som noe annerledes i samme komitebehandling som over (Innst. S. nr. 277 for 1976-77, s.19):

«Når det gjelder selskaper hvor staten er aksjonær sammen med andre, må spørsmålet om forhåndsdrøftelse i Stortinget i første rekke gjelde planer om kjøp eller salg av eierinteresser, eller stiftelse av datterselskaper, som er av en slik rekkevidde at det vil være naturlig å drøfte dem på selskapets generalforsamling. Spørsmålet om slike saker bør drøftes med Stortinget på forhånd må også avhenge av hvor stor statens eierinteresse i vedkommende selskap er, idet det vil være betydelig forskjell i denne henseende mellom selskaper hvor staten bare har en knapp majoritet, og selskaper hvor staten alene eier en vesentlig større andel

av aksjene. I selskaper hvor staten bare har en minoritetsinteresse som ikke er stor nok til å gi staten vesentlig innflytelse alene, vil kjøp eller salg av eierinteresser sjelden i nevneverdig grad berøre omfanget eller betydningen av statens samlede engasjement i næringsdrift, og de vil derfor som regel kunne avgjøres uten at Stortinget trekkes inn.»

Utover de nevnte krav om stortingsbehandling, er Stortingets innflytelse ved budsjettbehandlingen en tilleggsdimensjon. Det statlige eierskapet medfører betydelige kapitalstrømmer, både fra selskapene til staten og vise versa. Stortinget kan i utgangspunktet spesifisere budsjettet så mye de vil og hovedregelen er at utgifter og inntekter budsjetteres hver for seg. For heleide selskaper medfører særreglene om utbytte, at nivået på utbyttet i praksis kan bestemmes i forbindelse med behandlingen av statsbudsjettet. I tillegg til at endringer i statens eierskap krever stortingsbehandling ut fra de retningslinjer som er behandlet over, vil de også kunne kreve egne bevilgningsvedtak.

En del av resultatrapporteringen fra eierskapsforvaltningen skjer også via statsbudsjettet. I forlengelsen av statsbudsjettprosessen kan nevnes rapportering via statsregnskapet for foregående kalenderår. På enkelte områder fremmes også egne stortingsmeldinger om selskapene og den statlige forvaltningen av dem.

5.1.5 Stortingets kontroll med forvaltningen av det statlige eierskapet – Riksrevisjonen

Med Stortingets kontroll menes etterfølgende parlamentarisk kontroll av regjering og forvaltning. Kontroll er således noe annet enn at Stortinget styrer regjeringen gjennom lover, instruksjer eller bevilgningsvedtak, jamfør fremstillingen over. Kontroll gjennomføres dels av Stortinget, særlig av Kontroll- og konstitusjonskomiteen, dels av eksterne hjelpeorgan. For en generell fremstilling og vurdering av Stortingets kontrollfunksjon, viser utvalget til Dokument nr. 14 for 2002-2003 Stortingets kontroll med regjering og forvaltning.

Riksrevisjonen er av særskilt stor betydning for Stortingets kontroll med det statlige eierskapet². Riksrevisjonen rapporterer til Stortinget om resultatene fra kontrollvirksomheten gjennom Dokument nr. 3:2 Riksrevisjonens kontroll med statsrådets (departementets) forvaltning av statens interesser i selskaper, banker mv.

De generelle hjemlene for Riksrevisjonens virksomhet er Grunnlovens §75k, lov av 8. februar 1918 om statens revisionsvæsen og Stortingets ge-

² Fremstillingen om Riksrevisjonen er i stor utstrekning hentet fra: Dokument nr. 3:2 Riksrevisjonens kontroll med statsrådets (departementets) forvaltning av statens interesser i selskaper, banker mv. for 2002; Dokument nr. 14 (2002-2003) Stortingets kontroll med regjering og forvaltning; Riksrevisjonens forslag til ny lov og instruks for Riksrevisjonen. Riksrevisjonen: Januar 2001.

nerelle Instruks for Statsrevisionen av 30. januar 1918. Videre har Stortinget vedtatt to instruks for statens eierskap:

- Instruks for Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av statens interesser i statsbedrifter, aksjeselskaper og enkelte organer m.v. organisert ved særskilt lov av 27.05.1977
- Instruks om Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av virksomheter organisert etter lov om statsforetak av 10.03.1992

Disse er lagt ved utredningen i vedlegg 1 og 2.

Riksrevisjonens rett til informasjon og til å foreta undersøkelser i statlige heleide virksomheter er i dag hjemlet dels i selskapslovgivningen og dels i de ovennevnte instruks for Riksrevisjonen.

I deleide aksjeselskaper/allmennaksjeselskaper har Riksrevisjonen ingen lovbestemt rett til å bli varslet og møte i selskapsorganene. Revisjon av selskapenes regnskaper inngår ikke i Riksrevisjonens selskapskontroll. Nevnte bestemmelser og instruks regulerer ikke det nærmere innholdet i selskapskontrollen. Riksrevisjonens kontroll bygger på de synspunktene som fremkom i Dok. nr. 7 for 1972-73 (NOU1972:38 Stortingets kontroll med forvaltningen mv) og Stortingets påfølgende behandling. (Innst. S. Nr. 277 for 1976-77, s. 18-19):

«Riksrevisjonens oppgaver er å kontrollere om statsråden forvalter statens eierinteresser på lovlig og økonomisk forsvarlig måte og at han sørger for gjennomføring av de vedtak som Stortinget har truffet. Riksrevisjonen skal ikke uten spesiell foranledning ta stilling til om selskapets forretningsmessige disposisjoner er økonomisk forsvarlige. Ved opprettelsen av statsaksjeselskaper og statsbedrifter er det forutsatt at styret og den daglige ledelse skal ha betydelig handlefrihet når det gjelder forvaltningen av selskapet, og statsråden (departementet) bør i sin alminnelighet ikke gripe inn i disse disposisjoner. Riksrevisjonen skal vurdere om statsråden på tross av dette burde ha grepet inn.»

Målet for Riksrevisjonens kontroll er å ha tatt standpunkt til om statsråden har utøvet sin oppgave som forvalter av statens interesser i selskaper, banker med videre er i samsvar med Stortingets vedtak og forutsetninger. I Dokument nr. 3:2 for 2003-2004 gir Riksrevisjonen selv følgende beskrivelse:

«Målet for Riksrevisjonens kontroll er å ha tatt standpunkt til om statsråden har utøvet sin oppgave som forvalter av statens interesser i selskaper, banker med videre i samsvar med Stortingets vedtak og forutsetninger. I aksjeselskaper, regionale helseforetak, statsforetak og Sta-

tens nærings- og distriktsutviklingsfond (SND) utøver statsråden myndighet i de øverste organene i virksomhetene, det vil si i generalforsamling, foretaksmøte eller lignende. I øvrige særlovsvirksomheter utøves myndighet etter retningslinjer som går fram av den enkelte lov, for eksempel gjennom forskrifter, instruks og krav ved tildeling av bevilgninger. Gjennom kontrollen vurderes det om statsråden (departementet) forvalter de statlige interessene virksomhetene representerer på den måten Stortinget har bestemt, og om statsråden bruker sin innflytelse i virksomhetene til å følge opp Stortingets forutsetninger slik disse går fram av Stortingets behandling av proposisjoner, meldinger med mer. Som et ledd i kontrollen vurderes det også om de statlige interessene virksomheten representerer, blir forvaltet økonomisk forsvarlig og i samsvar med gjeldende lover med videre.»

Ut fra instruksene for statlige selskaper skal statsråden gi en årlig beretning om utøvelse av sin eierfunksjon. Riksrevisjonen har i brev av 28. mars 2003 til alle departementer gitt en presisering av innholdet i denne beretningen, se vedlegg 3. Det ble meddelt at det er ønskelig for kontrollen at statsrådens beretning blant annet inneholder opplysninger om hvordan styrings- og kontrollmyndigheten utøves, opplysninger og vurderinger om oppnådd resultat, eventuelle avkastningskrav og utbyttepolitikk, informasjon om spesielle forhold som er tatt opp i skriftveksel mellom departementet og selskapet og vurdering av den enkelte virksomhets oppnåelse av mål og utførelse av oppgaver som er gitt i stortingsdokumenter.

I kontrollen av heleide selskaper inngår de undersøkelsene som anses nødvendige for at Riksrevisjonen skal kunne gi en kvalifisert vurdering av den enkelte statsråds forvaltning av statens interesser i aksjeselskaper med videre. Informasjon som normalt innhentes er protokoller fra generalforsamlinger, bedriftsforsamlinger og styremøter, kopier av korrespondanse mellom departementer og virksomheter. Riksrevisjonen har møterett og deltar på møter i bedriftsforsamlinger, generalforsamlinger og tilsvarende organer.

Der virksomheten er organisert som konsern, omfatter Riksrevisjonens kontroll hele konsernet.

Riksrevisjonen er også pålagt å føre kontroll der staten «eier så mange aksjer at de representerer 50% eller mer av stemmene, eller hvor staten ellers på grunn av aksjeeie eller ved statlig kontroll av selskapsinteresser har en dominerende innflytelse». I mangel av særregler i selskapslovgivningen, er Riksrevisjonens kontroll i slike selskaper i første rekke rettet mot statsråden i rollen som eier.

Etter 1977 har Stortinget ikke eksplisitt behandlet Riksrevisjonens rolle som Stortingets kontrollorgan for statlig eierskap. Sett i lys av den endring som har skjedd i det statlige eierskapet, vurderes deler av dette regelverket som foreldet og lite adekvat. Dette er bakgrunnen for et nytt lovforslag fra Riksrevisjonen og den bredere vurderingen av Stortingets kontroll som er foretatt av et Stortingsoppnevnt utvalg i Dokument nr. 14 for 2002-2003 Stortingets kontroll med regjering og forvaltning. Riksrevisjonen oversendte sitt forslag om ny lov og instruks for Riksrevisjonen i desember 2000. Hovedtrekkene i Riksrevisjonens lovfor- slag er :

- Lovfesting av kontrollen med det statlige eier- skapet i ny lov for Riksrevisjonen, nærmere regulering i instruks.
- Riksrevisjonen skal få lovfestet rett til å delta på møter i selskapsorganene i deleide selskaper, det vil si å være med eierrepresentanten.

Utover dette legges det ikke opp til store endrin- ger for det statlige eierskapets vedkommende, ho- vedforskjellen i forhold til det gamle regelverket er at det ryddes opp i bestemmelser og at det gis klarere hjemmelsgrunnlag.

Frøiland-utvalgets rapport til Stortinget, nevnte Dokument nr. 14 for 2002-2003, tok opp en del av spørsmålene Riksrevisjonens forslag reiste.

Frøiland-utvalget anbefalte forvaltningsrevi- sjon for heleide statlige selskaper. Bakgrunnen for Frøiland-utvalgets forslag om en slik mer inngåen- de kontroll av heleide statlige selskaper var at :

«Selv om nye organer etableres utenfor det or- dinære forvaltningsapparatet, reduserer ikke dette betydningen av at viktige samfunnsopp- gaver ivaretas. Den overordnede styring og kontroll med viktige statlige oppgaver må fort- satt være en oppgave for Stortinget og dets organer, uavhengig av hvordan de statlige opp- gavene organiseres.

Utvalget mener derfor at Riksrevisjonens kontroll med fristilte virksomheter med ansvar for å gjennomføre statlige oppgaver også må omfatte forvaltningsrevisjon, i tillegg til den eierskapskontroll som inngår i den løpende sel- skapskontrollen. Utvalget er videre av den opp- fatning at Stortingets kontrollbehov omfatter alle heleide statlige foretak, enten disse er or- ganisert som statsaksjeselskap, statsforetak el- ler særlovselskaper, dersom disse er tillagt et samfunnsmessig ansvar i tillegg til sin rent næ-

ringsmessige eller forretningsmessig virksom- het. Det er ikke ønskelig at Stortinget involver- rer seg i forretningsmessige disposisjoner i sel- skapene, men det er en realitet at viktige tje- nesteproduksjoner i samfunnet reelt sett styres gjennom statlige kjøp av tjenester betalt med tilskudd, konsesjoner eller annen regulering i forhold til selskapene. Stortinget må da gis mu- lighet til å kunne vurdere hvordan heleide stat- lige foretak ivaretar sine samfunnsoppgaver. Herunder må det kunne kontrollere hvordan tildelte statlige ressurser utnyttes (kostnadsef- fektivitet), hvordan virksomhetene har innret- tet seg i forhold til de samfunnsmessige mål som er fastlagt for virksomheten (formålseffek- tivitet), og det må kunne vurdere eventuelle uønskede fordelingsmessige virkninger av tje- nesteproduksjonen (geografisk eller på annen måte).»

I Innst. S. nr. 210 for 2002-2003 sluttet Kontroll- og konstitusjonskomiteen seg til at:

«Riksrevisjonens selskapskontroll i forhold til heleide statlige selskaper også må kunne om- fatte forvaltningsrevisjon».

5.2 Eierskapsforvaltning i regjeringen og departementene

Et stort antall saker vedrørende eierskapsforvalt- ningen må stortingsbehandles. Slike saker be- handles først av Kongen i statsråd. Saker av viktig- het etter Grunnlovens §28 behandles av Kongen i statsråd. I andre saker er det vanlig at avgjørelses- myndighet blir delegert til et departement eller andre forvaltningsorganer. Også i slike tilfeller er hovedregelen at statsrådene bør legge frem alle viktige saker til politisk behandling i regjeringen. Retningslinjene³ nevner spesielt saker med bety- delige økonomiske og administrative konsekven- ser, saker som er politisk vanskelige og saker hvor det er uenighet mellom statsrådene.

Dagens retningslinjer for regjeringens arbeid presiserer det kollektive ansvaret regjeringen har for de beslutninger som fattes. Dette gjelder både i de sakene der regjeringen som kollegium står bak beslutningene ved at de legges frem for Kongen i statsråd, men også der beslutningsmyndigheten er delegert i en statsråd. Delvis på grunn av dette kollektive ansvaret eksisterer det en utstrakt sam- ordningsprosess mellom departementene også i saker som ikke ender opp med å bli behandlet i regjeringen.

På tross av at statsrådene har fått omfattende myndighet til å fatte formelle vedtak ved delege-

³ Om statsråd. Forberedelser av saker til statsråd, 2000; Om r-konferanser. Forberedelse av saker til r-konferanser. Begge publikasjoner fra Statsministerens kontor.

ring, hevdes det på bakgrunn av ovennevnte at den kollektive beslutningsformen fortsatt står sterkt i den norske regjeringen.

Regjeringens og statsrådets ledelse av eierskapsforvaltningen skjer gjennom departementene. Departementene er forvaltningsorganer, med de rettslige og budsjettmessige implikasjonene dette har. Forvaltningsorganformen er grunnformen i det statlige styringssystemet og omfatter i tillegg til departementene, direktorater, etater osv med til dels svært ulike oppgaver. Alle disse formene for forvaltningsorganer kan forvalte statlige eierinteresser.

Departementene og andre forvaltningsorganer er i motsetning til statlige selskaper en *del av staten som juridisk person*. Når avtaler inngås og forpliktelser påtas, bindes derfor staten direkte. Staten har derfor det hele og fulle rettslige ansvar for virksomheten. Dette illustreres av at organene ikke har partsrettigheter overfor domstoler eller statlige og kommunale forvaltningsorganer. Det er således staten som institusjon som står ansvarlig for eventuelle søksmål som følge av eierskapsforvaltningen i departement og andre forvaltningsorganer.

Grunnlovens §3 plasserer regjeringen som leder av sentralforvaltningen. Regjeringen og de ansvarlige statsrådene har som følge av dette en sedvanebasert *organisasjons- og instruksjonsmyndighet* overfor departementene og forvaltningsorganer under departementene. Utgangspunktet er også at instruksjonsretten ikke er begrenset utover de rammer som er satt høyere opp i systemet. Denne myndigheten er basis for statsrådets konstitusjonelle og parlamentariske ansvar i eierskapsforvaltningen som ellers.

I tillegg til kontrollen gjennom organisasjons- og instruksjonsmyndighet samt lovgivning, er departementene og andre forvaltningsorganer også gjenstand for styring og kontroll ved at de er en *integrert del av staten økonomisk*. De er underlagt Stortingets bevilgningsmyndighet etter Grunnlovens §75d og deres inntekter og utgifter blir behandlet årlig i statsbudsjettet og statsregnskapet med varierende grad av spesifitet. I den grad virksomhetene må innhente lån, må dette også behandles av Stortinget etter Grunnlovens §75b.

Departementenes og andre ordinære forvaltningsorganers eierskapsforvaltning er budsjettert brutto på egne utgifts- og inntektsposter på statsbudsjettet. Brutto prinsippet innebærer at Stortinget bevilger utgifter og inntekter på separate kapitler, selv om de refererer til samme virksomhet. Statsregnskapet er basert på de samme prinsipper som statsbudsjettet og skal vise regnskapets utfall

Boks 5.1 Reglement for økonomistyring i staten

§10 Oppfølging av statens eierinteresse m.m.

Virksomheter som har overordnet ansvar for statsaksjeselskaper, statsforetak, særlovsselskaper eller andre selvstendige rettssubjekt som staten eier helt eller delvis, skal utarbeide skriftlige retningslinjer om hvordan styrings- og kontrollmyndigheten skal utøves overfor hvert enkelt selskap eller grupper av selskaper. Gjenpart av retningslinjene skal sendes Riksrevisjonen.

Staten skal, innenfor gjeldende lover og regler, forvalte sine eierinteresser i samsvar med overordnede prinsipper for god eierstyring med særlig vekt på:

- a) at den valgte selskapsform, selskapets vedtekter, finansiering og styresammensetning er hensiktsmessig i forhold til selskapets formål og eierskap
 - b) at utøvelsen av eierskapet sikrer likebehandling av alle eiere og understøtter en klar fordeling av myndighet og ansvar mellom eiervirksomheten og styret
 - c) at målene fastsatt for selskapet oppnås
 - d) at styret fungerer tilfredsstillende
- Styring, oppfølging og kontroll samt tilhørende retningslinjer skal tilpasses statens eierandel, selskapets egenart og risiko og vesentlighet.

Kilde: Reglement for økonomistyring i staten. Bestemmelser om økonomistyring i staten. Fastsatt 12. desember 2003. Finansdepartementet.

mot bevilgning ut fra kontantprinsippet. Som konsekvens av bruttoprinsippet har ordinære forvaltningsorganer, herunder departementene, som regel ikke anledning til å overskride utgiftsbevilgningen selv om inntektene blir større enn budsjettert. For det statlige eierskapet innebærer dette at eierdepartementet ikke kan bruke innkomne utbytteinntekter eller inntekter fra salg av aksjer til driftsutgifter knyttet til egen forvaltning eller tilskudd og reinvesteringer i form av egenkapital eller lånekapital til eide selskaper.

Forvaltningsorganene er underlagt krav til økonomiforvaltningen med utgangspunkt i Reglement for økonomistyring i staten. Boks 5.1 angir reglene om departementenes oppfølging av eierinteresser.

Boks 5.2. 10 prinsipper for godt eierskap, fra St. meld. nr. 22 (2001-2002)

1. Aksjonærer skal likebehandles.
2. Det skal være åpenhet knyttet til statens eierskap i selskapene.
3. Eierbeslutninger og vedtak skal foregå på generalforsamlingen.
4. Staten vil, eventuelt sammen med andre eiere, sette resultatmål for selskapene, styret er ansvarlig for realiseringen av målene.
5. Kapitalstrukturen i selskapet skal være tilpasset formålet med eierskapet og selskapets situasjon.
6. Styresammensetningen skal være kjenetegnet av kompetanse, kapasitet og mangfold ut fra det enkelte selskapets egenart.
7. Lønns- og insentivordninger bør utformes slik at de fremmer verdiskapningen i selskapene og fremstår som rimelige.
8. Styret skal ivareta en uavhengig kontrollfunksjon over for selskapets ledelse på vegne av eierne.
9. Styret bør ha en plan for eget arbeid og arbeide aktivt med egen kompetanseutvikling. Styrets virksomhet skal evalueres.
10. Selskapet skal være bevisst sitt samfunnsansvar.

Kilde: St. meld. nr. 22 (2001-2002).

Statens 10 prinsipper for god eierstyring

I St.meld. nr. 22 for 2001-2002 Et mindre og bedre statlig eierskap (Eierskapsmeldingen) ble det etablert 10 prinsipper for god eierstyring av selskaper med statlige eierandeler. Prinsippene kan ses som strategier eller virkemidler for å realisere mål for forvaltningen. Det er særlig to overordnede hensyn som reflekteres i prinsippene. For det første at de skal bidra til økt verdiskaping av eierskapet for staten. I denne sammenheng er prinsippene knyttet til utforming av mål for avkastning, kapitalstruktur, utpeking av styre, samt insentiv- og kontrollsystemer av stor betydning. For det andre synliggjør prinsippene at staten legger vekt på alle aksjonærs rettigheter. For private aksjonærer er det av særlig betydning at staten, som i mange selskaper er en dominerende eier, ikke opptrer slik at andre aksjonærs rettigheter eller økonomiske interesser påvirkes negativt. Det er lagt vekt på hensynet til likebehandling av aksjonærer,

åpenhet knyttet til statens eierskap og bruk av generalforsamlingen som beslutningsarena. Ryddighet på dette området kan også bidra positivt til utvikling av verdiene på statens hånd. De 10 prinsippene er fremstilt i boks 5.2, se Eierskapsmeldingen for utdyping.

Særskilte regler og retningslinjer for styreverv m.v.

De ansatte i departementer og andre forvaltningsorganer er en del av det statlige lønns- og personalsystemet. I de senere år har det skjedd en oppmykning og desentralisering av statens personalpolitikk, som ved opphevelse av reglene i bevilgningsreglementet om at Stortinget oppretter og inndrar stillinger, samt innføring av et lokalt lønns- og lederlønnssystem. Etter foreleggelse for Stortinget (jf. St.meld. nr. 9 for 1969-70) er det blitt fastsatt særskilte retningslinjer for tjenestemenns styrerepresentasjon i kapittel 12.15 i statens personalhåndbok §3:

«Til verv som er nevnt i §1 første ledd, i selskaper eller forretningsdrivende bedrifter knyttet til offentlig eller privat næringsvirksomhet, må ikke oppnevnes eller foreslås valgt noen embets- eller tjenestemann ansatt i et departement eller i annet sentraladministrativt organ, som regelmessig behandler saker av vesentlig betydning for selskapet eller bedriften eller for vedkommende bransje.»

Arbeids- og Administrasjonsdepartementets kommentarer:

«Reglene tar sikte på å forhindre at det oppstår inhabilitetssituasjoner eller at det blir etablert stillingskombinasjoner som kan svekke tilliten til forvaltningens avgjørelser.

Når det gjelder verv i selskaper eller forretningsdrivende bedrifter, (jf. §3) er det avgjørende om vedkommende embets- eller tjenestemann er tilsatt i et departement eller annet sentraladministrativt organ som regelmessig behandler saker av vesentlig betydning for selskapet eller bedriften eller vedkommende bransje. I slike tilfelle kan ikke noen embetsmann eller tjenestemann oppnevnes som er tilsatt i vedkommende departement eller direktorat o.l.»

Nevnte regler medfører at embeds- eller tjenestemenn som står for forvaltningen av statens eierskap i et selskap, ikke kan være medlemmer av selskapets styre eller bedriftsforsamling. Statsråder og statssekretærer er heller ikke valgbare som medlemmer av styret, råd o.l. Stortingsrepresentanter bør ikke velges til verv i bedrifter underlagt Stortingets kontroll, med mindre det kan forutset-

tes at representanten ikke stiller til gjenvalg. I henhold til et rundskriv fra Statsministerens kontor bør adm. direktør som h o vedregel ikke velges til medlem av styret i statsbedrifter m.v., og i hvertfall ikke være styrets leder.

5.3 Øvrige forvaltningsorganers eierskapsforvaltning

Rammene for eierskapsforvaltningen i øvrige forvaltningsorganer er svært lik rammene i departementene. De er underlagt det samme regelverket og tilknyttet den statlige økonomiforvaltningen på samme måte. Disse virksomhetene fatter beslutninger i sitt eget navn, men er like fullt underlagt departementenes instruksjonsmyndighet. Statsråden er ansvarlig for virksomheten i likhet med virksomheten i departementene.

Enkelte underformer av forvaltningsorganer står i en særskilt stilling, først og fremst ved at det er gitt unntak innenfor budsjettområdet. Dette gjelder forvaltningsorganer med særskilte fullmakter som er nettobudsjettere i den forstand at bevilgningen skjer i form av en samlet, uspesifisert overføring på en tilskuddspost (50-post) i statsbudsjettet. Denne bevilgningen utgjør virksomhetens netto statstilskudd, altså den delen av virksomhetens aktivitet som finansieres av staten. I tillegg kan virksomheten disponere andre eksterne inntekter fullt ut til virksomhetens formål. Virksomheten får overført resultatet av årets drift til neste budsjettermin. Virksomheten disponerer et eventuelt positivt årsresultat og har ansvar for å dekke et eventuelt negativt årsresultat. Forskningsinstituttene utgjør hovedtyngden av virksomhetene innenfor denne kategori.

Forvaltningsbedriftsformen er en annen underform av forvaltningsorganer utenfor departementene av relevans for forretningsmessig virksomhet. Det mest sentrale unntaket fra normalformen er at driftsbudsjettene *nettobudsjetteres*, noe som innebærer at en har netto driftsresultat som utgangspunkt i statsbudsjettet. Unntaket fra bruttobudsjettering innebærer at det bare er netto driftsoverskudd (eventuelt underskudd) som skal føres opp på statsbudsjettets utgiftsside. Forvaltningsbedriftene har derfor en friere stilling til å påvirke omfang av virksomheten og sammensetning av produksjonen enn ordinære forvaltningsorganer.

I tillegg til disse kjennetegnene er de fleste forvaltningsbedriftene gjennomgående gitt større fullmakter enn de øvrige forvaltningsorganene i forhold til lønns- og personalforvaltning og bygg- og eiendomsforvaltning. Prisene forvaltningsbe-

driftene kan ta for sine tjenester (og dermed indirekte inntektene) er ofte fastsatt av overordnede myndigheter i form av gebyr og avgifter. I de siste årene har den konkurranseutsatte delen i forvaltningsbedriftene økt i omfang og betydning. Forvaltningsbedriftene har i en viss utstrekning også vært eiere av selskaper, hovedsakelig etter utskillelse av egen virksomhet til selskapsformer. I dag er følgende virksomheter organisert som forvaltningsbedrifter: Statsbygg, Garantiinstituttet for eksportkreditt, Forsvarsbygg, Statens kartverk, Statens Pensjonskasse og Kystverket.

5.4 Forankring av eierskapet – utviklingstrekk

Hoveddelen av eierskapsforvaltningen av det direkte eierskapet skjer fra departementene. Nærings- og handelsdepartementet, Olje- og energidepartementet og Samferdselsdepartementet fremstår som de store eierdepartementene i den forstand at de forvalter eierandeler i virksomheter av betydelig omfang. Olje- og energidepartementets eierskap omfatter Statoil ASA, Petoro AS, Gassco AS, Statnett SF og Enova SF. Eierskapet til Samferdselsdepartementet omfatter Mesta AS, Posten Norge AS, NSB AS, Flytoget AS og Avinor AS. Nærings- og handelsdepartementet har eierandeler i hele 21 selskaper, herunder i Norsk Hydro ASA, Telenor ASA og Statkraft SF. Vedleggene 4 til 7 viser imidlertid også at de fleste departementer eier selskaper.

Særlig som følge av regjeringens ønsker om å rendyrke roller, har flere selskaper de siste årene blitt overført fra øvrige departementer til Nærings- og handelsdepartementet. Eksempler på dette er BaneTele AS, NOAH Holding AS, Arcus-Gruppen ASA, Grødegaard AS, Cermaq ASA, Norsk Medisinaldepot AS, Telenor ASA, SIVA SF, Statkraft SF, Entra Eiendom AS, ECC AS, Statens Bankinvesteringsfond (DnB).

Tidligere eide også statlige forvaltningsorganer underlagt departementene aksjer i større grad enn i dag. Det har vært en tendens til at aksjer eid av statlige forvaltningsorganer under departementene, løftes opp på departementsnivå. Et eksempel på dette er BaneTele AS som har blitt overført fra Jernbaneverket til Nærings- og handelsdepartementet. I 1996 ble eierskapet til Postbanken overført fra Postverket til Samferdselsdepartementet. Entra Eiendom AS og Electronic Chart Centre AS ble skilt ut fra henholdsvis Statsbygg og Statens kartverk. Eierskapsforvaltningen for de to sistnevnte ligger i dag i Nærings- og handelsdepartementet.

Kapittel 6

Mer om organisering og forvaltning i utvalgte departementer – synspunkter fra selskaper

Kapittel 5 ga en overordnet fremstilling av reglene for statens eierskapsforvaltning og hvor eierskapet var forankret. For å få et bedre innblikk i hvordan departementene forvalter sine eierandeler, har utvalget funnet det hensiktsmessig med en noe mer utførlig fremstilling av forvaltningen og organiseringen i utvalgte departementer som forvalter en betydelig andel av det statlige direkte eierskapet: Nærings- og handelsdepartementet, Samferdselsdepartementet og Olje- og energidepartementet.

Utvalget ba på denne bakgrunn Olje- og energidepartementet og Samferdselsdepartementet i brev om en skriftlig fremstilling av forvaltningen av eierandelene i sine ulike selskaper. Fremstillingen av disse departementenes forvaltning og organisering i det følgende er en noe forkortet gjengivelse av svarbrevene. For Nærings- og handelsdepartementets vedkommende er fremstillingen utarbeidet av sekretariatet i samarbeid med departementets Eierskapsavdeling¹. Utvalget har vært opptatt av å få belyst hvordan det direkteide eierskapet organiseres i forhold til andre oppgaver internt i departementene, eventuelt særskilt regelverk for de ulike typer selskaper, samt arbeidet rettet mot selskapene mer inngående. Departementene forvalter eierandeler med relativt ulike formål.

Olje- og energidepartementet og Samferdselsdepartementet forvalter eierskap som hovedsakelig kan ses som en del av sektorpolitikken disse departementene har ansvaret for. Bortsett fra Statoil ASA er dette også selskaper som er heleid av staten. Eierskapet forvaltes stort sett innen de departementsavdelingene som også har ansvaret for sektorpolitikken, selv om det i noen grad er skilt ut seksjoner som kun ivaretar eieroppgavene.

Når det gjelder selskapene som forvaltes av Nærings- og handelsdepartementet, er det en hovedregel at de ikke har noen rolle i sektorpolitikken, men skal konkurrere i et marked på fullt ut samme vilkår som sine konkurrenter. For å syn-

liggjøre at rammevilkårene skal være like, har det vært vurdert som viktig å flytte dem fra de myndighetsorganer som bestemmer sektorpolitikken eller har ansvaret for reguleringsmyndigheter på området. Det kom særlig fram ved flyttingen av Telenor ASA fra Samferdselsdepartementet til Nærings- og handelsdepartementet i forkant av bør-sintroduksjonen av selskapet i 2000. Et annet særstrekk er innslaget av deleierskap, som fjerner de særskilte eierstyringsmulighetene som ligger i særbestemmelsene for statsaksjeselskap og statsforetak. Eierskapsutøvelsen må da ta hensyn til samspillet med de andre eierne i selskapet.

Fremstillingen gir en illustrasjon av hvordan ulike mål gir seg utslag i forvaltning og organisering. Til slutt i kapitlet gis en oppsummering av de synspunkter utvalget har mottatt fra selskaper med statlig eierskap.

6.1 Nærings- og handelsdepartementet

6.1.1 Departementets interne organisering

Regjeringen Bondevik II besluttet i 2002 at statens direkte eierandeler i selskaper uten særskilte sektorpolitiske oppgaver, hvor selskapene skulle drives ut fra vanlige forretningsmessige prinsipper, skulle samles i Nærings- og handelsdepartementet (NHD). Dette arbeidet hadde likevel startet opp under tidligere regjeringer. Her kan nevnes overflyttingen av Telenor ASA fra Samferdselsdepartementet i 2000. Videre ble statens aksjer i Norsk Medisinaldepot ASA, NOAH AS og Cermaq ASA overført til Nærings- og handelsdepartementet fra henholdsvis Sosial- og helsedepartementet, Miljøverndepartementet og Landbruksdepartementet under tidligere regjeringer.

Behovet for en klarere rolledeling er behandlet i St.meld. nr. 22 for 2001-2002 Et mindre og bedre statlig eierskap (jmfør kapittel 4.1 og 5.2). Et viktig hensyn var å skille det konstitusjonelle ansvaret for ivaretagelsen av eierrollen fra tilsvarende ansvar for myndighets- og tilsynsroller. Gjennom det-

¹ Sekretariatet har ligget i Nærings- og handelsdepartementets Eierskapsavdeling.

te reduseres de rollekonflikter staten møter gjennom ulike roller som eier, tilsynsmyndighet og sektorpolitisk ansvarlig myndighet. Et tilleggshensyn var å øke eierkompetansen i forvaltningen.

Det ble i 2001 skilt ut i en egen avdeling i departementet, Eierskapsavdelingen, som utelukkende arbeider med eierskapsprosjekt. Avdelingen ivaretar de forvaltningsmessige roller knyttet til utøvelsen av eierskapet og har ansvaret for den praktiske utøvelsen av dette ut mot selskapene. Avdelingen er ikke tillagt andre næringspolitiske oppgaver.

Avdelingen forvaltet per 31.12.2003 i sum 19 hel- og deleide selskaper. Sju selskaper er heleide. Det gjelder Argentum Fondsinvesteringer AS, BaneTele AS, Bjørnøen AS, ECC AS, Entra Eiendom AS, Kings Bay AS og Venturefondet AS. Fem selskaper var børsnoterte 31.12.03: Kongsberg-Gruppen ASA, Norsk Hydro ASA, Raufoss ASA, SAS AB og Telenor ASA. Fem selskaper er deleide, men ikke børsnoterte: Cermaq AS, Eksportfinans ASA, Grødegaard AS, Nammo AS og Store Norske Spitsbergen Kulkompani AS. I tillegg er Statens Bankinvesteringsfond underlagt departementet. Dette forvalter eierskapet i det børsnoterte DnB NOR ASA. Avdelingen forvalter også eierskapet til statsforetaket Statkraft SF. Selskapene forvaltes på individuell basis og eierskapsforvaltningen av hvert enkelt selskap holdes strengt adskilt fra hverandre. Dette gjelder særlig de virksomheter som delvis konkurrerer med hverandre enten horisontalt eller vertikalt i en verdikjede, og det er utarbeidet egen instruks for forvaltning av statens aksjer i finanssektoren (dvs. DnB NOR ASA og Eksportfinans ASA) som i mange tilfelle er långiver til andre selskaper med statlig eierandel.

Arbeidet i avdelingen er strukturert om selskapsteam, som innehar både økonomisk og juridisk ekspertise, med ansvar for å følge opp det enkelte selskap. Det er bygget opp et eget system av instruks, internkontroll og beslutningsstøtteverktøy for å sikre kvaliteten i arbeidet. Det utgis en årlig eierberetning om resultatet av arbeidet. Avdelingen er relativt liten sett i forhold til antall selskaper som skal følges opp. Både for å supplere kapasiteten, men også for å ha tilgang til nødvendig spesialkompetanse, benyttes eksterne rådgivere i utstrakt grad. På mange områder avviker således arbeidsmåten fra en tradisjonell departementsavdeling og ligner mer på andre forvaltningsmiljøer. Samtidig ivaretas de normale prosedyrene som ligger i departementets beslutnings- og fullmaktsstruktur.

Eierskapsavdelingen har særlig i løpet av de siste årene fått overført statens aksjer i en rekke

selskaper fra andre departementer. De selskapene som ble overført til NHD pr. 1. januar 2002 var Statkraft SF fra Olje- og energidepartementet, SI-VA SF fra Kommunal- og regionaldepartementet, SAS AB fra Samferdselsdepartementet, Grødegaard AS fra Forsvarsdepartementet, samt eierskapet til Statens Bankinvesteringsfond (DnB) fra Finansdepartementet. Den 1. juli 2002 ble SND Invest AS utskilt fra SND og overført til NHD. Samme dag ble aksjene i det heleide Entra Eiendom AS overført fra Arbeids- og administrasjonsdepartementet. I desember 2002 overtok NHD statens aksjer i BaneTele AS fra Jernbaneverket. Svalbard Samfunnsdrift A/S ble overdratt til Longyearbyen lokalstyre med virkning fra 1. januar 2002 som ledd i styrkingen av lokaldemokratiet på Svalbard. I forbindelse med salget av SND Invest AS er eierskapet til Venturefondet AS holdt tilbake og vil bli overført NHD. Statens eierskap i Argentum Fondsinvesteringer AS, som opprinnelig ble plassert under henholdsvis SND og SIVA SF, er under overføring til NHD.

Nærings- og handelsdepartementet forvalter eierskapet i to selskaper med et mer sektorpolitisk formål, SIVA SF og Innovasjon Norge (det nye navnet på den sammenslåtte enheten mellom Eksportrådet, SND, Norges Eksportråd og Veiledningskontoret for oppfinnere). Eierskapet for disse forvaltes fra Avdeling for nyskaping og forskning som har det sektorpolitiske ansvaret for området. Den videre fremstillingen omfatter kun Eierskapsavdelingens forvaltning.

6.1.2 Særskilt regelverk og mål for selskapsforvaltningen

I henhold til økonomireglementet, jmfør kapittel 5.2, er det utarbeidet skriftlige retningslinjer for forvaltningen av 1) statlige aksjeselskaper og 2) finansinstitusjoner som ligger under Nærings- og handelsdepartementet. I tillegg er det egne retningslinjer for forvaltningen av eierinteressene i Statkraft SF og Statens Bankinvesteringsfond. Retningslinjene definerer eierrollen og hvordan den skal utøves i oppfølgingen av virksomheten.

Som tidligere påpekt er det et fellestrekk ved selskapene som forvaltes av Eierskapsavdelingen at de ikke er en del av sektorpolitikken, men skal forvaltes ut fra et rent forretningsmessig formål. I eierberetningen for 2002 fra Nærings- og handelsdepartementet oppgis følgende mål for forvaltningen gjennom Eierskapsavdelingen:

«Målet for forvaltningen er å maksimere verdien av statens aksjer, og å bidra til en god industriell utvikling i selskapene.»

Grunnlaget for eierskapsutøvelsen er for øvrig forankret i de forutsetninger og retningslinjer på feltet som følger av behandlingen av St.meld. nr. 22 for 2001-2002 Et mindre og bedre statlig eierskap (Eierskapsmeldingen) og Innst. S. nr. 264 for 2001-2002. Et forhold som har særlig stor betydning for utformingen av avdelingens arbeid er at mange av selskapene også har private eiere og er børsnoterte. I forlengelsen av dette legges det særskilt vekt på å følge aksepterte prinsipper for god eierskapsutøvelse og selskapsledelse («Corporate Governance»). Avdelingen deltar aktivt i diskusjonen med andre aktører i aksjemarkedet for å avklare og etterleve slike regler.

Som følge av at Eierskapsavdelingens selskaper er blant de mest forretningsmessig orienterte i statens eierskap og ikke har noen sektorpolitiske roller, er det i liten grad særregler for forvaltningen av selskapene ut fra spesielle hensyn. En del av eieroppfølgingen er likevel de formål som gjelder for det enkelte selskap og som er tatt inn i vedtektenes formålsparagraf. Det er likevel enkelte forskjeller i eieroppfølgingen som følge av at selskapsporteføljen består både av hel- og deleide aksjeselskaper, så vel som ett statsforetak, slik det fremgår av punktene nedenfor. I enkelte tilfelle er det inngått aksjonæravtaler eller liknende som også må hensyntas i forvaltningen av selskapene. Et eksempel er konsortialavtalen fra 8. februar 1951 (m/tillegg) mellom de nordiske land hva gjelder felles eierskap i SAS-konsernet.

6.1.3 Beskrivelse av arbeidet rettet mot selskapene

Det legges vekt på at eiermyndigheten utøves gjennom de formelt korrekte fora generalforsamlingen/foretaksmøtet. I enkelte selskaper hvor staten eier sammen med en eller et fåtall andre store eiere kan viktige avklaringer skje i særskilte eiermøter uavhengig av selskapet.

Som grunnlag for å forberede synspunkter som skal behandles av generalforsamlingen er det ofte en omfattende kontakt mellom Eierskapsavdelingen og ledelsen av selskapene. Dette skjer for det første regelmessig i form av kvartalsvise møter med en del selskaper for å gjennomgå deres resultater. Det legges også vekt på å gjennomføre årlige bedriftsbesøk og delta på selskapets presentasjoner sammen med øvrige investorer. I tillegg kan det være behov for annen kontakt og oppdatering i saker av betydning.

Slike kontakter initieres like gjerne fra selskapet som fra departementet og samsvarer i hovedsak med kontakten alle store eiere vil ha. Slik kon-

takt ses som en forutsetning for at departementet kan utøve eierrollen på en forsvarlig måte. Årsaken er at eieren må ha kunnskap om selskapets virksomhet og være orientert om sentrale spørsmål når det gjelder selskapenes utvikling. Samtidig vil ofte selskapenes styre og ledelse ha behov for å kjenne eiernes vurderinger i forbindelse med utforming av selskapenes virksomhet og strategi. I tillegg til dette må det samarbeides om grunnlagsmaterialet ved bevilgningsforslag til kapitalutvidelser m.v., og om budsjettfremlegg i de selskapene som fremdeles får statstilskudd.

En kilde til kontakt ligger også i at spørsmål fra Stortinget og pressen ofte krever innspill og materiale fra selskapene, gjerne på kort varsel. I enkelte tilfeller kan det være aktuelt for departementet å sette seg i innsideposisjon hva gjelder de børsnoterte selskapene. I så fall undertegnes det i hvert enkelt tilfelle konfidensialitetserklæringer og i spesielle tilfeller gis det melding til Oslo Børs.

Valg av styre

Selskapets styre har en viktig rolle for å sikre at selskapet utvikler seg og driver i samsvar med eiernes interesser. Det er av stor betydning at det er et tillitsforhold mellom statsråden/departementet og styret. Valg av styre ses således som det kanskje viktigste styringsredskapet for departementet. Ved misnøye med selskapenes resultater eller andre uheldige omstendigheter er også utskiftninger i styret departementets mest aktuelle virkemiddel for å sikre endringer. Ansvar for styresammensetningen ses ikke som begrenset til de periodiske styrevalgene, men som løpende tilsynsansvar med plikt til å gripe inn dersom styret ikke løser sine oppgaver på en tilfredsstillende måte. Der hvor departementet ikke er eneier og utnevner hele styret, legges det derfor stor vekt på å være representert i selskapenes valgkomiteer som foreslår sammensetning av bedriftsforsamling/representantskap og styre.

Valgene finner i de fleste selskaper sted i samsvar med aksjelovens hovedregel med en funksjonstid på 2 år. Departementet legger stor vekt på at styremedlemmene skal ha integritet og være selvstendige. Styret skal ikke forskjellsbehandle aksjonærene og representerer selskapet overfor alle aksjonærene under ett, ikke bare den største aksjonæren som i mange tilfeller kan være staten. Ved utvelgelse av kandidater følger departementet også opp en del andre forhold:

- Et styremedlem i statlige selskaper kan normalt ikke ha andre verv i konkurrerende virksomheter.

- Det fremgår av retningslinjene at det heller ikke er akseptabelt at et styremedlemskap kombineres med konsulentverv eller andre særskilt lønnete oppdrag for vedkommende selskap.
- En advokat eller lignende som måtte være styremedlem må forvente at det advokatfirmaet denne er tilknyttet normalt ikke samtidig kan være rådgiver for selskapet, særlig ikke i transaksjonsorienterte saker.

I de deleide selskapene er det som regel valgkomiteer som arbeider med styrespørsmålene. Norsk Hydro, Telenor, KongsbergGruppen, Raufoss, SAS, Cermaq og Eksportfinans har alle en vedtektsbestemt valgkomité. Gjennom departementets deltagelse i valgkomiteen fremstår dette som et organ for samarbeid mellom de private eiere og den statlige aksjonæren hva gjelder styrevalg og valg av representanter til bedriftsforsamlingen eller representantskapet. I de tilfeller et selskap har bedriftsforsamling eller representantskap, velger denne styret i selskapet etter innstilling fra valgkomiteen.

Det er i Eierskapsmeldingen, St.meld. nr. 22 for 2001-2002, gitt enkelte føringer på styrets rolle og arbeid som går ut over det som ligger i lovgivningen. Disse prinsippene, jamfør kapittel 5.2, retter seg dels direkte mot styrets arbeid. Styret gis bl.a et klart ansvar for målrealisering, lønns- og insentivsystemer for ledelsen, kontrollfunksjonen overfor ledelse og selskapets samfunnsansvar, samt egen kompetanseutvikling. Det tas også til orde for egne evalueringer av styret.

Departementet ved politisk ledelse og Eierskapsavdelingen har ved flere anledninger arrangert «styrets dag». Her deltar representanter for styre og ledelse i selskaper der staten ved Nærings- og handelsdepartementet har aksjer. Hensikten med slike konferanser/møteplasser er å ha en dialog om eierstyring og selskapsledelse med selskapene.

Avkastningskrav og utbyttepolitikk

Departementet har utarbeidet langsiktige avkastningsmål for samtlige selskaper hvor departementet har eierinteresser og hvor forretningsmessige mål er fremtredende. Arbeidet er basert på de mest vanlige metoder for å beregne markedsmessige avkastningskrav for ulike sektorer. Måltallene benyttes i departementets interne vurderinger, og som grunnlag for oppfølging og dialog med selskapene. Av forretningsmessige årsaker blir de ikke kommunisert eksternt. Slike mål brukes med for-

siktighet i det en fortolkning for operativ bruk også må ta hensyn til de begrensninger som ligger i målet anvendt for kortsiktig resultatoppfølging. For slike formål vil departementet med basis i dette langsiktige målet følge opp ulike resultatmål som kan variere fra selskap til selskap.

Det har vært en vurdering av om målene departementene bruker bør offentliggjøres. Av forretningsmessige grunner er det besluttet ikke å gjøre dette. For selskaper hvor staten ønsker å selge aksjer til private eiere vil en offentliggjøring bl.a. vil kunne påvirke prisingen i eventuelle salgsprosesser. For børsnoterte selskaper anses slik offentliggjøring fra staten som eier å være lite heldig og vil kunne ha uønskede effekter for børskursen på selskapene.

I aksjeselskap med flere eiere er det styret som setter rammene for utdeling av utbytte. I børsnoterte selskaper offentliggjør styret normalt en langsiktig utbyttepolitikk. Departementet utarbeider egne analyser om utbytteforventninger som grunnlag for dialog med selskapene. I heleide selskaper og statsforetak fastsettes utbyttet gjennom budsjettprosessen. Departementet har en løpende dialog også med disse selskapene om utbyttefastsettingen, som grunnlag for budsjettarbeidet. I enkelte tilfeller er det i fremlegg til Stortinget signalisert en langsiktig utbyttepolitikk fra eiersiden, men Stortinget har i praksis ofte avvekset fra den fastsatte politikken.

Oppfølgingen i forhold til avkastning og utbytte skjer naturlig i forbindelse med selskapets årsregnskap som departementet på grunnlag av forslag fra selskapets styre behandler i den årlige ordinære generalforsamlingen. Eierskapsavdelingen foretar alltid en særskilt gjennomgang av selskapenes årsoppgjør før generalforsamlingen. Foruten å påse at lovgivningens formelle krav til årsregnskapet og styrets årsberetning er oppfylt, vil avkastning og utbytteforslag vurderes. Her vurderes også andre aktuelle spørsmål knyttet til selskapets virksomhet og økonomiske utvikling.

Analyser og rapportering

Avdelingen har etablert et databasert beslutningsstøtte- og rapporteringssystem knyttet til regnskapstall og nøkkelinformasjon om selskapene som et viktig hjelpemiddel i sitt arbeid. De innsamlede data benyttes som grunnlag for rapportering, men også til å utforme målkrav og gjennomføre ulike analyser for internt bruk og som grunnlag for dialog med selskapene. En viktig del av rapporteringen skjer i form av en ekstern årlig eierberetning om utviklingen i selskaper med statlige eier-

interesser som forvaltes av Nærings- og handelsdepartementet. I rapporten, som ble utgitt første gang i 2003, tas det sikte på å redegjøre om utøvelsen av eierskapet og om resultatutviklingen. Åpenhet øker legitimiteten i eierskapsutøvelsen og er en forutsetning for at omverden skal kunne ha tillit til staten som stor eier.

Det foregår også et mer løpende informasjonsinnsamlings- og analysearbeide i avdelingen basert på analytikerrapporter og selskapspresentasjoner. I tilknytning til initiativ for endringer i det statlige eierskapet, benyttes også eksterne rådgivningsmiljøer til å gjennomføre særlige analyser eller transaksjoner. Dette kan dreie seg om verdivurderinger, vurdering av eierstrategier eller valg av transaksjonsform som inkluderer mulige nedsalg, kapitaltilførsler, evt fusjoner og fisjoner eller lignende. Slike prosjekter er av en midlertidig karakter og det har derfor blitt vurdert som hensiktsmessig å bruke eksterne konsulenter ved topper i avdelingens arbeidsbelastning. Videre skal bruken av eksterne rådgivere bidra til at avdelingen kan benytte seg av den til enhver tid beste kompetanse i markedet.

6.1.4 Arbeidet med selskapene i den statlige beslutningsprosessen

For de selskaper hvor eierskapsavdelingen i NHD forvalter statens eierskap er arbeidet med statsbudsjettet relativt begrenset. De siste 10 årene har det skjedd en vesentlig reduksjon i utgiftsbevilgningene knyttet til NHDs portefølje av selskaper, hvilket reflekterer en økt vektlegging av at selskapene skal drives på et forretningsmessig grunnlag og uavhengig av statlig støtte. Inntektsbevilgningene har i samme periode vokst betydelig som følge av økt aksjeutbytte fra flere selskaper.

Det er bare et av selskapene, Kings Bay AS, som mottar årlige driftstilskudd over Statsbudsjettet. Den viktigste inntekten som budsjetteres er utbytte fra selskapene. For alle deleide selskaper er dette tekniske anslag. For heleide selskaper, fond og statsforetak fastsettes rammene for utbytteutdeling gjennom budsjettbehandlingen. I tillegg blir det i budsjettproposisjonen gitt en oversikt over departementets portefølje av eierinteresser og endringene i denne siden forrige fremleggelse. Videre gis det en kort orientering om aktuelle og viktige saker som departementet arbeider med.

Når det gjelder egen forvaltning er det utover de midlene som tildeles over departementets driftsbudsjett, satt av en egen post til spesielle driftsutgifter knyttet til det statlige eierskapet. Denne posten skal dekke utgifter til ekstern råd-

givning og tilrettelegging ved endringer av eierstrukturen i selskapene. Posten er fleksibel (overskridelsesfullmakt) slik at økte kostnader f.eks knyttet til salg kan dekkes mot tilsvarende økning av salgsinntekter i forbindelse med salg.

Fullmakter

I tillegg til rene bevilgningsvedtak er vedtak som angir fullmakter for departementets forvaltning viktige både ved budsjettbehandlingen og ved fremlegg av fagproposisjoner. Såkalte «romertallsvedtak» omfatter bl.a. fullmakter til å selge aksjer/reducere statlige eierandeler, garantifullmakter og godkjenning av driftsopplegg for enkelte heleide selskaper. En hensiktsmessig tildeling av fullmakter vil redusere risikoen for at det skapes tidspress som kan påvirke statens verdier i negativ retning. I Eierskapsmeldingen søkte en i større grad å be om salgsfullmakter for en rekke selskaper i ett og samme fremlegg for Stortinget som ikke var koblet til pågående salgsprosesser. Regjeringen fikk enkelte av fullmaktene den ba om, men i de fleste tilfellene ønsket Stortinget at regjeringen skulle komme tilbake med forslag på sak til sak-basis gjerne når en konkret transaksjon var aktuell. Departementet må således løpende vurdere behovet om å komme tilbake til Stortinget med forslag til fullmakter til å gjennomføre endringer i eierskapet, der slike avgitte fullmakter ikke foreligger eller er utilstrekkelige.

Også i forbindelse med kjøp av aksjer må det normalt gis bevilgninger fra Stortinget i forkant. Det foreligger enkelte fullmakter fra Stortinget til salg/reduksjon av statlige eierandeler i NHDs portefølje av selskaper som angitt i tabell 6.1.

Rapportering

Departementets arbeid med Regjeringens rapportering til Stortinget foregår via flere kanaler. Stortinget får for det første direkte, rutinemessig rapportering gjennom budsjettproposisjonen til Nærings- og handelsdepartementet. Virksomhetsbeskrivelse og årsrapportering for de ulike selskapene gir en kortfattet beskrivelse av utviklingen. Det er også praksis at selskapenes årsrapporter oversendes til Næringskomiteen.

Stortingsmeldingene som hittil har vært fremlagt hvert 4. år om utviklingen i og status for bedrifter hvor staten ved NHD har eierinteresser er en annen form for rapportering. Disse meldingene har tradisjonelt vært brukt til å komme med konkrete forslag, samt å gi mer overordnede signaler om hvilken kurs regjeringen akter å følge i forvalt-

Tabell 6.1 Oversikt over gjeldende fullmakter for statens eierandeler i NHDs selskapsportefølje.

Selskap	Statens eierandel 31.12.2003	Hjemmelhenvisning (romertallsvedtak og politiske retningslinjer)	Endringsfullmakt/Prinsippbeslutning (men ikke romertallsvedtak (markert med *))	Fullmaktshaver (når intet er angitt innehar Stortinget beslutningen)
Argentum	100%	St prp nr 51 (2002-03) og Innst S. nr 283 (2002-03)		
Fondsinvesteringer AS				
BaneTele AS	100%	St.meld nr 65 (2002-03)	Stortinget har forutsatt at Regjeringen kommer tilbake med egen sak i forbindelse med evt industrielle løsninger.	
Bjørnøen AS	100%	St.meld. nr. 22, Innst.S.nr. 264 (2001-02)		
Cermaq ASA	79,38%	St.prp. nr. 67, Innst. S. nr. 236 (1998-99), St.prp. nr. 4, Innst.S.nr. 27 (2000-01)	34%	NHD
DnB NOR ASA	31,379%	St.prp. nr. 1, Tillegg nr. 3, B.innst. S. nr. 6 (1997-98) Blå bok for 1998, St.prp nr 59 (2002-03) og Innst.S. nr 212 (2002-03)	Oppkjøpsfullmakt til 34,0%	Statens Bankinvesteringsfond. NHD etter at SBIF er oppløst.
ECC AS	100%	St.meld. nr. 22, Innst.S.nr. 264 (2001-02)		
Eksporfinans ASA	15%	St.meld. nr. 22, Innst.S.nr. 264 (2001-02)		
Entra Eiendom AS	100%	St.meld. nr. 22, Innst.S.nr. 264 (2001-02)		
Grødegaard AS	51,82%	St.prp nr 63 (2001-02), Innst.S. nr 255 (2001-02)	0%	NHD
Hydro ASA ¹ (under fisjoningering)	43,82%	St.meld. nr. 81, Innst.S. nr. 234 (98-99), St.meld. nr. 22, Innst.S.nr. 264 (2001-02). St prp nr 33 (2003-04). Innst S nr 97 (2003-2004)	43,82%-51%. 36%-ned mot minimum 33,4% i Yara International ASA	Oppkjøpsfullmakten i Hydro ASA ligger til Regjeringen, mens fullmakten på 33,4% i Yara ligger til NHD.
Kings Bay AS	100%	St.meld. nr. 22, Innst.S.nr. 264 (2001-02)		
Kongsberg-Gruppen ASA	50, 001%	St.prp. nr. 81, Inn.S. nr. 233 (1991-92), St.meld. nr. 22, Innst.S.nr. 264 (2001-02)	Stortinget åpen for reduksjon av statens eierandel, men forutsetter eget stortingsframlegg	
Nammo AS	45%	St.prp. nr. 41, Innst. S. nr. 154 (1999-00), St.meld. nr. 22, Innst.S.nr. 264 (2001-02)	34-51% Stortinget åpen for reduksjon av statens eierandel, men forutsetter eget stortingsframlegg	NHD
Raufoss ASA ²	50,27%	St.prp. nr. 41, Innst. S. nr. 154 (1999-00). St prp nr 39 (2002-03) Innst.S nr 106 (2002-03)	50,27-34%	NHD
SAS AB	14,3%	St.meld. nr. 22, Innst.S.nr. 264 (2001-02)		
Statkraft SF	100%	St.meld. nr. 22, Innst.S.nr. 264 (2001-02)		
Store Norske Spitsbergen Kulkompani A/S	99,94%	St.meld. nr. 22, Innst.S.nr. 264 (2001-02)	Stortingets tilslutning til at det kan legges til rette for å ta inn private medeiere i datterselskapet SNSG *	Regjeringen
Telenor ASA ³	62,63%	St.meld. nr. 22, Innst.S.nr. 264 (2001-02). St.prp nr 66 (1999-2000), Innst S nr 242 (1999-2000)	77,66%-51% (nedsalg) 77,66%-34% (i tilfelle fusjon og/eller oppkjøp)	Regjeringen
Venturefondet AS	100%	St prp nr 1 Tillegg nr 4 (2001-02)	Fondet er lukket, dvs. verdiene vil bli realisert.	NHD

¹ I mars 2004 vil Eierskapsavdelingen etter planen, gjennom fisjon fra Hydro ASA og separat børsnotering, motta 36% av aksjene i Yara International ASA (Hydro AGRD). Statens eierskap i Yara International ASA er nedad begrenset til 33,4%, jf. Innst S. nr 97 (2003-2004).

² Besluttet oppløst og egenkapitalen er tapt, hvilket innebærer at kreditorene i praksis har bestemmende innflytelse i selskapet.

³ Fullmakten til nedsalg i Telenor ASA ble delvis benyttet sommeren 2003 hvor eierandelen ble redusert til 62,63 pst.

ningen. (Se for eksempel St.meld. nr. 22 for 2001-2002 Et mindre og bedre statlig eierskap.)

Eierberetningen, som ble gitt ut for første gang i juli 2003, har potensiale for å være et viktig rapporteringsmiddel både overfor Stortingets organer og allmennheten fordi den tar mål av seg til å gi et riktigere bilde av selskapenes verdiutvikling. Denne ble også oversendt Stortinget. Årsrapporten er det sentrale bidraget til åpenhet og innsyn i eierskapsforvaltningen. Den skal også bidra til økt forståelse i markedet for hvilke hensyn som ligger til grunn for den statlige forvaltningen.

6.1.5 Typiske saksforløp

Beslutningsprosessene og således departementets arbeidsmetoder vil variere fra sak til sak. Det kan imidlertid skisseres nokså typiske forløp. Nedenfor skisseres noen eksempler.

Eierspørsmål som ikke er direkte rettet mot selskapet, så som kjøp og salg av statlige aksjer, avtale med andre om felles eierskap, inngåelse av aksjonæravtaler m.v., er spørsmål som i utgangspunktet er selskapet uvedkommende. Dette gjelder disponering av eiers rettigheter, og statsråden kan bestemme slike spørsmål uten å involvere generalforsamlingen eller øvrige selskapsorganer. At Stortinget kan måtte få seg forelagt en slik sak er nevnt ovenfor. I praksis kan likevel selskapene bli involvert i slike saker også. Selskapenes styre og ledelse involveres i økende grad jo sterkere de industrielle aspektene ved en transaksjon eller lignende er. Et ytterpunkt vil for eksempel være en ren fusjon som i praksis forutsetter at selskapet selv er i førersetet i forberedelse og gjennomføring. Det andre ytterpunktet vil være et rent nedsalg hvor selskapet ikke har noen formell rolle. Mange saker ligger i en mellomkategori, hvor det i det minste er naturlig å innhente styrets vurdering. Børsintroduksjon er et eierspørsmål, men det er selskapets styre som søker Børsstyret om opptak til notering.

Selv om selskapet i større eller mindre grad deltar aktivt i en salgsprosess, er det departementet i egenskap av eier som treffer avgjørelsen om et aksjesalg og vilkårene for dette, og har det direkte ansvaret for en forsvarlig gjennomføring av en slik prosess. Statsråden og departementet vil derfor normalt ha den førende rollen og det avgjørende ordet i prosessen. Dersom selskapet ikke innretter seg etter de standpunkter staten som aksjonær inntar, må det gripes inn i form av generalforsamling hvor nødvendig instruks rettes til selskapets styre.

En annen type saker det kan skisseres typiske

saksforløp for er kapitalutvidelse. Her er naturlig nok selskapets rolle større. I slike situasjoner starter prosessen normalt med at NHD gjøres kjent med at selskapet drøfter behovet for en kapitalutvidelse. I denne fasen av prosessen drøftes behandlingsform, fremdrift og så videre. Neste skritt er at styrets forslag og begrunnelse foreligger skriftlig. NHD vil normalt engasjere en ekstern rådgiver for gjennomgang av styrets forslag. På basis av selskapets henvendelse og utredningen fra rådgiveren vil departementet vurdere saken. Dersom departementet vil gå videre med forslaget fremmes saken for regjeringen. Det redegjøres for selskapets og eventuelle rådgiveres vurderinger og statsrådets egne vurderinger og konklusjon. Dersom regjeringen går inn for en kapitalutvidelse, lager departementet et fremlegg for Stortinget. Først når Stortingets vedtak foreligger og eventuelle midler er bevilget, vil NHD stemme for en kapitalutvidelse på generalforsamlingen.

Det er ofte en utfordring å sikre at vedtak kan fattes raskt nok til at selskapene kan omstille seg på en konkurransedyktig måte, i tilfeller hvor Stortinget på forhånd ikke har gitt de nødvendige fullmakter i en sak. Tidspress rundt saker om kjøp og salg av selskapsandeler kan påvirke prisen negativt. Som følge av dette har en vært opptatt av å sikre en svært rask saksbehandling gjennom regjering og Storting i slike saker. Avdelingen legger derfor stor vekt på å ha oppdatert informasjon og en beredskap som sikrer at forslag kan utarbeides raskt. Det innebærer at det også relativt ofte opereres med nedkortede frister og omdeling av notater i regjeringen for saker som må behandles der.

6.2 Olje- og energidepartementet

6.2.1 Departementets interne organisering

Olje- og energidepartementets organisasjon er sektorinndelt. Eierskapet forvaltes av avdelingene som er ansvarlige på de ulike sektorene. Eierskapet av Enova SF og Statnett SF forvaltes av henholdsvis Seksjon for nye fornybare energikilder og energibruk og Kraftmarkedsseksjonen i Energi og vassdragsavdelingen. Statens aksjer i Gassco AS forvaltes av Gasseksjonen i Utvinnings- og markedsavdelingen. Seksjon for statlig engasjement i Petroleumsavdelingen forvalter statens aksjer i Statoil ASA og Petoro AS. SDØE-ordningen forvaltes også av denne seksjonen.

Utforming av overordnet sektorregulering og rammevilkår for olje- og energisektoren er tillagt Olje- og energidepartementet ved Energi- og vass-

dragsavdelingen, Markeds- og utvinningsavdelingen og Petroleumsavdelingen. Mye av den praktiske reguleringen av bransjen er delegert til Norges vassdrags- og energidirektorat, som for eksempel ivaretar inntektsrammereguleringen, og Oljedirektoratet.

Gassco AS skal sikre nøytral og effektiv drift og videreutvikling av gasstransport- og behandlingsanleggene på norsk kontinentalsokkel. På dette grunnlag er forvaltningen av Gassco ikke skilt organisatorisk fra departementets øvrige forvaltningsoppgaver.

Eierskapsforvaltningen av statens aksjer i Statoil ASA, Petoro AS og Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE) er atskilt fra øvrige forvaltningsoppgaver. Seksjon for statlig engasjement har ingen forvaltningsoppgaver utover eierskapsforvaltningen.

Utvinnings- og markedsavdelingen ivaretar sin regulator- og forvaltningsfunksjon på samme måte overfor Petoro AS og Statoil ASA som overfor alle andre rettighetshavere på norsk kontinentalsokkel.

6.2.2 Særskilt regelverk og mål for selskapsforvaltningen

I henhold til økonomireglementet for staten er det utarbeidet skriftlige retningslinjer for Olje- og energidepartementets forvaltning av statens eierinteresser i Enova SF, Gassco AS, Petoro AS, Statnett SF og Statoil ASA. Retningslinjene definerer statens eierrolle og hvordan den skal utøves i den normale oppfølging av virksomheten. Formålet med eierskapet i selskaper som forvaltes av OED er av svært forskjellig karakter.

Statnett SF er et spesielt foretak med klare myndighets- og monopoloppgaver innen kraftsektoren. Gjennom systemansvaret og eierskap til storparten av sentralnettet, utenlandsforbindelsene og den nordiske kraftbørsen, er Statnett SF et helt sentralt element for å sikre en tilfredsstillende forsyningssikkerhet. Det er vedtektsfestet at Statnett SF skal drives etter samfunnsøkonomiske kriterier.

Statnett SF oppfyller intensjonen ved etableringen av selskapet og er en sentral, og uunnværlig aktør for å sikre et velfungerende kraftmarked. Olje- og energidepartementet vurderer det som viktig at staten, ved Olje- og energidepartementet, eier Statnett SF. Inngående kjennskap til sektoren gjør at eierskapet av Statnett SF er med på å sikre at foretaket ivaretar sine samfunnsoppgaver best mulig, også i eventuelle situasjoner der reguleringen etter energiloven kan være uklar. Sektorde-

partementet har de beste forutsetningene for å vurdere hva som er påkrevd for at markedsreguleringen skal være best mulig. I tillegg bidrar statlig eierskap av Statnett SF til at aktørene i kraftmarkedet oppfatter selskapet som en nøytral aktør, samt at det gir et signal om at systemansvaret har en høy viktighet for staten og samfunnet.

Enova SFs hovedformål er å fremme en miljøvennlig omlegging av energibruk og energiproduksjon. Gjennom vedtektene for Enova SF er foretaket gitt oppgaven med å forvalte midlene fra Energifondet. Rammer for bruken av midlene fra fondet er nedfelt i egne vedtekter. Midlene forvaltes av Enova SF i henhold til avtale mellom Olje- og energidepartementet og Enova SF. I avtalen konkretiseres forvaltningsoppdraget med kvantifiserte mål og rapporteringskrav.

Gassco AS ble etablert i 2001 som et statsaksjeselskap. Selskapet er operatør for de fleste gassrørledninger på norsk kontinentalsokkel og tilhørende gassbehandlingsanlegg. Selskapet har selv ingen eierinteresser i infrastrukturen, men er pålagt et særlig operatøransvar for oppstrøms gassrørledningsnett. I medhold av lov 29. november 1996 nr. 72 om petroleumsvirksomhet (petroleumsloven) §4-9. I forskrift 27. juni 1997 nr. 653 til lov om petroleumsvirksomhet (petroleumsforskriften) er selskapet pålagt å drive gasstransport-systemet nøytralt og effektivt. Transport- og behandlingsanleggene på norsk kontinentalsokkel skal tjene alle produsenter av gass og bidra til en effektiv utnyttelse av ressursene på kontinentalsokkelen. Gassco AS skal realisere dette.

Beslutningen om å introdusere flere eiere i Statoil ASA innebar at forvalterordningen for SDØE måtte endres. Ulike ivaretagereordninger og organisasjonsmodeller ble vurdert. Et nytt statsaksjeselskap ble ansett å være den beste selskapsformen. Det ble lagt stor vekt på å beholde og videreutvikle de positive elementene i ordningen med Statoil som forretningsfører for SDØE, for fortsatt å kunne ivareta statens økonomiske interesser på en mest mulig effektiv måte. Regjeringen anså det som viktig at forvalterordningen ble sikret et særskilt lovgrunnlag. I Ot.prp. nr. 48 for 2000-2001 foreslo regjeringen et nytt kapittel 11 i petroleumsloven for å regulere forvalterselskapets virksomhet. Stortinget sluttet seg til dette forslaget, jf. Innst. O. nr. 70 for 2000-2001. I tråd med vedtak i Stortinget 26. april 2001 ble Petoro AS, det nye ivaretagerselskapet for SDØE, stiftet 9. mai. Petoro AS er et unikt selskap. Selskapet har som eneste oppgave å ivareta SDØE-porteføljen på vegne av staten på best mulig måte, gitt de til enhver tid gjeldende rammevilkår. Petoro er et ivaretagere-

selskap. Selskapet vil derfor på mange måter skille seg klart fra andre selskaper i petroleumsindustrien. Statoil har som tidligere ansvar for å avsette statens petroleum sammen med selskapets egne volumer, i henhold til egen avsetningsinstruks gitt ved generalforsamlingsvedtak i Statoil ASA 25. mai 2001. Petoro AS erverver ikke inntekter; kontantstrømmen fra SDØE kanaliseres direkte til statskassen.

Forvaltningen av SDØE-porteføljen skal skje på forretningsmessig grunnlag for å skape størst mulig økonomiske verdier fra statens direkte økonomiske engasjement, hensyn også tatt til statens samlede økonomiske interesser.

Det er viktig å ha en aktiv oppfølging av SDØE og Petoro AS. En hovedoppgave for staten som eier av Petoro AS, vil være å sikre at selskapet driver sin aktivitet i henhold til bevilgede midler og innenfor de til enhver tid gjeldende rammer. God oppfølging er viktig ikke minst fordi SDØE-andelene skal forvaltes av Petoro AS for statens regning og risiko. Da Petoro AS har begrenset egenkapital, er det lovfestet i petroleumsloven kapittel 11 at staten garanterer for selskapets forpliktelser.

Statens kontantstrøm fra SDØE er et direkte resultat av den øvrige aktiviteten på norsk sokkel. Det er viktig at Olje- og energidepartementets petroleumskompetanse og forståelse for virksomheten legges til grunn i eieroppfølgingen av SDØE og Petoro.

Staten har etablert en felles eierskapsstrategi for Petoro AS, SDØE og Statoil ASA som én økonomisk enhet.

Staten er majoritets-eier i Statoil ASA med 81,7 prosent av aksjene. Staten opptrer som en langsiktig, stabil og profesjonell eier og følger utviklingen i selskapet på lik linje med andre investorer.

Et viktig mål med eierskapet i Statoil er å sikre høyest mulig avkastning for staten i et langsiktig perspektiv.

Gjennom en egen instruks, vedtatt på Statoil ASAs generalforsamling 25. mai 2001, er Statoil ASA gitt ansvaret for avsetning av statens petroleum sammen med sin egen. Denne ordningen krever at staten har en felles eierskapsstrategi for Statoil ASA, SDØE og Petoro AS. Ordningen krever at staten er majoritets-eier i Statoil ASA. Strategien innebærer blant annet at staten som eier må ha full instruksjons- og kontrollmyndighet over Statoil ASA, SDØE og Petoro AS vedrørende avsetningen. I brevet til utvalget skriver derfor Olje- og energidepartementet at eierskapsforvaltningen av Petoro AS, SDØE og Statoil ASA må tilligge Olje- og energidepartementet.

6.2.3 Beskrivelse av arbeidet rettet mot selskapene

I Enova SF og Statnett SF utøver Olje- og energidepartementet den øverste myndighet i foretakene i foretaksmøtet. De formelle reglene om foretaksmøter finnes i statsforetaksloven kapittel 8. Ordinært foretaksmøte holdes en gang i året og må være avholdt innen utløpet av første halvår, jf. statsforetaksloven §39. Ekstraordinært foretaksmøte avholdes ved behov, jf. statsforetaksloven §40. Forholdet mellom styrene i Petoro AS og Gassco AS og generalforsamling er regulert i aksjeloven og petroleumsloven og supplert av selskapenes vedtekter. Styrene har alminnelig informasjonsplikt overfor generalforsamlingen. Styret i Petoro AS er pålagt en egen informasjonsplikt som går vesentlig lenger enn det som er vanlig i andre aksjeselskaper. Før generalforsamlingen avholdes skal eventuelle saker av viktighet forelegges regjeringen, jf. Grunnloven §28.

Deltagelse på ordinær og eventuelle ekstraordinære generalforsamlinger er en viktig del av Olje- og energidepartementets eieroppfølging av Statoil ASA. Statsråden kan gi fullmakt til å stemme på statens vegne i generalforsamlingen. Olje- og energidepartementet avgjør normalt hvordan staten skal stemme når det fremlegges forslag fra generalforsamlingen. Det kan tenkes å være nødvendig å søke regjeringens eller Stortingets godkjenning før det avgis stemme i visse saker.

En viktig del av den formelle eieroppfølgingen i Enova SF, Gassco AS, Petoro AS og Statnett SF i tillegg til generalforsamlingen, er eiermøtene mellom Olje- og energidepartementet og selskapene. Det avholdes 2 til 4 eiermøter hvert år.

Formålet med eiermøtene er å skape et forum hvor selskapenes styrer og Olje- og energidepartementet som ansvarlig eierdepartement kan utveksle meninger, samt diskutere saker av stor økonomisk eller strategisk verdi for selskapet. Det skjer ingen formell ansvarsovertakelse eller instruksjon på disse møtene. Det vil i tillegg bli avholdt møter mellom Olje- og energidepartementet og selskapenes administrasjon etter behov.

I forbindelse med Statoil ASAs fremleggelse av kvartals- og årsresultat har Olje- og energidepartementet faste møter med konsernledelsen. Disse møtene avholdes primært for å gå igjennom resultatene etter at de er presentert offentlig. Utover dette har ikke Seksjon for statlig engasjement faste møter med Statoil, men møter avholdes etter behov.

Valg av styre

For alle de fem selskapene er det krav om at begge kjønn skal være representert med minst 40 prosent i styrene. I eieroppfølgingen av Enova SF og Statnett SF legges det vekt på å oppnevne et forretningsmessig orientert og kompetent styre. Det er Energi- og vassdragsavdelingen som i praksis finner fram til aktuelle kandidater. Det endelige valget tas av foretaksmøtet ved statsråden som representant for eier av selskapet. Styremedlemmer, med unntak for ansattes representanter, oppnevnes av foretaksmøtet. Styret i Enova SF har fem eiervalgte representanter. Styret i Statnett SF består av seks eiervalgte representanter og tre representanter for de ansatte. For de aksjonærvalgte styremedlemmene skal minst én ha spesiell kunnskap og tilknytning til bransjen, jf. St.prp. nr. 100 for 1990-91.

I eieroppfølgingen av Gassco AS og Petoro AS legges det vekt på å oppnevne et forretningsmessig orientert og kompetent styre. Det er henholdsvis Utvinnings- og markedsavdelingen og Petroleumsavdelingen som i praksis finner fram til aktuelle kandidater. Det endelige valget tas av generalforsamlingen ved statsråden som representant for eier av selskapet. Det er et siktemål at de to selskapene skal ha profesjonelle og aktive styrever. Styrene i begge selskapene har sju medlemmer, fem aksjonærvalgte og to representanter for de ansatte.

De formelle organer i Statoil ASA består av styre, bedriftsforsamling og valgkomité. På Statoils generalforsamling 7. mai 2002 ble det vedtaksfestet at ordningen med valgkomité skal tas i bruk. Ved valg til Statoils styre og bedriftsforsamling utøver Olje- og energidepartementet sin innflytelse i valgprosessen gjennom sin representant i valgkomiteen. Valgkomiteen består av totalt fire personer som skal avgi innstilling til generalforsamlingen på vegne av aksjonærene om valg av medlemmer til bedriftsforsamlingen, samt avgi innstilling til bedriftsforsamlingen om valg, på vegne av aksjonærene, av medlemmer til styret.

Bedriftsforsamlingen består av tolv medlemmer, fire velges blant de ansatte og åtte velges av generalforsamlingen. Bedriftsforsamlingen er ansvarlig for å velge selskapets styremedlemmer samt styrets leder. Olje- og energidepartementet utøver sin eiermessige innflytelse på valg av medlemmer til bedriftsforsamlingen gjennom generalforsamlingen.

Avkastningskrav og utbyttepolitikk

Det er ikke satt krav om avkastning eller utbytte for verken Enova SF, Gassco AS eller Petoro AS. Dette har sammenheng med at ingen av selskapene skal generere inntekter fra driften. Det fastsettes heller ikke avkastningskrav for Statnett SF. Reguleringsregimet for nettselskaper er basert på et normalt avkastningskrav med regler for maksimal og minimal avkastning, fastsatt av Norges vassdrags- og energidirektorat. Som en konsekvens av dette reguleringsregimet, vil den reelle verdien av Statnett SF ligge nær opptil den bokførte.

Statnett SF har betalt utbytte siden selskapet ble opprettet. Ved behandlingen av St.prp. nr. 51 for 1994-95 ga Stortinget sin tilslutning til en utbyttepolitikk for Statnett SF på 50 prosent av konsernets årsresultat etter skatt gjeldende for regnskapsårene 1994-1997. Ved behandlingen av St.prp. nr. 1 for 1998-1999 ble denne utbyttepolitikken videreført ett år til. Ved behandlingen av St.prp. nr. 1 for 1999-2000 ga Stortinget tilslutning til ny langsiktig utbyttepolitikk for Statnett SF på 50 prosent av årsresultatet etter skatt for regnskapsårene 1999 til 2002. I St.prp. nr. 1 for 2003-2004 ligger det ikke inne forslag om å fastsette ny langsiktig utbyttepolitikk for Statnett SF på nåværende tidspunkt. OED ser det imidlertid som prinsipielt riktig å ha en vedtatt utbyttepolitikk, og vil derfor arbeide for å reetablere en slik praksis.

Som majoritetseier i Statoil ASA er Olje- og energidepartementet svært opptatt av Statoils avkastningsmål. Selskapet benytter blant annet den finansielle indikatoren avkastning på sysselsatt kapital som lønnsomhetsmål. For 2004 har Statoil et mål på 12 prosent for normalisert avkastning på sysselsatt kapital, for 2007 er målet 12,5 prosent. Dette er normalisert, det vil si at det legges til grunn en oljepris på USD16 per fat, og en valutakurs på 8,20 NOK/USD i beregningen. Olje- og energidepartementet er tilfreds med Statoil ASAs avkastningskrav og har tillit til at selskapet kan nå sitt fastsatte avkastningsmål.

I prospektet for børsnoteringen av Statoil ASA redegjorde styret for at det har til hensikt å foreslå et årlig utbytte i størrelsesorden 45–50 prosent av konsernets årsoverskudd i henhold til USGAAP. I et enkelt år kan hensynet til å ivareta selskapets finansielle handlefrihet medføre at utbyttet utgjør en høyere eller lavere andel av årsoverskuddet enn 45–50 prosent. Et eventuelt avvik vil være basert på olje- og gassprisenes sykliske karakter, selskapets kontantstrøm, finansieringsbehov og investeringsplaner.

Allmennaksjelovens bestemmelser regulerer

prosedyren mht. utbetaling av utbytte. Styret legger frem forslag om utdeling av utbytte og det er opp til generalforsamlingen å vedta styrets forslag. Generalforsamlingen kan vedta å redusere, men ikke øke, styrets forslag til utbytte.

Olje- og energidepartementet har sluttet seg til den fastsatte utbyttepolitikken.

Særskilte rapporteringsordninger

Styret i Petoro AS er pålagt en egen informasjonsplikt som går vesentlig lenger enn det som er vanlig i andre aksjeselskaper. Petroleumsloven §11-7 sier at styret skal forelegge følgende saker for generalforsamlingen:

- a) planer for kommende år, samt perspektiver på mellomlang sikt og vesentlige endringer i noen av disse,
- b) planer om prosjekter av vesentlig betydning for statens deltagelse i virksomhet etter loven,
- c) hovedtrekk i budsjetter for kommende år,
- d) prinsipper for engasjement av forretningsførere,
- e) årsberetning og årsregnskap for statens deltagere.

Styret skal i tillegg forelegge for generalforsamlingen alle saker som må antas å ha prinsipielle eller politiske sider av betydning, eller som kan få vesentlige samfunnsøkonomiske eller samfunnsmessige virkninger.

Dersom styringskomiteen i et interessentskap skal avgjøre en sak som omfattes av særlige stemmeregler med rett for selskapet til å avgi stemme etter vedtak i generalforsamling, skal styret forelegge saken for generalforsamlingen før selskapet avgir stemme i saken. Har styringskomiteen fattet vedtak som vil være i strid med vilkår og krav i tillatelsen som gjelder statens utvinningspolitikk eller finansielle interesser, skal styret forelegge saken for generalforsamlingen.

Styret skal underrette Olje- og energidepartementet om saker som etter første til tredje ledd skal forelegges generalforsamlingen, og kreve at denne blir innkalt. Generalforsamlingen avgjør om den vil ta styrets fremlegg etter paragrafen til etterretning eller godkjenne eller endre det. Styret kan treffe vedtak i saker som omfattes av disse reglene dersom det ikke har vært mulig å forelegge saken for generalforsamlingen på forhånd. Generalforsamlingen skal straks underrettes om slikt vedtak.

Petoro AS skal i henhold til retningslinjer for porteføljetilpasninger jevnlig informere departementet om eventuelle henvendelser fra andre rettingshavere om bytte, kjøp eller salg av andeler.

6.2.4 Arbeidet med selskapene i forhold til øvrige statlige beslutningsprosesser

Budsjettprosessen, særskilte forhold

Energifondet, som finansierer Enova SFs virksomhet, tilføres inntekter dels fra ordinære budsjettbevilgninger og dels fra et påslag på nettariffen, jf. forskrift om innbetaling av påslag på nettariffen til Energifondet. I henhold til økonomireglementet for staten får departementet hvert år oversendt rapportering for Enova SFs virksomhet.

Gassco AS får dekket sine kostnader av eierne av Gassled og andre rørledninger selskapet er operatør for. Selskapets budsjett vedtas ikke over statsbudsjettet. Staten skal verken ha inntekter eller utgifter knyttet til Gassco ASs drift av transportsystemet.

Olje- og energidepartementet utarbeider budsjettforslag til Stortinget for Petoro AS og SDØE på grunnlag av innspill fra selskapet. Petoro AS drives på grunnlag av bevilgninger fra staten. Det føres separate budsjett og regnskap for driften av Petoro AS i henhold til reglene i regnskaps- og aksjelovgivningen. Det reflekterer det klare skillet mellom økonomiske forhold knyttet til SDØE og driften av Petoro AS. Selskapets driftsbudsjett behandles i Olje- og energidepartementets årlige forslag til statsbudsjett kap 1815 Petoro AS post 70 Administrasjon. Selskapet oversender revidert driftsbudsjett i september. SDØE-porteføljen forvaltes av Petoro AS for statens regning og risiko. SDØEs inntekter, utgifter og investeringer kanaliseres over statsbudsjettets kapittel 2440 og 5440. Det føres separat regnskap for SDØE etter kontantprinsippet i henhold til bevilgningsreglementet og statens økonomireglement. I tillegg føres regnskapet etter regnskapsprinsippet, dette legges ved regnskapet etter kontantprinsippet. Riksrevisjonen reviderer SDØE-regnskapet. Petoro AS rapporterer tall for SDØE til Olje- og energidepartementets budsjettarbeid. Tallene innrapporteres i januar til revidert stats- og nasjonalbudsjett, i juni til stats- og nasjonalbudsjett og i september/oktober til nysalderingsbudsjettet.

Petoro AS utarbeider kvartals- og årsrapporter for SDØE. I tillegg utarbeider Petoro AS månedlige kassarapporter som oversendes Finansdepartementet og Olje- og energidepartementet innen 15. dag i påfølgende måned.

Stortinget orienteres om eieroppfølgingen av Statnett SF i statsbudsjettet (St.prp. nr. 1) hver høst. Ut over dette gis løpende orienteringer i andre stortingsdokumenter der det er naturlig og nødvendig.

Forventet utbytteutbetaling fra Statoil ASA leg-

ges frem i Olje- og energidepartementets fagproposisjon St.prp.1 hvert år. Utbyttet som legges frem for det påfølgende året er en *teknisk frem-skrivning* av utbetalt utbytte i inneværende år, siden det ikke foreligger offentlig informasjon med foreløpig prognose for årsresultat. I revidert budsjett for inneværende år legges den faktiske utbytteutbetalingen for forrige regnskapsår frem, forutsatt at utbytte er vedtatt på generalforsamling. Utbytteutbetaling for forrige regnskapsår vedtas på Statoil ASAs generalforsamling i begynnelsen av mai, og revidert budsjett legges normalt frem medio mai.

Fullmakter i eierskapsforvaltningen

Enova SF, som forvalter av Energifondet i henhold til Enova SFs vedtekter, skal føre kontroll med at energilovens §4-4 og bestemmelser gitt i medhold av Forskrift om innbetaling av påslag på nettariffen til Energifondet overholdes.

Ved Ot.prp. nr. 86 for 2001-2002 fremmet Olje- og energidepartementet forslag til endringer i lov 29. juni 1990 nr. 50 om produksjon, omforming, overføring, omsetning, fordeling og bruk av energi m.m. (Energiloven). Lovendringen medfører at det innføres unntak fra reglene om enkeltvedtak og klage for vedtak fattet av Enova SF om tildeling av støtte fra Energifondet. Vedtak fattet av Enova SF om tildeling av støtte fra Energifondet kan dermed ikke påklages. Dette vil medføre at Enova SF kan forestå en effektiv forvaltning av midlene fra Energifondet i tråd med Stortingets intensjoner. Forslaget innebærer et nytt femte ledd i energiloven §4-4. Lovendringen er vedtatt i Stortinget, jf. Innst. O. nr. 41 for 2002-2003, Besl. O. nr. 54 for 2002-2003 og behandling i Lagtinget 19. desember 2002. Lovendringen trådte i kraft 1. februar 2003.

For å holde driften av Petoro AS stabil og effektiv har selskapet fått fullmakt til å pådra seg forpliktelser utover gitt bevilgning under kap. 1815, post 70. Fullmakten knytter seg først og fremst til avtaler om leie av materiellutstyr og tjenester, herunder konsulenttjenester og regnskapstjenester.

Stortinget har i tillegg gitt Kongen og Olje- og energidepartementet flere fullmakter vedrørende eieroppfølgingen av SDØE, men siden SDØE ikke er et selskap beskrives ikke disse nærmere her.

Stortinget har vedtatt at statens eierandel i Statoil ASA kan reduseres til 2/3 av selskapets verdi, jf. Innst. S nr. 198 for 2000-2001. Etter delprivatiseringen av Statoil kan det heller ikke utelukkes at selskapet på kort eller lengre sikt kan bli involvert i en transaksjon der statens aksjer vil brukes direkte eller indirekte. Olje- og energidepartementet har

engasjert stand-by rådgivere som kan bistå departementet ved behov. Departementet er avhengig av denne type kompetanse for å supplere egen fagkompetanse og kapasitet.

Olje- og energidepartementet har videre hatt fullmakt til å overskride bevilgningen under kap. 1800 Olje- og energidepartementet, post 21 Spesielle driftsutgifter til dekning av meglerhonorarer og utgifter til faglig bistand ved eventuelle salg av statlige aksjeposter samt andre endringer som kan få betydning for eierstrukturen i Statoil.

6.3 Samferdselsdepartementet

6.3.1 Departementets interne organisering

Samferdselsdepartementets (SD) organisasjon er som hovedregel sektorinndelt. Dette innebærer for eksempel at den avdelingen som har primæransvaret for utforming av vegpolitikken, også har primæransvaret for etatsstyringen av Statens vegvesen, herunder ansvar for budsjett- og økonomioppfølging. Eierskapsforvaltningen til selskapene er på samme måte lagt til den avdeling/seksjon som har primæransvar for sektorpolitikken på det området der det aktuelle selskapet opererer. Eierskapet til Mesta AS er således lagt til Veg- og baneavdelingen (VB) ved Vegseksjonen (VS), mens eierskapet til NSB AS og Flytoget AS er lagt til Baneseksjonen (BS) i samme avdeling. Luft-, post- og teleavdelingen (LPT) gjennom Post- og teleseksjonen (PTS) og Luftfartsseksjonen (LS), forvalter eierskapet i henholdsvis Posten Norge AS og Avinor AS.

SD har ikke etablert formelle organisatoriske skiller mellom eierskapsforvaltningen og andre forvaltningsoppgaver slik som utformingen av rammevilkår. Dette må bl.a. ses på bakgrunn av at de såkalte store samferdselsbedriftene, dvs. Posten Norge AS, NSB AS og Avinor AS (gjaldt tidligere også Telenor) tradisjonelt har hatt og fortsatt har stor sektorpolitisk og samfunnsmessig betydning. God sektorkunnskap/ sektoransvar og medtatte drifts- og vedlikeholdskontrakter som løper også noen år etter selskapsetableringen, var også noe av begrunnelsen for at eierskapet til Mesta AS ble lagt til Samferdselsdepartementet. Samferdselsdepartementets overtagelse av Flytoget AS fra NSB AS må bl.a. ses i sammenheng med arbeidet med å få etablert konkurranse på sporet. Gjennomgående er ansvaret for eierskapet plassert i enheten med størst sektorkunnskap.

Når Samferdselsdepartementet ikke har etablert et formelt skille mellom eierskapsforvaltning

gen og andre forvaltningsoppgaver, kunne et alternativ vært å overlate eierskapsforvaltningen til Plan-, økonomi- og administrasjonsavdelingen (PØA). Samferdselsdepartementet har imidlertid lagt størst vekt på selskapenes rolle i sektorpolitikken, og at det er dette i seg selv som er den viktigste begrunnelsen for det statlige eierskapet. I en slik sammenheng har ikke departementet funnet det hensiktsmessig å flytte eierskapet rundt i departementet. Innen seksjonene er det på saksbehandlernivå dedikerte personer som arbeider med eierskapsproblemer. Plan-, økonomi- og administrasjonsavdelingen er også inne i prosessene og bidrar til å sikre objektivitet og uavhengighet i vurderingen av budsjettsaker og andre økonomiske spørsmål. Samferdselsdepartementet mener at funksjonsdelingen fungerer stort sett godt.

De ulike selskapenes sektorpolitiske rolle vil endre seg etter hvert som markedene i større grad liberaliseres, enerettene avvikles og nye konkurransemarkeder utvikles. Utviklingen i telesektoren er et godt eksempel. Dette er en utvikling som i stor grad påvirkes av internasjonalt regelverk, EUs lover og forordninger osv. Den sektorpolitiske betydning av det enkelte selskap vil endres over tid. Det er derfor naturlig å vurdere plassering av og behov for eierskapet for hvert selskap med noen års mellomrom.

6.3.2 Særskilt regelverk og mål for selskapsforvaltningen

Samtlige selskaper underlagt Samferdselsdepartementet er i dag heleide aksjeselskaper, og styringen skjer i henhold til lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper, selskapenes vedtekter og Instruks for Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av statens interesser i statsbedrifter, aksjeselskaper og enkelte organer m.v. organisert ved særskilt lov.

Posten Norge AS, NSB AS og Avinor AS er alle selskaper som har hatt og som fremdeles har stor samfunnsmessig betydning. Sett på denne bakgrunn er det i §10 i vedtektene for disse selskapene tatt inn en bestemmelse om at selskapets styre hvert år skal legge fram en plan for virksomheten for samferdselsministeren i egenskap av selskapets generalforsamling. Denne skal bl.a. inneholde en omtale av selskapets/konsernets hovedvirksomhet de kommende år, herunder planer om større omorganiseringer, videreutvikling av eksisterende virksomhet, forventet økonomisk utvikling, investeringsplaner mv. Når det gjelder enkelt saker generelt, skal styret legge fram for samferdselsministeren alle saker av vesentlig samfunns-

messig og/eller stor prinsipiell betydning. Foreleggelsesplikten vil variere noe fra selskap til selskap og er dessuten en bestemmelse hvis tolkning har endret seg noe over tid. Også for Flytoget AS er det tatt inn en slik bestemmelse i vedtektene, mens dette ikke er tilfelle i vedtektene for Mesta AS.

Styrets årlige plan for virksomheten i selskapene Posten Norge AS, NSB AS og Avinor AS som legges fram for Samferdselsministeren, danner grunnlaget for å utarbeide regelmessige meldinger til Stortinget om virksomheten, de såkalte Eiermeldingene. Det er praksis for å legge fram en Eiermelding per selskap som hovedregel hvert annet år. For Avinor AS skal første Eiermelding legges fram våren 2004. Eiermeldingene synliggjør at statens eierskap i disse selskapene har et bredere perspektiv enn det finansielle, dvs. avkastning og utbytte på innskutt kapital. Posten Norge AS skal bl.a. tilby grunnleggende post- og banktjenester over hele landet, NSB AS skal bl.a. tilby nærtrafikk og Intercity-trafikk rundt og mellom de mest befolkningstette områdene av miljøhensyn og for å avlaste vegnettet, mens Avinor AS bl.a. skal tilby lufthavntjenester på en rekke regionale lufthavner.

Posten Norge AS, NSB AS og Avinor AS har fremdeles betydelige eneretter i sine markeder, Posten Norge AS minst og Avinor AS mest. I det tradisjonelle brevpostmarkedet har Posten Norge AS fortsatt i stor grad monopol (andre delmarkeder betyr imidlertid stadig mer for selskapets omsetning/ resultat), NSB AS og Flytoget AS har enerett på persontrafikk med tog innenlands (det arbeides med konkurranseutsetting på to prøvestrekninger, men på kort sikt vil dette bety lite), mens Avinor AS også i framtiden forventes å ha tilnærmet monopol på lufthavndrift (Sandefjord Lufthavn, Torp, er et unntak).

Noe på siden av regelverk for selve selskapsforvaltningen, kontrollerer Samferdselsdepartementet en rekke andre rammebetingelser som påvirker selskapenes handlefrihet. Dette gjelder foruten sektorlovgivningen som sådan, f.eks. konsekvenser, foreleggelsesplikt/godkjennelse av takster/priser og statlig kjøp av samferdselstjenester. Selskapenes bånd til staten er derfor fortsatt betydelig. Det siste gjelder ikke for Mesta AS (etter en overgangsperiode) og Flytoget AS.

6.3.3 Beskrivelse av arbeidet rettet mot selskapene

Staten ved Samferdselsdepartementet utøver den øverste myndighet i selskapene som generalforsamling. Før generalforsamlingen skal eventuelle

saker av viktighet forelegges regjeringen, jf. Grunnloven §28. Instruks/pålegg til selskapene skal gis gjennom vedtak på generalforsamling. Statsråden eller den han/hun gir fullmakt til, representerer statens eierinteresser på generalforsamlingen. Ordinær generalforsamling avholdes hvert år innen utgangen av juni måned. Ekstraordinær generalforsamling holdes når departementet eller styret finner det nødvendig.

På den ordinære generalforsamlingen skal bl.a. følgende behandles og avgjøres:

- Godkjenning av årsregnskapet og årsberetningen, herunder utdeling av utbytte
- Andre saker som etter lov eller vedtekter hører under generalforsamlingen

Departementet har bare helt unntaksvis benyttet muligheten til å avholde ekstraordinær generalforsamling, og da gjerne i samband med kapitalnedsettelse eller kapitalforhøyelse. Generelt er instruksjonsretten benyttet i svært liten grad.

Som et ledd i innhenting av informasjon fra selskapene og utveksling av informasjon mellom selskapene og Samferdselsdepartementet, kan det i løpet av året avholdes såkalte kontaktmøter mellom departementet og selskapene. Dette er normalt møter mellom Samferdselsdepartementets administrasjon og selskapenes administrasjon. På slike møter skal det ikke gis instruks/pålegg av noen art, jf. at sistnevnte ev. skal skje i generalforsamlingsmøte.

I senere tid er det etablert en praksis der Samferdselsministeren avholder et møte med hele styret i hvert selskap for å gi en gjensidig orientering om status og sentrale utfordringer for selskapene i tiden framover. Disse møtene har en særlig misjon ved regjeringsskifter og ved utskifting av hele eller deler av styret. Møtene har ingen formell rolle i styringsopplegget.

Samferdselsdepartementet utpeker de medlemmene i styret for det enkelte selskap som i henhold til lov/vedtekter skal velges av generalforsamlingen, herunder styreleder og nestleder. Dette vil i praksis si alle styremedlemmene unntatt de ansattes representanter. Etter avtale mellom departementet, ledelsen i selskapene og de ansatte, er bruk av bedriftsforsamling i selskapene sløyfet mot økt representasjon for de ansatte i styret. Formelt er dette vedtatt i generalforsamlingsmøte. Utvelgelsen av styrerepresentanter skjer dels ved at Samferdselsdepartementet selv gjennomfører hele prosessen og dels ved bistand fra eksterne konsulenter. Over tid har det skjedd en utvikling i retning av at det for styrerepresentanter stadig legges mer vekt på forretningsmessig enn på politisk erfa-

ring. For selskapene med særlig stor samfunnsmessig betydning, vektlegges imidlertid fortsatt at eierens medlemmer i styret og styrets leder særlig, har samfunnsmessig erfaring utover det forretningsmessige.

Arbeidet med avkastningskrav og utbyttepolitikk er en viktig del av eierskapsforvaltningen av samtlige selskaper underlagt Samferdselsdepartementet. Det vil føre for langt i denne sammenheng å gå i detaljer om arbeidet med å fastsette avkastningskrav. Beskrivelsen av dette arbeidet gjøres derfor på et relativt overordnet nivå. I samband med etableringen av selskapene og fastsettelsen av åpningsbalansen, er det foretatt en verdivurdering av selskapene etter anerkjente metoder. Dette arbeidet har gjerne skjedd ved at selskapene selv har fremmet forslag til åpningsbalanse med bistand fra eksterne konsulenter, mens departementet har gjennomgått og vurdert forslaget med bistand fra egne og andre eksterne konsulenter. Fastsetting av det mer bransjespesifikke avkastningskravet er en viktig del av dette arbeidet. Gjennomgang og vurdering av realismen i prognostiserte kostnader og inntekter er også en del av kvalitetssikringsarbeidet som gjøres av departementets konsulenter. Med bakgrunn i dette arbeidet blir det fastsatt avkastningskrav til totalkapitalen og/eller egenkapitalen. Godheten i avkastningskravet blir vurdert med noen års mellomrom i samband med nye verdivurderinger. For Posten Norge AS, NSB AS og Avinor AS vil det gjerne bli foretatt en ny verdivurdering i forkant av hver ny Eiermelding. I denne sammenheng vil avkastningskravet også bli vurdert på ny. Det er kun for Posten Norge AS og NSB AS at Samferdselsdepartementet har noen historikk på området. Imidlertid er tenkningen og systematikken som brukes den samme for alle selskapene under Samferdselsdepartementet.

Både for staten som eier og for styret i det aktuelle selskapet er det viktig å legge til grunn en langsiktig, forpliktende og stabil utbyttepolitikk. Gjeldende utbyttepolitikk for selskaper under Samferdselsdepartementet med en historikk, er at utbytte fastsettes som en prosentandel av selskapets årsresultat etter skatt. Departementet mener utbyttepolitikken må vurderes for hvert enkelt selskap med jevne mellomrom, bl.a. sett på bakgrunn av hvilken fase (ekspandering/høsting mv.) selskapet befinner seg i. I siste Eiermelding om Posten Norge AS er det lagt opp til at utbytte fra og med regnskapsåret 2006 skal beregnes som statens innlånsrente multiplisert med egenkapitalen (eksternt vurdert), begrenset oppad til 75 prosent av overskuddet etter skatt. Samferdselsdepartementet vil ellers

understreke at eierskapet til Posten Norge AS, NSB AS og Avinor AS i hovedsak ikke er finansielt begrunnet. Det er i flere år tatt ut utbytte fra Posten Norge AS, ikke fra NSB AS, mens Avinor AS ikke forventer å gå med overskudd på kort sikt (bl.a. pga. stor gjeld i datterselskapet OSL). Det ble ellers vedtatt å ta ut et første utbytte fra Mesta AS i forliket om statsbudsjettet 2004.

6.3.4 Arbeidet med selskapene i forhold til øvrige statlige beslutningsprosesser

Selskapene underlagt Samferdselsdepartementet har naturlig nok et fjernere forhold til prosessen omkring arbeidet med statsbudsjettet enn ordinære forvaltningsorganer. Felles for alle selskapene er at forslag til utbytte vedtas i statsbudsjettet. Tilførsel av egenkapital og eventuelle statlige lån skjer også i denne sammenheng. Statlig kjøp av samferdselstjenester som også vedtas i statsbudsjettet, er et avgjørende økonomisk fundament for flere av de største selskapene underlagt Samferdselsdepartementet. Dette gjelder bl.a. kjøp av persontrafikkjenester med tog fra NSB AS, posttjenester fra Posten Norge AS og regionale lufthavnstjenester fra Avinor AS. Kjøpsordningene illustrerer samtidig selskapenes sektorpolitiske betydning. Når det gjelder Mesta AS spesielt, så vedtas også statens restruktureringsforpliktelser gjennom statsbudsjettet.

I arbeidet/prosessen med statsbudsjettet innhenter departementet opplysninger fra selskapene vedrørende de forhold som vedtas i statsbudsjettet. Når det gjelder kjøpsordningene spesielt som altså er av stor økonomisk betydning for flere av selskapene, så er disse noe ulike. Statlig kjøp fra Posten Norge AS og Avinor AS (ny modell vurderes) fastsettes i dag ensidig av departementet basert på forslag fra selskapene, mens statlig kjøp fra NSB AS tar utgangspunkt i en fireårig rammeavtale som detaljforhandles årlig. Etter hvert som det åpnes opp for konkurranse, er det ønskelig for Samferdselsdepartementet i større grad å benytte tilbud for alle statlig kjøp. Selskapenes styre meddeles formelt de budsjettsaker som vedtas av Stortinget gjennom et (forenklet) tildelingsbrev.

I forhold til fullmaktsforhold generelt, så vil dette variere fra selskap til selskap. Det vises til det som er nevnt foran om konsesjoner, foreleggelse av takster/priser osv. Med tanke på at Avinor AS i overskuelig framtid må antas å ha tilnærmet monopol, er selskapet underlagt begrensninger når det gjelder muligheten til å ta opp nye lån (jf. store statslån i OSL). Dette er regulert i vedtektene.

6.4 Synspunkter fra selskapene på dagens forvaltning

Utvalget sendte brev til et bredt utvalg selskaper med et direkte statlig eierskap i januar 2003. I brevet ba utvalget om innspill ut fra utvalgets mandat. Dette omfattet selskaper under flere departementer, også selskaper som ikke hovedsakelig er forretningsmessig orienterte.

Utvalget mottok 30 svarbrev og inviterte et utvalg styreledere til møte med utvalget. Dette var hovedsaklig styreledere fra de større og mer forretningsmessige selskapene, i samsvar med utvalgets mandat. I det følgende gis en skissemessig oversikt over innspillene.

Det er lagt vekt på å utdype problematiske aspekter for å få frem områder med forbedringspotensial i den følgende fremstillingen. Det bør derfor understrekes innledningsvis at selskapene oppfattet dagens eierskapsforvaltning generelt som god. Flere av selskapene tar opp det nære forholdet til departementet som en styrke ved eierskapet. Samtidig er det ingen av selskapene som oppgir at departementet styrer for aktivt/detaljstyrer. Det ble av flere selskaper sett på som positivt at departementet ga styret stor handlefrihet. Forbedringspunktene går på denne bakgrunn mer på strukturelle svakheter ved den offentlige beslutningsprosessen.

Klargjøring av mål

Flere selskaper er opptatt av at staten må klargjøre hva den vil med eierskapet i ulike selskaper og at det må være samsvar mellom dette og behandlingen av etterfølgende saker. Videre ses målkompleksitet og innbyrdes konflikterende mål som problematiske av enkelte selskaper. Dette uttrykkes som ønsker om å rendyrke det forretningsmessige i selskapet og problematisering av økt konkurranseutsetting og fortsatt samfunnsmessig ansvar.

Problematiske sider ved den statlige beslutningsprosessen

Uforutsigbarhet og tidkrevende behandling av saker er en av hovedinnvendningene som fremkommer. Dette gjelder særlig saker som krever Stortingets samtykke, for eksempel kapitalutvidelse og større strukturelle endringer. Tidkrevende beslutningsprosesser kan være særlig problematisk der bransjen er i rask omstrukturering. Problemene knyttes av enkelte til at statlige selskaper har flere eiere med reell beslutningsmyndighet, herunder

eierdepartement, Finansdepartementet, regjering og Storting.

Potensielle forretningsmuligheter kan også gå tapt på grunn av at mulighetene til å få tilslutning fra eieren til å gjennomføre emisjoner, fusjoner og annen bruk av finansielle virkemidler er begrensede. Et synspunkt er at det statlige eierskapet ikke bør føre til at selskapene fratras de virkemidlene som selskaper uten slikt eierskap har. Tiltak som foreslås av selskapene er at eieren/departementet bør få økte fullmakter for å sikre større fleksibilitet og raskere beslutninger. I tillegg ses kategoriske vedtak om eierandeler som uheldige.

Flere av de nåværende og tidligere heleide selskapene er kritiske til uforutsigbare og høye vedtak om utbytte. Uforutsigbarheten i utbyttespørsmål gjør styrets strategiarbeid vanskelig, samtidig som det kan være manglende konsistens mellom strategien som selskapet opplever at de har tilslutning til og Stortingets utbyttevedtak. Forslag til tiltak som nevnes av selskapene for å bøte på uheldige utbyttevedtak er innføring av aksjelovens hovedregel om utbytte også for statsaksjeselskaper og statsforetak, eventuelt delprivatisering.

I strategiske saker vil styrets behandling være basert på fortrolig informasjon, her vil det kunne være vanskelige avveininger opp mot den informasjon Stortinget bør ha som grunnlag for behandling av saken. Det ble fremholdt at statsrådets informasjonsplikt overfor Stortinget kunne være problematisk i forhold til behovet for forretningsmessig konfidensialitet.

Selskapene er også opptatt av utvelgelsesprosessen til styrene. Særlig i delprivatiserte selskaper ses deltagelsen i selskapets valgprosess som en av statens viktigste roller. Styresammensetningen gir også et viktig signal til markedet. Dagens politikk med at staten ikke har egne representanter i styret og bedriftsforsamlingen, slik at representantene skal ivareta samtlige aksjonærs interesser, vurderes som god. Samtidig fremholdes det at det enkelte ganger kan se ut som om andre hensyn enn kompetanse ligger til grunn for statens vurderinger. Dette gjelder imidlertid særlig de heleide selskapene.

Synspunkter på dagens organisering

Det ble fremholdt av flere styreledere at det statlige eierskapet var så uensartet at det var vanskelig å tenke seg noen felles mal for forvaltningen.

Enkelte selskaper uttrykker ønsker om en styrking av eiernes ressurser til å følge opp eierskapet eller til å profesjonalisere eierfunksjonen. Flere selskaper argumenterte for fortsatt sektortilhørighet,

blant annet med utgangspunkt i at det var sunt med konkurrerende Eiermiljøer innen staten, og at sektorforvalteren ofte hadde best bransjekunnskap og visjoner for virksomheten. Sektoransvar og eierskap i sammen ble også vurdert å kunne gi bedre rammevilkår for realiseringen av politiske mål. Samtidig er det en erkjennelse av at sektortilhørigheten kan medføre en mer uklar Eierrolle. Flere selskaper er opptatt av rolleproblematikken, men mener samtidig at Eierdepartementene gjennomgående er flinke til å skille mellom Eierrollen og andre roller.

I den grad selskapene kom konkret inn på etableringen av et forvaltningsselskap/holdingselskap, var de i hovedsak negative. En mulig fordel som nevnes er at dersom et slikt selskap gis tilstrekkelige fullmakter, oppnås økt avstand til politiske prosesser. Selv om en statsråd også ville være ansvarlig for et forvaltningsselskap, vil det ligge rimelighetsbetraktninger til grunn som kan gjøre det vanskelig å holde en statsråd ansvarlig for utøvelse av eierskapet i mindre enkeltsaker i et forvaltningsselskap. På den negative siden fremheves at det kan bli uklare forhold mellom forvaltningsselskapet, regjeringen og departement og Stortinget. Manglende fullmakter hos forvaltningsselskapet kan medføre ytterligere tidkrevende beslutningsprosesser. Et slikt selskap ville også innebære en ytterligere maktkonsentrasjon i det norske finansmarkedet. En slik maktkonsentrasjon kan gi økt politisering, og også ha en negativ signaleffekt i det internasjonale finansmarkedet.

«Statsrabatt» og utspillpolitikk

Selskapene ser klare fordeler ved delprivatisering og børsnotering. Det poengteres at staten er best som eier når den eier sammen med andre. Fra enkelte hold fremholdes det at fordelene med staten som eier i en slik sammenheng er langsiktigheten. Delprivatisering og børsnotering gir verdifulle signaler fra andre eiere og kapitalmarkedene. Dette virker disiplinerende på selskapene og staten som eier.

På den annen side ser enkelte delprivatiserte og børsnoterte selskaper at det statlige eierskapet også skaper utfordringer. Det hevdes at private medeiere ofte vil legge inn en risikopremie for at staten skal forfølge særinteresser gjennom sitt eierskap, såkalt «statsrabatt». Det ble imidlertid også uttrykt at et statlig deleierskap kan være positivt, for eksempel ved at det kan lette markedsadgangen på enkelte områder og være et fundament for langsiktige industrielle satsninger.

Såkalt utspillpolitikk bidrar etter flere selska-

pers vurdering til en ugrunnet usikkerhet om statens eierskapsforvaltning og derigjennom til en rabatt på selskapets aksjer. Med utspillspolitikk menes utspill fra politisk hold som ikke får noe politisk flertall og som kanskje heller ikke er ment å følges, men som skal gi velgerne signaler om et partis standpunkter. For de mer forretningsmessige orienterte selskapene retter slike utspill seg typisk mot strukturelle endringer som investeringer og nedleggelse i Norge, fusjoner med utenlandske selskaper, salg av eierandeler og etablering av utenlandsengasjement. Enkelte slike utspill kan også gi signaler om kritikkverdige prosedyrer, for eksempel kobling mellom fremtidige konsesjonstildelinger og et selskaps strukturelle disposisjoner. Dette reduserer private investorers tillit til selskapene.

Hvordan disse ulike typene utspill fortolkes fremholdes å kunne variere med kunnskapen om norsk politikk og eierskapsforvaltning. Det synes som at de statlige eierskapsforvaltningsmiljøene og dels også selskapene selv, legger liten vekt på den innholdsmessige siden i slike utspill. De vurderes likevel som problematiske fordi de legges vekt på av andre interessenter i selskapene, særlig potensielle investorer, långivere og rådgivere. Betydningen av kunnskap om norsk politikk, medfører at særlig utenlandske miljøer tolker slike utspill som om de får betydning for forvaltningen av selskapene.

I den grad staten faktisk forfølger andre mål gir en rabatt riktigere prising av aksjeverdien for de øvrige aksjonærene selv om den kan medføre ulemper for selskapet og reduserer statens mulige avkastning. Fra selskapshold vurderes det imidlertid som kritikkverdig dersom utspill fra statlig hold bidrar til å skape en «statsrabatt» det ikke er grunnlag for ut fra den forvaltningsstrategi som faktisk forfølges. I så fall vil staten bidra til å redusere verdien på egne selskaper uten at bruken av eierskapet gir grunnlag for dette.

Ut fra selskapenes perspektiv bør denne statsrabatten være minst mulig. Rabatten reduserer selskapets muligheter til å bruke egne aksjer som oppkjøpsmidler for å finansiere vekst fordi en får mindre betalt for dem. Aksjen blir også mindre egnet som betalingsmiddel ved andre strukturelle løsninger.

Utvalgets vurderinger av rabattproblematikken

Utvalget finner, som følge av innspillene fra selskapene, grunn til å presisere konsekvensene og eksistensen av en såkalt statsrabatt nærmere. Konsekvensene er for det første knyttet til at verdiene på

statens og andre aksjeeieres eierandeler reduseres. Dette reduserer gevinsten ved salg av aksjene, men har mindre konsekvenser dersom staten ikke vil avhende eierandelene. Utvalget ser imidlertid at rabatten har negative konsekvenser for selskapenes strategiske handlingsrom, herunder muligheten til å bruke egne aksjer som oppkjøpsmidler og som betalingsmiddel ved andre strukturelle løsninger. Dette medfører at staten som eier kommer relativt sett dårligere ut av slike transaksjoner enn motparten, og at også statlige verdier går tapt.

Statsrabatten kan imidlertid bli brukt som en forklaringsfaktor slik at betydningen av at selskapene ikke er godt nok drevet, underkommuniseres. I enkelte tilfeller vil også det statlige eierskapet kunne ha positive effekter. Innenfor forsvarsindustrien og petroleumsvirksomhet vil det statlige eierskapet kunne gi troverdighet og lettere tilgang til markeder. En stor langsiktig eier som staten kan også være et viktig grunnlag for en god industriell utvikling over tid for et selskap.

Det må understrekes at statsrabatten på det enkelte selskaps aksjer bare er en av flere faktorer som kan påvirke statseide børsnoterte selskap negativt. Et annet moment er at staten ofte er en dominerende langsiktig eier og aksjeverdiene vil kunne bli redusert på grunn av begrenset likviditet og usikkerhet om den dominerende eierens intensjoner. Også selskap med dominerende private eiere vil ha samme type problemstilling.

Rabatter kan også ha sin årsak i kjennetegn ved Oslo Børs. En liten børs med lav likviditet kan være mindre attraktiv for finansielle investorer enn alternative markedsplasser. Det at staten er en så dominerende eier på Oslo Børs med en eierandel på rundt 40 prosent bidrar til lavere likviditet i annenhåndsmarkedet enn hva ellers hadde vært tilfelle. Utenlandske investorer står enkelte dager for opp mot 70 prosent av den daglige omsetningen på Oslo Børs i annenhåndsmarkedet og er således av stor betydning for å sikre likviditeten i aksjene. God likviditet bidrar til stabilitet i aksjekursen og gjør det billigere for selskapene å finansiere seg med egenkapital. Måten staten oppfører seg på i aksjemarkedene kan ha betydning for i hvilken grad Oslo Børs er en attraktiv markedsplass for utenlandske så vel som innenlandske investorer. En god statlig eierskapsforvaltning kan ut fra sistnevnte poeng bidra positivt også for øvrige selskaper.

Figur 6.1 viser en sammenligning av statlige eierandeler på ulike børser i Europa. Slik figuren illustrerer ligger Oslo Børs høyt når det gjelder prosentvis offentlig eiersandel. Tabellen er ikke fullt ut oppdatert. Statens eierandel på Oslo Børs

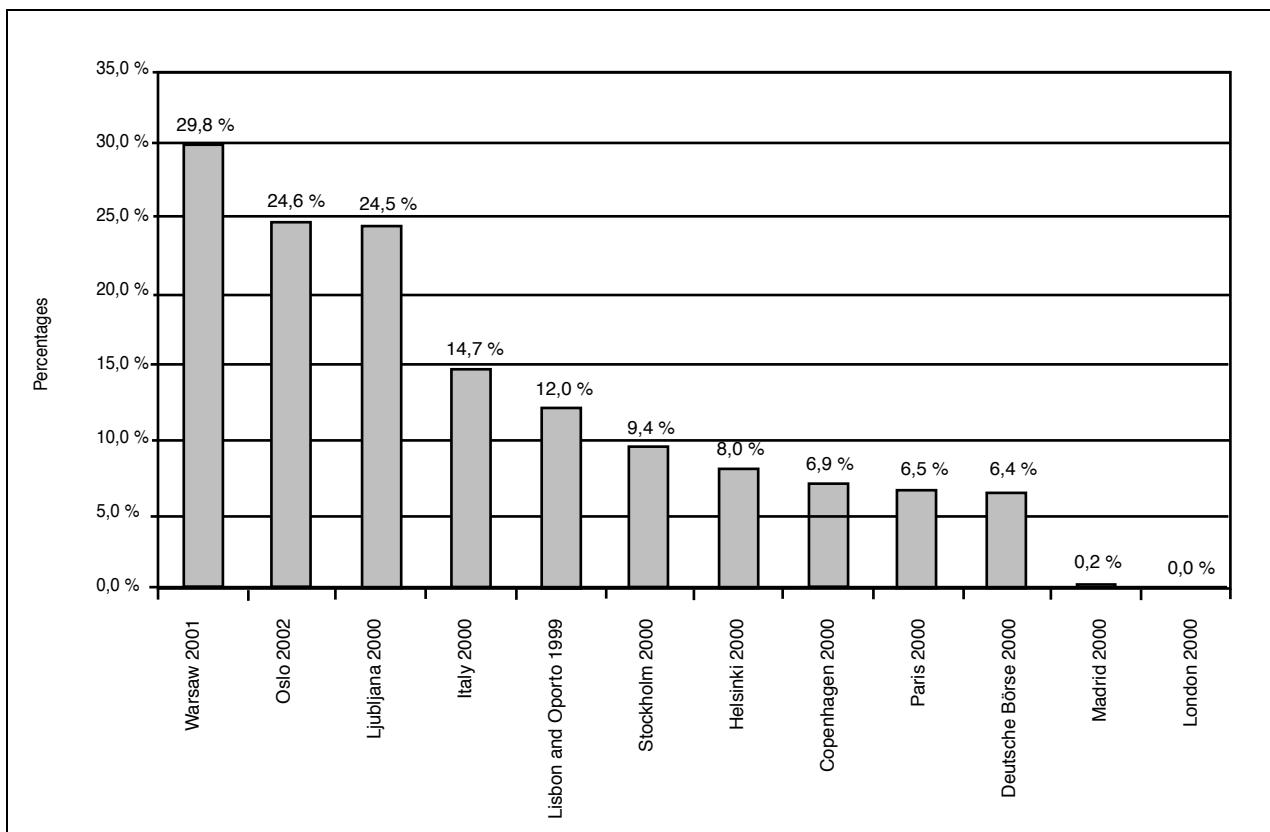
Tabell 6.2 Markedsverdien av det direkteide børsnoterte statlige eierskapet. 31.12.2002 og 31.12.2003. Mill. kroner.

Eierandel/Markedsverdi. Selskap	Statens eierandel Prosent	Selskapets markedsverdi 31.12.02.	Verdi av statens eierandel 31.12.02	Selskapets markedsverdi 31.12.03	Verdi av statens eierandel 31.12.03
DnB Holding ASA ¹	47,8/31,37	25 121	12 008	58 162	18 245
Kongsberg-Gruppen ASA	50,001	2 760	1 380	3 120	1 560
Hydro ASA	43,8	82 778	36 256	109 438	47 934
Raufoss ASA	50,27	143	72	11	5
SAS AB	14,3	6 744	964	10 445	1 493
Statoil ASA	80,8	128 090	103 497	163 671	132 246
Telenor ASA	77,6/62,65	47 772	37 071	78 449	49 148
<i>Sum</i>		<i>293 409</i>	<i>191 249</i>	<i>423 297</i>	<i>250 633</i>

¹ DnB NOR ASA ble børsnotert den 5. desember 2003. Verdiene per 31.12.2003 angir således det fusjonerte selskapets markedsverdi. Verdiene på statens hånd per 31.12.2003 er angitt etter oppkjøpet til 31,37%.

har økt til om lag 40 prosent, tilsvarende eller motsatte endringer kan ha funnet sted i andre land. Tabellen gir likevel et inntrykk av at den statlige børsnoterte eierandelen i Norge er høy i forhold til i andre land. Det omfattende norske statlige eierskapet i børsnoterte selskaper gir grunn til å være særlig oppmerksom på virkningene av en mulig statsrabatt. Det har vært hevdet at statsrabatten kan utgjøre så mye som 10 til 20 prosent av et

selskaps verdi. Som tabell 6.2. viser medfører en tenkt statsrabatt på 10 prosent reduserte selskapsverdier på om lag 42 mrd. kroner målt per 31.12.2003, og reduserer verdien av statens eierandeler med om lag 25 mrd. kroner. Dersom det statlige eierskapet har ringvirkninger også for verdiene til andre selskaper notert på Oslo Børs, blir de økonomiske konsekvensene større.



Figur 6.1. En sammenligning av det offentliges eierandeler ved utvalgte børser i Europa.

Kilde: Share Ownership Structure in Europe 2002. Federation of European Securities Exchanges (FESE)

Kapittel 7

Statlig eierskap i andre land – OECDs arbeid på området

I det følgende gis en oversikt over visse trekk ved forvaltning og organisering i utvalgte land. Størst vekt legges på forvaltningen i Sverige, men dels også Finland. Fremstillingen av Østerrike og de endringer som er i ferd med å bli gjennomført i Frankrike er mer illustrerende eksempler på alternative måter å organisere eierskapet på. Utvalget vil gjøre oppmerksom på at det er grunn til å utvise forsiktighet med å trekke konklusjoner fra relativt overfladiske sammenligninger mellom ulike land. Hvilken forvaltning som er mest egnet vil avhenge av nasjonale særtrekk, for eksempel av konstitusjonell, forvaltningsrettslig og politisk art. Formålet med og omfanget av det statlige eierskapet vil også være av betydning. Før gjennomgangen av de ulike landene, gis en oversikt over OECDs pågående arbeid på området.

7.1 OECDs arbeid med statlig eierskap

OECD (Organisasjonen for økonomisk samarbeid og utvikling) har innenfor rammen av reguleringsreformprogrammet kommet med enkelte synspunkter på det statlige eierskapet i Norge. I rapporten «Regulatory reform in Norway. Marketisation of Government Services – State Owned Enterprises» gjør OECD enkelte vurderinger av de konkurransemessige utfordringer det statlige eierskapet innebærer som følge av rollekonflikter. Det ses blant annet som et problem at eierskapet av betydelige selskaper forvaltes av de samme departementene som regulerer sektoren. En slik kombinasjon av roller kan ut fra OECDs synspunkt hindre inntreden av nye konkurrenter på sektoren, med de effektivitetsgevinster dette kan innebære, og være til ulempe for eksisterende konkurrenter. OECD tar til orde for mekanismer som skal sikre konkurransenøytralitet mellom statseide og priva-

te eide selskaper. I rapporten «Regulatory reform in Norway. Enhancing Market Openness through Regulatory Reform» peker en på negative konsekvenser av det statlige eierskapet når det gjelder å tiltrekke seg utenlandsk kapital, noe som underbygges av en undersøkelse blant internasjonale bedriftsledere. På den positive siden fremheves det arbeidet som er gjort for å rendyrke rollene ved overføring av eierskapet til Nærings- og handelsdepartementet og de prinsippene for godt eierskap som er nedfelt i Eierskapsmeldingen (Stortingsmelding nr. 22 for 2001-2002).

I rapporten «Privatising State-owned Enterprises. An Overview of Policies and practices in OECD-Countries» tar OECD opp erfaringer fra privatiseringsprosesser i OECD-landene. Dette kobles til en viss grad til ulike løsninger for forvaltning og organisering, herunder etableringer av holding-selskaper. OECD har imidlertid ikke ferdigstilt arbeidet som er mest relevant i forhold til utvalgets mandat. I juni 2002 ble det besluttet at «The Working Group on Privatisation and Governance of State-owned Assets» skulle utvikle ett sett av ikke bindende prinsipper og beste praksis for organisering og forvaltning av statlige eierandeler. Som del av dette arbeidet tar OECD sikte på å gi en omfattende komparativ oversikt over eierskapets omfang, relevant lovgivning, organisering og forvaltning, samt prinsipper for forvaltningen av eierskapet. Det tas sikte på å ferdigstille arbeidet i løpet av 2005.

7.2 Sverige

Den svenske staten er Sveriges største selskaps-eier og eierskapet omfatter nær 60 selskaper¹. Verdien av statens eierskap ligger anslagsvis mellom 350 og 410 mrd. SEK. Ca. 200 000 personer er ansatt i selskaper med statlige eierandeler. Staten er dessuten den største eieren på Stockholmsbørsen. Den direkte statlige eierandelen på den svenske markedsplassen var i juni 2003 5,6 prosent, men i tillegg kommer de statlige sosialforsikringsfondene som eide 4,3 prosent² (finansmarknad-aktieägarstatistik). Det direkte børsnoterte, statlige eier-

¹ Beskrivelsen i avsnittet er hovedsakelig hentet fra: Verksamhetsberättelse för företag med statlig ägande 2002. Regjeringskanseliet.

² Kilde: www.scb.no

skapet er konsentrert til fem selskaper: Nordea, OM, SAS, TeliaSonera og Celtica.

Sverige har ingen særregler i sin selskapsordning som tilsvarer den norske statsaksjeselskapsordningen. De har heller ikke andre særlovsselskapsordninger eller noen form som tilsvarer det norske statsforetaket. Selskapseie skjer således etter ordinær aksjeselskapslovgivning relativt lik den norske. Sverige har imidlertid i likhet med Norge en forvaltningsbedriftsordning, affärsverk. Også i likhet med i Norge har stadig flere av disse blitt omdannet til aksjeselskaper.

Reguleringen av forholdet mellom Riksdagen og regjeringen i eierskapsforvaltningen er svært likt Norges regelverk. Dette kommer ikke minst til uttrykk gjennom beskrivelsen av regjeringens forvaltningsmandat i eierberetningen for 2002, jamfør første avsnitt i sitatet under:

«Statens medel och dess övriga tillgångar står till regeringens disposition enligt 9 kap 8 § regeringsformen. Enligt 9 § skall riksdagen fastställa grunderna – i den omfattning som behövs – för förvaltningen av statens egendom och föfogandet över den. Detta är det förvaltningsmandat regeringen har för förvaltningen av företag med statligt ägande. Detta innebär att regeringen skall höra riksdagen vid väsentliga ändringar av företagets inriktning, utspädning av ägandet, kapitaltillskott, bolagisering samt försäljningar och köp av aktier.

I lagen (1996:1059) om statsbudgeten anges att regeringen får sälja statens aktier i företag där staten har mindre än hälften av rösterna för samtliga aktier eller andelar om inte riksdagen beslutat annat. Regeringen får däremot inte minska statens ägarandel i företag där staten har hälften eller mer än hälften av rösterna för samtliga aktier eller andelar. Riksdagsbeslut krävs inte för extrautdelningar eller nedläggningar eftersom det ingår i den normala förvaltningen. Det krävs inte heller riksdagsbeslut avseende förvärv eller avyttringar som företag genomför inom den verksamhetsinriktning som grundpropositionen anger.»

En forskjell fra situasjonen i Norge er regjeringens fullmakt til å selge seg ut av selskaper hvor eierandelen tilsvarer halvparten av stemmene eller mindre, jamfør andre avsnitt i sitatet over. Denne fullmakten ble fra regjeringens side begrunnet i at i slike tilfeller var normalt ikke formålet med eierskapet at selskapet skulle drive en virksomhet av statlig interesse. En slik fullmakt burde derfor kunne gis for å sikre fleksibilitet i saker som gjaldt

eierstruktur og selskapets kapitalbehov. I praksis har således regjeringen en salgsfullmakt når eierandelen går under 50 prosent. Som følge at det har blitt sett på som vanskelig og tidkrevende å tilføre selskapene kapital har regjeringen etablert en konsernkontoordning som skulle bedre kapitalstrukturen i de statlige selskapene. Bruk av den ordningen er imidlertid normalt betinget av samtykke fra Riksdagen. Sitatene under inneholder regjeringens forslag, som ble vedtatt, og begrunnelsen for det³:

Regeringens forslag:

«I samband med en översyn av kapitalstrukturen i statligt ägda bolag skall genom extra utdelningar 3 000 000 000 kronor tillföras ett särskilt konto i Riksgäldskontoret för insatser i av staten hel- och delägda aktiebolag. Riksdagens godkännande för en kapitalinsats skall inhämtas. I undantagsfall, där beslut inte kan vänta, bemyndigas regeringen avseende mindre belopp att utan dröjsmål göra nödvändiga kapitalinsatser. I dessa fall skall riksdagens medgivande inhämtas i efterhand.»

Regjeringens begrunnelse for forslaget:

«Regeringen har i dag stora möjligheter att påverka storleken på de statliga företagens utdelningar till statsbudgeten men den har begränsade möjligheter att återföra medel till företagen när detta behövs. Detta begränsar ägarens handlingsmöjligheter på ett olämpligt sätt. En möjlighet att sätta in medel i företagen ger också bättre förutsättningar att justera företagets finansiella struktur genom extra utdelningar. Regeringen har vid förvaltningen av företagen skäl att kräva en avkastning och en effektivitet som motsvarar vad privata företag uppnår. En privat företagsägare har möjlighet att fördela resurser mellan olika företag. I vissa fall kan insatser krävas i företag som har ekonomiska problem. Vidare har delägda företag ofta hembudsavtal av olika slag som regeringen inte kan fullfölja utan särskilt riksdagsbeslut. Sammantaget gör detta att statens företagsförvaltning hämmas till nackdel för företagets utveckling.»

Mesteparten av kompetanse og ressurser i den svenske statlige eierforvaltningen er samlet i en egen eieravdeling i næringsdepartementet. Her forvaltes 44 selskaper, inkludert tre «affärsverk». Kun 12 selskaper forvaltes av øvrige departementer. Næringsministeren har et koordinerende ansvar for en enhetlig eierforvaltning og nominering av styrerepresentanter. Sverige synes således å ha sentralisert eierskapet i større grad enn i Norge. En har vært opptatt av at en enhetlig eierskapsforvaltning har positive effekter fordi at dårlig drift på

³ Vårpropositionen 2002/03:100. Sveriges Riksdag.

et område smittet over på allmennhetens og det finansielle miljøets syn på andre deler av det statlige eierskapet.

Den svenske årsberetning for selskaper med statlig eierskap er også en samlet beretning for hele eierskapet, ikke bare den delen som ligger under det svenske næringsdepartementet. Årsberetningen sendes som melding («skrivelse») til Riksdagen. Selskapene er i denne rapporteringen delt inn i to kategorier, selskaper med markedsmessige krav og selskaper med særskilte samfunnmessige interesser. Det er grunn til å understreke at i selskaper med andre formål enn forretningsmessige er det en aksept for at en kvantitativ måling av enkelte mål er problematisk, en vektlegger derfor også mer kvalitative beskrivelser.

Eierberetningen ses som en del av arbeidet med åpenhet i forvaltningen av eierskapet. Dette har en demokratisk side i den forstand at en vektlegger at folket skal kunne bedømme verdien av det statlige eierskapet. Når det gjelder selskapenes eget arbeide med åpenhet er utgangspunktet at informasjonstilfanget for allmennheten skal være minst tilsvarende det som gjelder for børsnoterte selskaper. Et annet virkemiddel som brukes er at Riksdagsrepresentanter kan møte og stille spørsmål på selskapenes generalforsamling. En vurderer også å åpne generalforsamlingene for allmennheten i de heleide selskapene.

Et annet mål som fremheves som sentralt i eierskapsforvaltningen er effektive styrer tilpasset selskapenes situasjon og fremtidige utfordringer. Den svenske eierskapsforvaltningen har også utviklet rådgivende retningslinjer for styrearbeidet. Sverige har den samme praksis som Norge når det gjelder statlig deltagelse i nominasjonskomiteer i børsnoterte selskaper. Eierens forhold til styret er i et annet henseende en grunnleggende forskjell mellom Norge og Sverige. I Sverige har staten, i motsetning til i Norge, vanligvis en departementsansatt som ordinært styremedlem i hvert statlig selskap. Dette gjelder ikke for børsnoterte selskaper.

Utvalget vil for øvrig vise til fremstillingen av den svenske eierskapsforvaltningen i Johnsens rapport, vedlegg 8, kapittel 4.

7.3 Finland⁴

I likhet med Sverige og Norge har også Finland et relativt stort statlig eierskap. Ved utgangen av 2002 hadde staten aksjer i knapt 50 selskaper av betydning, hvorav 11 børsnoterte. Verdien av det børsnoterte eierskapet på samme tidspunkt var nær 11 mrd euro.

Målene for eierskapspolitikken er verdistigning og utbytteinntekter for staten. En har også lagt vekt på å gjennomføre struktur- og bransjeendringer for å forbedre selskapenes rammevilkår og styrke næringsstrukturen i Finland.

De statlig eide selskapene er organisert i aksjeselskapsform. Finland har imidlertid en inndeling mellom selskaper der staten eier mer enn 50 prosent (statsbolag) og selskaper der staten eier mindre enn 50 prosent (interessentbolag). Ut fra denne inndelingen er det vedtatt en lov som særlig omhandler saksgangen knyttet til endringer i eierskapet, begrenset til selskaper som driver økonomisk virksomhet (Lag om utövande av statens delägarratt i vissa aktiebolag som bedriver ekonomisk verksamhet. Nr 740/1991.) Loven regulerer blant annet grunnleggende trekk i forholdet mellom regjering og Riksdag i saker som angår endringer av statens eierskap.

Utgangspunktet for statsbolag er at regjeringen gis myndighet til endringer i statens eierskap i selskapene innenfor de vedtak og tilknyttede vilkår som er gitt i statsbudsjettet. Slike disposisjoner får imidlertid ikke medføre at statens eierandel synker under 2/3-flertall eller vanlig flertall uten Riksdagens samtykke. For interessentbolag gjelder tilsvarende regler dersom eierandelen synker under 1/3. Når det gjelder salg av aksjer presiserer lovgivningen at dette skal skje til markedspris, ved vesentlige avvik må Riksdagens samtykke innhentes.

Fullmakter som går utover nevnte rammer, innhentes for det enkelte selskap. Det har vært praksis å innente slike fullmakter i god tid, ut fra regjeringens vurdering av hvilke fremtidige endringer i eierskapet det kan være behov for å gjøre. Formålet er å ha en beredskap som sikrer rask og fleksibel gjennomføring av ønskede eierdisposisjoner når situasjonen tilsier dette.

Ut fra sin rolle som forvalter av eierskapet har den finske regjering gjort en prinsippbeslutning for statsbolagen, som innenfor rammene av lovgivningen styrer eierforvaltningen. Her deles det statlige eierskapet inn i tre grupper ut fra formålet med eierskapet.

Fra statsrådets prinsippbeslut om statens ägarpolitik:⁵

⁴ Fremstillingen bygger dels på den finske årsberetningen for 2002: Statsbolagen og interessebolagen. Handels og Industriministeriet. Årsrapporten og annen informasjon om den finske eierskapsforvaltningen finnes på følgende nettsted: www.ktm.fi.

⁵ Handels og industriministeriet. 16.9.1999

«1. Bolag som har en specialoppgift (t.ex. specialfinansieringsbolagen).

2. Övriga bolag som är strategiskt viktiga för staten och som har en stor betydelse för utvecklingen av vårt samhälle och/eller för samhällsekonomin.

3. Bolag vars strategiska betydelse för staten har minskat väsentligt och i vilka staten närmast har en placerares intresse.

Staten kommer alltid att ha bestämmanderätt i de statsbolag som har en specialoppgift. I fråga om de bolag som hör till grupp två är det för statens del ofta befogat med betydande ägande i dem. När det däremot gäller bolag i den tredje gruppen, kan det räcka med att staten äger en betydande minoritetsandel i bolagen eller staten kan helt utträda ur dem när bolagen verkar i en miljö där det råder konkurrens.»

Finland har i mindre grad enn Sverige samlet sitt eierskap i ett departement. Ut fra den finske eierberetningen for 2002, var 19 av 48 selskaper forvaltet av Handels- og industriministeriet (HIM), herunder 10 interessebolag og 9 statsbolag. Det utredes imidlertid å flytte over selskaper som virker på markedsmessige vilkår til HIM. Selskaper som ivaretar «specialoppgifter» skal derimot forbli under sektordepartementene. Det legges opp til at enheten for eierstyring i HIM skal ha en støttende rolle i eierskapsforvaltningen for slike selskaper også. Dette skal sikre en mer konsekvent, forutsigbar og åpen eierskapspolitikk. I likhet med i Sverige har denne sentrale enheten også ansvar for å trekke opp retningslinjer for statens eierskapspolitikk i sin helhet. Det er også i Finland praksis at ministeriet med ansvar for selskapet har direkte representasjon i selskapets styre.

7.4 Frankrike⁶

Staten eier direkte litt under 100 selskaper i Frankrike, som tradisjonelt har blitt forvaltet direkte fra

⁶ Fremstillingen er basert på Denis Samuel-Lajeunesse sitt innlegg i OECD Working Group on Privatisation and Corporate Governance of State-Owned assets 26.6.2003: French experience in corporate governance of state-owned assets: the creation of the State-owned Assets Agency.

⁷ Fremstillingen bygger på dokumenter som er innhentet fra www.oia.g.at, samt saksdokumenter fra CORPORATE GOVERNANCE OF SOES IN CHINA Beijing, 18-19 January 2000, jamfør www.oecd.org.

⁸ Spania og Italia er to andre land som tradisjonelt har anvendt holdingsselskapsmodeller for forvaltningen av det statlige eierskapet.

⁹ Federal law on the restructuring of the legal circumstances of Österreichische Industrieholding Aktiengesellschaft and of Post- und Telekombeteiligungsverwaltungsgesellschaft – Federal Law Gazette I no. 24 of 26 April 2000

¹⁰ Det vil si overstyret, Østerrike har en ordning med to styre.

departementene. Det har imidlertid nylig blitt opprettet et direktoratslignende organ utenfor departementene med eneste oppgave å forvalte den franske stats eierinteresser i hel- og deleide selskap. Porteføljen omfatter nesten 70 selskap herunder selskap som Air France, Renault, EDF, Gaz de France, Alstom, Bull, Thales, og France Telecom.

Formålet med å opprette et slikt organ var å synliggjøre staten som aksjonær og å øke den statlige eierens autoritet. Organet skal støtte selskapene i deres strategiarbeid, kontrollere selskapenes virksomhet og promotere endringer i selskapene som en tilpasning til nye rammebetingelser. Det arbeides blant annet med en mer aktiv rolle overfor ledelsen i selskapene, krav om jevnlig rapporteringer, og implementering av Corporate governance prinsipper. Det har også vært et mål å skille klarere mellom statens ulike roller, ved at organet plasseres direkte under ansvarlig minister og således skilles fra departementets øvrige roller. Det ses som en oppgave å klarlegge rollene vertikalt, det vil si hvilke beslutninger som skal fattes av selskapene selv, organet, statsråden og det statlige beslutningssystemet for øvrig.

Det er som i Sverige og Finland en sterk vektlegging på å forbedre åpenheten gjennom forbedrete rapporteringssystemer og kommunikasjon med politiske myndigheter og omverdenen. En slik åpenhet kobles til et overordnet mål om å øke verdiskapingen i selskaper som representerer det franske folkets felles eiendom.

7.5 Østerrike⁷

Østerrike har en lang tradisjon for forvaltning av det statlige eierskapet gjennom et holdingselskap⁸. Et omfattende statlig eierskap, blant annet som konsekvens av nasjonaliseringsprosesser etter andre verdenskrig, ble fra 1970 og utover forvaltet av det statlige holdingselskapet OIAG (Österreichisches Industrieholding Aktiengesellschaft). Selskapet er i utgangspunktet et ordinært aksjeselskap, men en del særtrekk er gitt i særlovgivning.⁹ Eierskapet utøves gjennom generalforsamlingen ved ansvarlig statsråd, finansministeren.

Særlovgivningen presiserer kvalifikasjonskravene til medlemmene av styret¹⁰ og de ansattes representasjon. Med unntak av ansattrepresentanter er styret selvrekutterende. Finansdepartementet som eier oppnevnte bare det opprinnelige styret. Videre deles formålet inn i salg av aksjer og forvaltning av eierinteresser. Når det gjelder forvaltningen gis det enkelte muligheter for kjøp av

aksjer og lignende eierskapsdisposisjoner for å ivareta forretningsmessige interesser i eierskapsforvaltningen. Reglene setter grenser for endringer i eierskapet som passerer relevante flertallsgrenser i selskapslovgivningen.

Når det gjelder håndtering av privatiseringsprosesser presiseres det at holdingselskapet skal bestemme når og i hvilken utstrekning privatiseringer skal gjennomføres ut fra styrenes og ledelsens profesjonelle vurderinger. I slike prosesser skal det tas hensyn til interessene til selskapet som blir solgt, interessene til OAIG og interessene til den føderale regjeringen. OIAG er satt opp med betydelig gjeld som privatiseringsprosessene skal

bidra til å betjene. Hvilke selskaper som skal privatiseres, bestemmes i privatiseringsmandater fra de politiske myndigheter. I tillegg til å maksimere statens eierverdier er det i privatiseringsmandatene også presisert at Østerrikes interesser skal hensyntas. Per i dag har den østerrikske staten en bred nedsalgsstrategi. Det er dette aspektet, snarere enn varig forvaltning av eierandeler som vektlegges. I OIAGs årsberetning for 2002 presiseres det imidlertid at en god forvaltning av selskapene er en forutsetning for et verdimaksimerende nedsalg.

Kapittel 8

Utvalgets vurderinger og anbefalinger – målene med eierskapet

8.1 Innledning

Staten kan ha ulike mål med sitt direkte eierskap. Ulike mål kan tilsi ulik forvaltning og organisering av eierskapet. Mål formuleres i framlegg fra regjering til Storting og i innstillinger fra stortingskomiteer. Dette gjelder blant annet St.meld. nr. 22 for 2001-2002 Et mindre og bedre statlig eierskap (Eierskapsmeldingen) og Innst. S. nr. 264 for 2001-2002. Ut fra disse dokumentene og utvalgets mandat, har utvalget funnet grunnlag for en kategorisering av mål staten synes å ha med eierskapet. Denne kategoriseringen er ment som et verktøy for å få avklart og presisert målene med eierskapet og ligger til grunn for utvalgets vurderinger av en bedre forvaltning og organisering i den videre utredningen. Kategoriseringen tar utgangspunkt i kjerneformuleringen i utvalgets mandat: «Målet er at eierskapet skal forvaltes med sikte på å sikre statens verdier og en god industriell utvikling for selskapene».

Dette er en kategorisering av typer mål staten har med sitt eierskap. Utvalget har ikke plassert enkelte eierandeler. Kategoriseringen er ment som et hjelpemiddel for tenkningen rundt organisering og forvaltning, og som et bidrag til å klargjøre statens mål med eierskapet. Presiseringen av målene er noe som må gjøres av Storting og regjering for hvert enkelt selskap¹. Det er også viktig å understreke at erfaringene har vist at dette ikke vil være en presisering som er statisk. Utviklingen kan medføre at selskapenes virksomhet eller politiske vurderinger av det statlige eierskapet, endres. Innspillene til utvalget og utvalgets egne vurderinger gir uansett grunn til å poengtere betydningen av at målet med eierskapet i de enkelte selskaper er avklart og gjort tydelige overfor omverdenen.

8.2 Betydningen av klare mål

Utvalgets mandat er begrenset til selskaper hvor virksomheten er «hovedsakelig forretningsmessig orientert», det vil si at selskapene, også der andre mål eksisterer, har et ansvar for å gi eieren størst mulig avkastning på sin investering. Fremstillingen i kapittel 2 viste at statlig eierskap kan være et virkemiddel for å ivareta en rekke ulike mål. Det kommer klart til uttrykk i Stortingets behandling av Eierskapsmeldingen at bedriftsøkonomisk verdimaksimering kun unntaksvis er det eneste målet med statens eierandeler i et selskap. I enkelte tilfeller kan statens mål også medføre innbyrdes motstridende mål i forvaltningen av selskapene. Det er tatt hensyn til en slik målkompleksitet i utvalgets vurderinger. Målkompleksitet kan være utfordrende i forhold til bedriftsøkonomisk verdimaksimering, men må vurderes i lys av at eierskapet tjener til å realisere andre politisk satte mål for samfunnsutviklingen.

Det er imidlertid av stor betydning å få klargjort alle mål og bindinger i størst mulig grad. Dette er et viktig bidrag til en effektiv målrealisering for staten som eier. Klare mål gjør det lettere å vurdere selskapets resultater. Økt kunnskap om en dominerende eller eneeiers mål vil også forenkle selskapenes strategiarbeid i saker som krever eiers medvirkning.

Uklarheter om statens mål med eierskapet har også et demokratisk aspekt. Statens kapital i selskapene har en alternativ anvendelse, for eksempel til andre finansielle investeringer eller produksjon av andre velferdsgoder og tjenester. Presis målangivelse og etterfølgende offentlige vurderinger av måloppnåelsen vil gi bedre informasjon om kostnader og gevinster med det statlige eierskapet.

Uklarheter kan også føre til at staten blir tillagt mål den ikke har i kapitalmarkedene. En klargjøring av målene kan derfor føre til at selskaper med statlige eierandeler blir mer attraktive som partnere eller for andre investorer. Dette vil i så tilfelle kunne komme staten så vel som selskapet til gode gjennom mer positive verdivurderinger og

¹ «Selskap» brukes som en fellesbetegnelse i den følgende fremstillingen og omfatter aksjeselskaper og statsforetak der annet ikke er presisert.

lavere finansieringskostnader. Politiske enkeltutspill kan også skape uklarheter i kapitalmarkedene om hvilke mål som ligger til grunn for statens eierskap. Flere av styrelederne for selskaper utvalget har innhentet informasjon fra, har understreket at slike utspill kan ha negative konsekvenser for selskapenes finansielle stilling, uten at de mål staten faktisk forfølger gir grunn til dette.

Utvalget anser således at en klargjøring av målene kan bidra positivt til et bedre statlig eierskap og tilrår videre oppfølging på dette grunnlag.

8.3 Måldefinering

Utvalget vil i det følgende formulere enkelte kategorier av mål for det statlige eierskapet. Det er grunn til å understreke at dette er mål med *eierskapet*, altså ikke mål staten ivaretar gjennom andre virkemidler så som reguleringer, kjøp av tjenester med videre.

Utvalget ser det ikke som sin oppgave å gi noen generelle anbefalinger når det gjelder hvilke mål som best realiseres ved eierskap fremfor andre virkemidler. Hvilke ordninger som gir størst styringseffektivitet vil være avhengig av særtrekk på det enkelte område, og bør således vurderes for hvert enkelt tilfelle. Utvalget legger derfor til grunn at andre mål enn verdimaksimering fortsatt vil kunne bli ivaretatt gjennom det statlige eierskapet i den videre fremstilling, men ser det som sentralt at disse da er klart formulerte av staten og forstått av selskapene og andre interessenter.

Ut over målet med eierskapet i det enkelte selskap er bedrifters samfunnsansvar («corporate social responsibility») et annet hensyn av særskilt relevans i den statlige eierskapsforvaltningen. Utvalget viser her til gjennomgangen i kapittel 2.2.3. Samfunnsansvaret retter seg mot alle selskaper uavhengig av eierskap. Staten har et særskilt ansvar for å se til at selskaper med statlige eierandeler ivaretar dette arbeidet. Kjerneverdier i samfunnsansvaret er å verne om miljøet og sikre gode sosiale forhold, globalt så vel som lokalt. Dette er også verdier som staten ønsker å sikre gjennom regulering og annen statlig virksomhet. Staten vil kunne få svekket legitimitet, for eksempel som lovgiver og i saker som angår utenrikspolitikken, dersom staten ikke også gjennom eierrollen etterlever høye standarder. *Utvalget mener derfor at bedrifter med statlig eierskap skal være ledende innen arbeidet med samfunnsansvar.*

Innholdet i samfunnsansvaret vil utvikle seg over tid og variere mellom ulike sektorer. De fleste selskaper begrunner en satsning på samfunnsan-

svar med at det både har en egenverdi og er forretningsmessig riktig. Dette er for eksempel perspektivet i Norsk Hydros og Statoils årsrapporter. Utvalget legger således heller ikke til grunn at målet om å være ledende innen arbeidet med samfunnsansvar har særskilte kostnader for staten som eier.

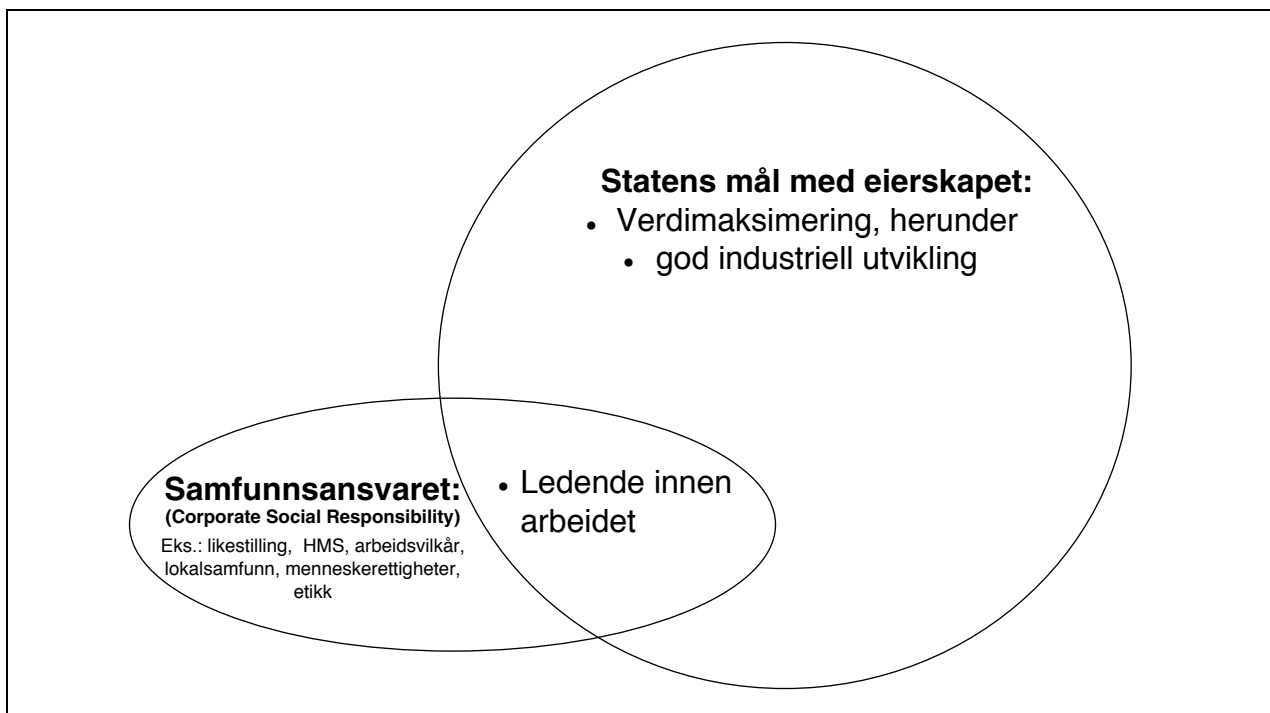
Utvalgets målkategorisering i det følgende er ment som et utgangspunkt for den videre drøftingen av en bedre forvaltning og organisering for selskaper med ulike mål. Kategoriseringer kan imidlertid aldri bli noe annet enn generelle analyseverktøy. Særlige forhold knyttet til enkelte selskaper kan tilsi andre vurderinger og løsninger. Videre må det understrekes at selskapets virksomhet, så vel som den statlige eierens mål, vil endres over tid. En slik kategorisering må ikke bidra til at den statlige eierskapsforvaltningen blir mer statisk. Utvalget anser imidlertid at kategoriseringen fanger opp grunnleggende mål med det norske statlige eierskapet, slik de fremkommer i Eierkapsmeldingen og Stortingets behandling av denne. Kategoriseringen kan derfor også være et bidrag til å klargjøre statens mål med eierskapet.

8.3.1 Målkategori 1 – Bedriftsøkonomisk verdimaksimering

I denne kategorien er bedriftsøkonomisk verdimaksimering målet med det statlige eierskapet. Dette medfører at det ikke er noen grunn til en annen operativ forvaltning av eierandelene enn den som anvendes av private forvaltningsmiljøer.

Ut fra ulike prinsipielle syn vil det kunne argumenteres for at eierandelene i slike selskaper skal reduseres, beholdes eller økes. Dette tar utvalget ikke stilling til. I likhet med for eksempel Statens petroleumfond og Folketrygdforbundet, vil imidlertid et direkte statlig eierskap med verdimaksimerende mål også kunne vurderes som en hensiktsmessig kapitalplassering. Staten kan i så tilfelle vurdere avkastning og risikoprofil ved et direkte eierskap i sammenheng med den øvrige statlige formuesforvaltningen. Det direkte statlige eierskapet representerer en annen type kapitalplassering enn den finansielle forvaltningen gjennom nevnte fond og kan gi en spredning i statens plasseringer. Dette innebærer ikke at utvalget argumenterer for en endring i det fastlagte regimet for forvaltning av petroleumsinntektene, men viser til at staten, i likhet med andre investorer, kan se direkte eierskap som en hensiktsmessig kapitalplassering.

Statens vurderinger av om en skal redusere, beholde eller øke eierandelene i et selskap stiller seg slik sett ikke annerledes enn for andre investorer. Utvalget ser da bort fra makroøkonomiske



Figur 8.1. Statens mål med eierskapet i kategori 1: Verdimaksimering

problemstillinger knyttet til hvordan et stort direkte statlig eierskap kan påvirke økonomiens funksjonsmåte. Det er således ikke noe mål med eierskapet utover det som dekkes av følgende målformulering i utvalgets mandat:

«Målet er at eierskapet skal forvaltes med sikte på å sikre statens verdier og en god industriell utvikling for selskapene.»

Utvalget forstår verdisikringsbegrepet dit hen at staten ønsker å maksimere avkastningen på investert kapital i selskapene. Avkastningen må vurderes i forhold til statens øvrige investeringsalternativer, negative avvik vil representere tap, gitt fraværet av andre mål med eierskapet. Det må imidlertid understrekes at statens tidsperspektiv på denne delen av eierskapet normalt er langsiktig. Avkastningskravet er således rettet mot den langsiktige verdiveksten. Dersom den fremtidige avkastningen vurderes som dårlig i forhold til alternative investeringsmuligheter, eller det er mulig å oppnå en pris som er bedre enn forventet fremtidig avkastning, kan staten selge eierandeler. I motsatt fall kan staten beholde eller øke eierandelene sine i selskapet.

Kravet til en god industriell utvikling står etter utvalgets oppfatning ikke i motstrid til det verdimaksimerende målet, men er en forutsetning for verdimaksimering. En god industriell utvikling krever at selskapene utnytter verdiskapende investeringsmuligheter innenfor sitt forretningsmessi-

ge område. At selskapenes investeringer skal være verdiskapende, innebærer at forventet lønnsomhet minst må tilfredsstille eiers avkastningskrav. Selskaper med statlig eierskap må ha tilsvarende muligheter som andre selskaper til å utnytte verdiskapende muligheter, inkludert oppkjøp, fusjoner eller industriell restrukturering for å sikre en god industriell utvikling.

Utvalget forholder seg til at direkte eierskap kan være en aktuell finansiell investeringsform for staten også i fremtiden. Forvaltningen av et slikt eierskap stiller staten overfor betydelige krav til hvordan eierskapet forvaltes og til at endringer i eierskapet kan gjennomføres fleksibelt, ut fra en langsiktig verdimaksimerende målsetning.

8.3.2 Målkategori 2 – Bedriftsøkonomisk verdimaksimering og nasjonal forankring av virksomheten

Ved Stortingets gjennomgang av Eierskapsmeldingen påpekte et flertall i Næringskomiteen det statlige eierskapets funksjon som «næringspolitisk virkemiddel» (Innst. S. Nr. 264 for 2001-2002, s.24):

«K o m i t e e n s f l e r t a l l , alle unntatt medlemmene fra Høyre og Kristelig Folkeparti, vil – med utgangspunkt i det forestående – vise til at globaliseringen av økonomien og de raske teknologiske endringene er i ferd med å stille statlig eierskap i et nytt lys. På den ene siden krever denne utviklingen økt profesjona-

lisering av statens eierskap, på den annen side bør staten bruke sitt eierskap som et virkemiddel til å styrke norske næringsinteresser i en økende internasjonal konkurranse. I den nåværende situasjon er flertallet kommet frem til at staten ikke bør selge seg ned med mindre det foreligger gode forretningsmessige og eventuelt politiske begrunnelser.»

Samtidig synes det å være en forståelse av at bruken av det statlige eierskapet som et næringspolitisk virkemiddel har måttet endre seg blant annet som følge av internasjonale forpliktelser (Innst. S. Nr. 264 for 2001-2002, s.5):

«K o m i t e e n s f l e r t a l l , alle unntatt medlemmene fra Sosialistisk Venstreparti, vil innledningsvis peke på at statens eierrolle er blitt endret. Statlig eierskap var i visse selskaper opprinnelig et virkemiddel for å sikre statlig styring og kontroll over viktige deler av norsk næringsliv. En rekke forhold, bl.a. globaliseringen og handels- og folkerettslige forpliktelser har imidlertid endret forutsetningene for den eierrollen som staten kan spille. Samtidig blir det særlig viktig, spesielt for små land som Norge, å legge forholdene til rette slik at vi gjennom langsiktige industrielle eiere kan sikre verdiskaping og utvikling av arbeidsplasser.»

I Næringskomiteens vurdering synes en slik ny eierrolle hovedsakelig å være knyttet til en nasjonal forankring av selskapene gjennom statlig eierskap (Innst. S. Nr. 264 for 2001-2002, s.21):

«K o m i t e e n er enig med departementet i at det for norsk næringsliv og det norske samfunnet er viktig at mange både små og store virksomheter har en betydelig norsk forankring og ledes fra Norge.

K o m i t e e n mener det bør være et mål å sikre at strategisk viktige bedrifter beholder en sterk forankring i Norge. Det er en styrke for utviklingen av norsk næringsliv at en del større selskaper har hovedkontor i Norge. Med hovedkontor følger gjerne viktige stabsfunksjoner, forskning og utvikling etc. som kan gi viktige ringvirkninger for utviklingen av selskapet i Norge. Ved hovedkontoret samles kompetanse, og viktige strategiske beslutninger av betydning for virksomhetene i konsernet fattes her. Det er hovedkontoret som tar beslutninger om produksjon eller innkjøp og som velger strategiske leverandører av rådgivning og finansielle tjenester. At norske eiere har kontroll over handels- og produksjonsbedrifter i Norge bør derfor øke sannsynligheten for videreutvikling av avansert virksomhet i Norge.

Etter k o m i t e e n s mening vil et viktig tiltak for å sikre selskapers hovedkontorfunk-

sjoner i Norge være at der er internasjonalt konkurransedyktige rammevilkår slik at bedriften vil ønske å ha sitt hovedkontor i Norge.

K o m i t e e n er enig med departementet i at det er viktig å legge til rette for at forsknings- og utviklingsmiljøer i tilknytning til hovedkontorer kan ha et samspill med forskningsinstitutter, universiteter og høyskoler og slik føre til en gjensidig styrking av hverandre.

K o m i t e e n s f l e r t a l l , alle unntatt medlemmene fra Høyre og Kristelig Folkeparti, viser til at staten er den største kapitaleier i Norge. Det er derfor viktig at disse midler brukes offensivt bl.a. gjennom eierskap for å sikre internasjonalt konkurransedyktige bedrifter innen sentrale bransjer der Norge har særlige forutsetninger. Det betyr ikke at vi skal subsidiere noen bransjer, men ved utøvelse av profesjonelt og krevende eierskap vil vi kunne sikre verdiskaping og trygge arbeidsplasser.»

Selv om statlig eierskap på denne måten blir sett på som et virkemiddel i den nasjonale næringsutviklingen av et flertall i komiteen, fokuseres det likevel sterkere på rammevilkårene for næringslivet (Innst. S. Nr. 264 for 2001-2002, s.19):

«K o m i t e e n har merket seg at meldingen fremhever betydningen av at staten bidrar til å sikre kompetansearbeidsplasser og hovedkontorfunksjoner i Norge. K o m i t e e n er enig i dette, men vil slå fast at statlig eierskap alene ikke er et egnet virkemiddel for å styrke verken utviklingen av et kunnskapsbasert næringsliv eller sikre hovedkontorfunksjoner i Norge.

Derimot vil k o m i t e e n fremheve at staten kan spille en viktig rolle gjennom rammevilkårene.»

Innstillingen fremhever altså at en slik bruk av det statlige eierskapet bør skje på forretningsmessig basis. En nasjonal forankring, operasjonalisert ved at hovedkontoret ligger i Norge, sikrer ringvirkninger i bransjer der Norge har særlige forutsetninger eller interesser. Dette vil for eksempel være bransjer som har vokst frem over tid med bakgrunn i naturgitte eller andre komparative fortrinn.

Argumentasjonen bak en slik eierstrategi vil bygge på en antagelse om at kapitaleiere og selskapsledere ikke opptrer uavhengig av nasjonalitet. Et vanlig motargument er at eierskapets nasjonalitet ikke spiller noen rolle fordi kapitaleiere er ute etter best mulig avkastning på kapitalen. De vil derfor investere der betingelsene for å oppnå en slik verdimaksimering er best, uavhengig av nasjonalitet. En slik argumentasjon tar imidlertid ikke hensyn til at nærhet gir økt kunnskap og trygghet i

forhold til investeringsmuligheter og vilkår for å drive næringsvirksomhet. Utvalget vil peke på at en rekke land ser det på denne måten og legger vekt på nasjonal forankring for en del viktig næringsvirksomhet.

Ved hovedkontoret, i selskapets styre og bedriftsforsamling fattes beslutninger med betydelige konsekvenser for selskapets forretningsmessige utvikling og for øvrige deler av næringslivet. Eieren eller eierne av selskapet kan delta direkte i slike beslutningsprosesser gjennom generalforsamlingen. Normalt vil strategisk viktige beslutninger i stor grad fattes av selskapets styre eller bedriftsforsamling på bakgrunn av saksforberedelse ved selskapets hovedkontor. Eieren øver avgjørende innflytelse over disse beslutningene først og fremst ved å bestemme sammensetningen av selskapets styrende organer.

Kapitaleiere og selskapsledelse må vurdere risiko for ulike investeringsalternativer. Beslutningstageres kunnskap om investeringsmuligheter og rammebetingelser i eget land er som oftest større enn kunnskapen om andre land. Dette påvirker investeringsbeslutningene og kan gi positive ringvirkninger for underleverandører og relaterte næringer i eget land. I fravær av sterke norske private eiermiljøer kan staten bidra til en slik effekt, ved at den med sitt eierskap bidrar til nasjonal lokalisering av hovedkontor og norske beslutningstagere i selskapenes styrer og ledelsesmiljøer.

Norsk hovedkontor i bedrifter av strategisk betydning for nasjonal verdiskapning bidrar også til å sikre og utvikle nødvendig nasjonal kompetanse. Bedrifters etterspørsel etter kompetanse er en drivkraft i utviklingen av innenlandske forsknings- og utdanningsinstitusjoner, samtidig som slike institusjoner på et høyt nivå er en viktig forutsetning for internasjonalt konkurransedyktige bedrifter. Karrieremuligheter vil dessuten tiltrekke kompetente personer som ellers kunne valgt en karriere i utlandet.

Hovedkontorer kan ut fra ovennevnte argumentasjon være av stor betydning for nasjonale kompetansemiljøer. I Eierskapsmeldingen poengteres det at et selskaps kompetanse, inkludert FoU-miljøene, tradisjonelt har befunnet seg nær hovedkontoret. Samtidig pekes det på at det er en tendens i moderne selskapsorganisering å desentralisere FoU-miljøer og andre beslutninger nærmest mulig verdiskapingen. Hovedkontoret vil allikevel normalt ha betydelig strategisk kompetanse for å kunne ivareta sin styrende funksjon. Vekselvirkningen mellom et hovedkontor og andre forsknings- og utdanningsinstitusjoner innenfor en sek-

tor bør således ikke undervurderes. Nasjonal beslutnings- og styringskompetanse er av stor betydning for at selskaper og eiere på en sektor kan delta i kreative miljøer og sikre gode industrielle løsninger med positive ringvirkninger for den nasjonale verdiskapingen. Staten som eier, vil selv være avhengig av å kunne rekruttere god kompetanse for å kunne regulere eller styre utviklingen på et område. Staten kan gjennom sitt eierskap bidra til at hovedkontormiljøer på områder av nasjonal strategisk betydning forblir i Norge.

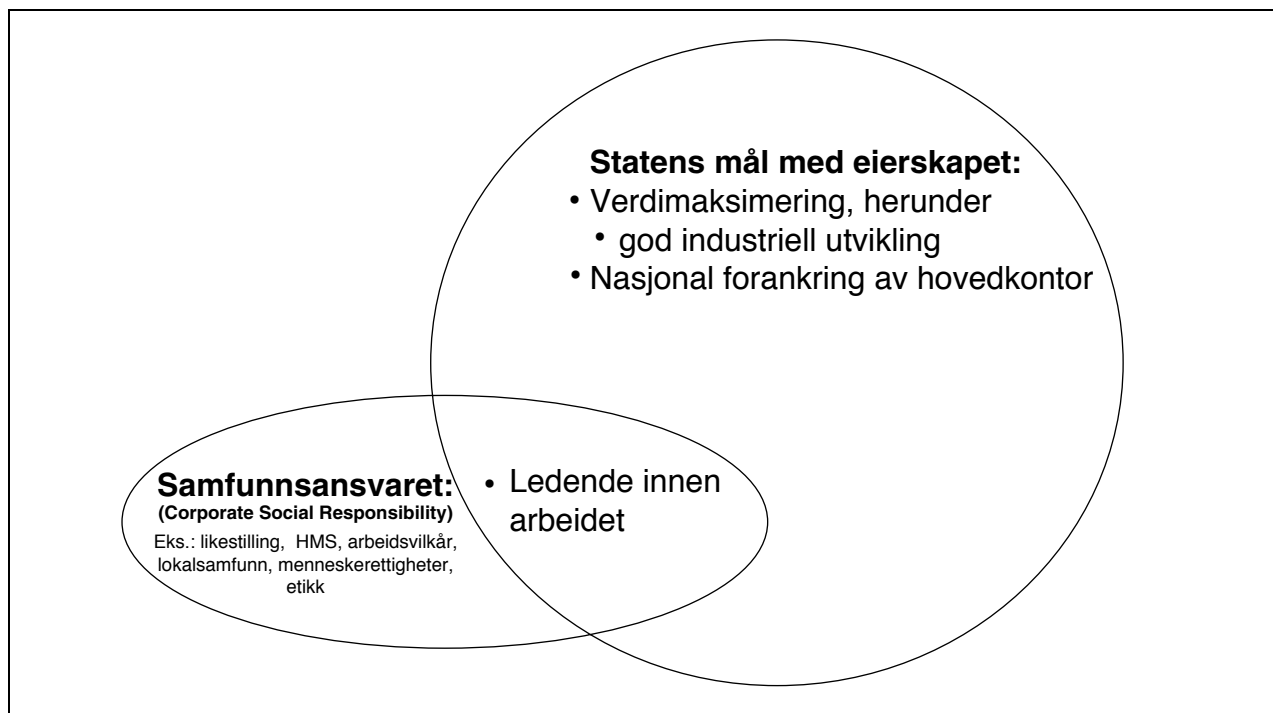
Utvalget ser således gode grunner for at staten bruker sitt eierskap til å sikre nasjonal forankring og fortsatt hovedkontorer for sentrale virksomheter i Norge. Dette forutsetter imidlertid at hovedkontoret har en slik rolle i beslutningsprosessene som beskrevet over. Hovedkontoret må ha en sentral funksjon i forvaltningen av selskapet.

Statens eierskap i denne kategorien er rent forretningsmessig motivert, med den tilleggsdimensjonen at det sikrer en norsk forankring av selskapets hovedkontor, eventuelt også norskbasert styre og ledelse. En slik strategi skal sikre at investeringsmulighetene ivaretas nasjonalt med positive effekter for næringsutviklingen, uten å legge begrensninger på utenlandsengasjementer. Det blir opp til den øvrige næringspolitikken å sikre at nasjonale rammebetingelser er gode nok til at det blir attraktivt å investere nasjonalt. Hovedkontor er således ikke en tilstrekkelig betingelse for en god nasjonal næringsutvikling. Dersom rammebetingelsene er for dårlige, vil dette kunne medføre at de nasjonale ringvirkningene av hovedkontorplasseringen er få. Med gode rammebetingelser vil eierskapet kunne forventes å gi positive nasjonale ringvirkninger, i tillegg til at de bedriftsøkonomisk verdimaksimerende målene nås.

Enkelte store, børsnoterte selskaper med statlige eierandeler kan knyttes til en slik kategori av mål. St.meld. nr. 38 for 2001-2002 Om olje- og gassvirksomheten (s. 84) gir følgende begrunnelse for eierskapet i to av de største selskapene: «Statens eierandeler i Statoil og Hydro er i dag primært motivert ut fra målet om å sikre en nasjonal forankring av selskapene, jf. St.meld. nr. 22 (2001-2002)».

Også ved stortingsbehandlingen av fusjonen mellom DnB Holding og Gjensidige NOR ble det sett som positivt av komiteen at løsningen bidro til «å sikre et vesentlig nasjonalt eierskap innen finansnæringen» (Innst. S. nr. 212 for 2002-2003).

Det fremgår av de politiske uttalelsene som er referert overfor at regjering og Storting særlig har enkelte store selskaper i tankene når de setter mål om nasjonal forankring. De arbeider internasjonalt, de er børsnoterte, og de har i tillegg til staten



Figur 8.2. Statens mål med eierskapet i kategori 2: Verdimaksimering og nasjonal forankring.

eiere fra flere land. Dette fører til at staten som deleier stilles overfor andre utfordringer enn i øvrige selskaper. Selskapene må forholde seg til regelverk og praksiser i en rekke ulike land. Kapitalmarkedet forventer at selskapene opptrer på en forretningsmessig måte, ikke minst i strategiske beslutningssituasjoner. Når staten klargjør sine mål og legger opp prosesser for å treffe beslutninger som eier, må det tas hensyn til virksomhetenes internasjonale karakter og et globalt kapitalmarkeds forventninger. Det er viktig at staten er innforstått med den dynamikken som et eierskap i slike selskaper innebærer. Nasjonal forankring må i gitte situasjoner avveies i forhold til verdimaksimering og en god industriell utvikling for enkelt-selskaper. Store deler av norsk næringsliv er avhengig av at det hersker alminnelig tillit til spillereglene i kapitalmarkedet. Som lovgiver står staten bak et regelverk for det norske kapitalmarkedet som skal sikre en slik tillit. Staten bør være seg bevisst dette også når den organiserer og forvalter sitt eierskap. I børsnoterte selskaper hvor staten selv er eier, er det viktig at staten utøver sitt eierskap innenfor de likebehandlingsregler som gjelder.

Operasjonaliseringen av verdimaksimering og en god industriell utvikling vil være den samme som i kategori 1. Det er kun lagt til en tilleggsdimensjon om at selskapene skal ha hovedkontor i Norge.

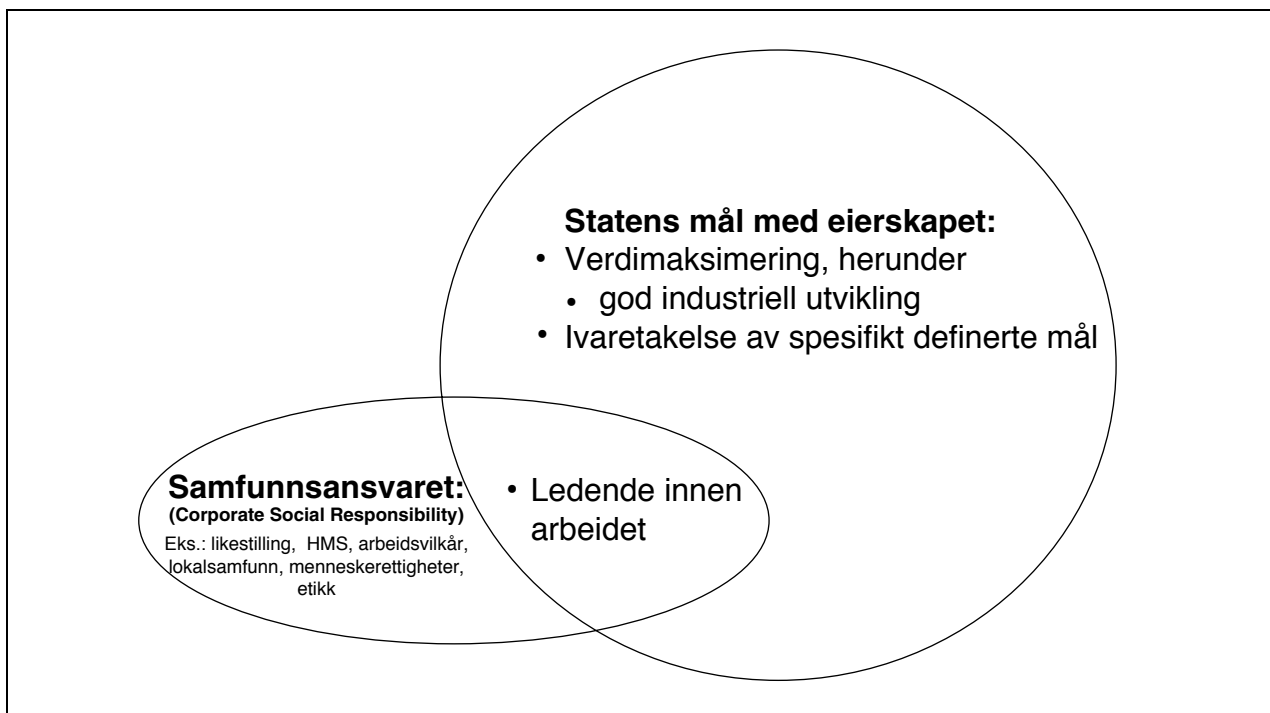
8.3.2.1 Enkelte rettslige rammebetingelser

Statens eierandeler forvaltes på forretningsmessig grunnlag, samtidig som eierandelen sikrer en nasjonal forankring av selskapet. Ut fra Stortingets behandling av Eierskapsmeldingen er dette en eierskapsstrategi som kan være aktuell for flere selskaper. Slike begrunnelser for statlig eierskap synes også å være utbredt i europeisk sammenheng og synes så langt ikke å ha reist rettslige problemstillinger i forhold til EØS-reglene om offentlig støtte når eierskapet forvaltes på forretningsmessig grunnlag.

I forhold til EØS-reglene om fri bevegelse av kapital og fri etableringsrett legger utvalget videre til grunn at utøvelse av eierskap på forretningsmessig grunnlag gir større rettslige og faktiske muligheter til å sikre nasjonal forankring enn det som kan gjøres ved rettslig regulering.

8.3.3 Målkategori 3 – Bedriftsøkonomisk verdimaksimering og ivaretagelse av spesifikt definerte mål

Et kriterium i utvalgets mandat er at statens eierskapsforvaltning også skal være egnet til å ivareta spesifikt definerte mål med eierskapet i enkelt-selskaper. Dette tolkes som mål som går utover verdimaksimering og nasjonal forankring. Spesifikt definerte mål kan være av ulik karakter. Dette er et resultat av at selskapsformer i økende grad brukes



Figur 8.3. Statens mål med eierskapet i kategori 3: Verdimaksimering og spesifikt definerte mål

som tilknytningsform på ulike områder i offentlig forvaltning, og av at det statlige eierskapet også tradisjonelt har vært motivert ut fra andre mål enn verdimaksimering. Selskapene kan i ulik grad være forretningsmessig orienterte, samtidig som de skal ivareta andre spesifikke mål. Bare selskaper som er hovedsakelig forretningsmessig orienterte er innenfor utvalgets mandat.

Spesifikke definerte mål synes over tid i økende grad å bli ivaretatt gjennom reguleringer, konsesjonsregler og gjennom forretningsmessige statlige kjøp fra selskapene. Kjennetegnet ved kategori 3 er imidlertid at det foreligger mål utover bedriftsøkonomisk verdimaksimering som skal ivaretas gjennom eierskapet. Som utvalget preserte i avsnitt 8.3 kan det ut fra en totalvurdering av hvilke løsninger som gir størst styringseffektivitet i det enkelte tilfellet, være at eierskap er bedre egnet enn andre virkemidler. Der det ikke er gjenværende spesifikt definerte mål som skal ivaretas gjennom eierskapsforvaltningen, vil kategoriene foran være de aktuelle alternativene.

For enkelte selskaper kan situasjonen være nokså lik kategori 2 i den forstand at det ikke ligger noe behov for særskilt oppfølging i eierskapsforvaltningen for å realisere spesifikt definerte mål. Målene realiseres ved at selskapet driver sin virksomhet på forretningsmessig basis innenfor den aktuelle sektor. Dette gjelder for eksempel der målet med eierskapet er å sikre kontroll med at det fortsatt foregår produksjon av varer eller tje-

nester av betydning for nasjonal sikkerhet eller for å ivareta nasjonal suverenitetshevdelse. Det samme gjelder der målet med statlig eierskap er å sikre nasjonalt eierskap til naturressurser og ønsker om å korrigere svikt i kapitalmarkedene ved å bidra til konkurranse, kapital mv. Det har ellers vært vanlig å omtale visse typer næringsvirksomhet i statlig eie som sektorpolitiske virkemidler. Ut fra statens mål med eierskapet vil det da normalt stilles mer spesifikke krav til virkefelt, produkter, tilgjengelighet, kvalitet, med mer, jamfør kapittel 2.2.2.

Svakheter ved kapitalmarkedet kan føre til at prosjekter som er gunstige fra bedriftsøkonomiske så vel som samfunnsøkonomiske kriterier, ikke blir realisert. Slik svikt kan tale for fortsatt statlig engasjement ved igangsettelse av ny virksomhet, og kan karakteriseres som et næringspolitisk spesifikt definert mål. Senere kan slike engasjementer utvikles på rent forretningsmessig grunnlag.

I andre tilfeller vil realiseringen av spesifikke mål stride mot et bedriftsøkonomisk verdimaksimerende formål. Årsaken kan være bredere statlige vurderinger som i større grad inkluderer ringvirkninger av bedriftens virksomhet. Staten vil i slike tilfeller bruke sin eiermakt for å realisere den beste løsningen ut fra spesifikt definerte mål på tvers av den beste løsningen ut fra bedriftsøkonomiske kriterier. Det kan også tenkes beslutningssituasjoner som er preget av en genuin usikkerhet om hva som er den beste løsningen ut fra et be-

driftsøkonomisk perspektiv. Spesifikt definerte mål vil her kunne bli avgjørende uten at en går på tvers av et selskaps bedriftsøkonomiske interesser.

I selskaper med spesifikt definerte mål kan således eierskapsforvaltningen bli mer kompleks. Dersom målene må forfølges aktivt gjennom eierskapet, innføres et nytt sett av operative mål i forhold til kategori 1. Disse målene kan være i konflikt med de verdimaksimerende målene, slik at det må foretas en avveining mellom mål fra eierens side.

8.3.3.1 Enkelte rettslige rammebetingelser

Reglene om offentlig støtte i EØS-avtalen er en del av konkurranseretten, og hovedformålet er å sikre like konkurranse- og rammevilkår for næringsvirksomhet i EØS-området.

For de konkurranseutsatte virksomhetene legger statsstøtteregulverket i EØS-avtalen føringer på ivaretagelsen av spesifikt definerte mål. Det er likevel også innenfor denne kategorien rom for at staten bruker eierskapet til å realisere næringspolitiske, så vel som andre spesifikt definerte mål.

Bruk av Eiermakten til å realisere spesifikt definerte mål, også der de strider mot de bedriftsøkonomiske, vil kunne ha negative konsekvenser for en bedrifts forretningsmessige resultater. Slike ulemper for selskapet vil i utgangspunktet ikke kunne anses som statsstøtte, men kan lede til situasjoner der bedriften får behov for kapitaltilførsel fra eieren. En slik kapitaltilførsel må i utgangspunktet skje i overensstemmelse med statsstøttereglene. Markedsinvestorprinsippet forutsetter at staten handler som en rasjonell markedsinvestor i tilsvarende situasjon ville gjort. En kapitaltilførsel til selskapet vil således kunne være problematisk ut fra statsstøttereglene.

EØS-regulverket tar også opp statsstøtte i forbindelse med tjenester av allmenn økonomisk betydning, jmfør gjennomgangen i kapittel 4.2. Mange spesifikt definerte mål vil være av en slik karakter, noe som gir økt adgang til overføring av midler fra staten. Utviklingen i fortolkningen av EØS-avtalens artikkel 59 (2) og Altmarkdommen stiller imidlertid krav til klarhet i mål og beregning av kostnader i forhold til utgifter.

En bruk av det statlige eierskapet til å realisere spesifikt definerte mål også der de strider mot de bedriftsøkonomiske, forutsetter også at staten har makt i form av tilstrekkelig eierandeler i selskaperne til å få gjennomslag for sine synspunkter i selskapsstyrende organer etter reglene i selskaps-

lovgivningen. Minoritetsvernet i aksjelovgivningens (asl./asal.) §5-21 er en begrensning i den grad staten faktisk fremmer interesser begrunnet i spesifikke mål.

8.3.4 Målkategori 4 – Hovedsakelig andre mål enn bedriftsøkonomisk verdimaksimering

Utvalget vil knytte noen kommentarer til selskaper som hovedsakelig har andre formål enn bedriftsøkonomisk verdmaksimering. Dette er selskaper som er rene eller primært sektorpolitiske virkemidler. Også for slike kan det ikke utelukkes at andre mål kan skilles ut og eierskapet rendyrkes til forretningsmessige formål. For en del selskaper vil en sannsynligvis komme frem til at det er mest hensiktsmessig å ivareta andre mål direkte gjennom eierskapet. Grunnet selskapenes sentrale sektorpolitiske rolle er den statlige styringsinteressen særlig sterk. Dette ligger også til grunn for Sandutvalgets vurderinger (NOU 2003:34), og flertallets forslag til endringer i statsforetaksloven. Selv om slike selskaper er utenfor utvalgets mandat, har en del av utvalgets argumentasjon også relevans for disse.

8.4 Oppsummering

Utvalget har argumentert for at en klargjøring av statens mål er et viktig bidrag til et bedre statlig eierskap. Klare mål gjør det lettere for staten som eier å vurdere selskapenes resultater og vil forenkle selskapenes strategiarbeid i saker som krever eiers medvirkning. Klargjøring og måling av resultatoppnåelse vil også gi offentligheten bedre informasjon om kostnader og gevinster med det statlige eierskapet. Slike tiltak kan også redusere ulemper som følger av at staten blir tillagt mål den ikke har i kapitalmarkedene.

Med utgangspunkt i framlegg fra regjering til Storting og i innstillinger fra stortingskomiteer, har utvalget formulert kategorier av mål staten kan ha med sitt eierskap. Utvalget har ikke plassert enkelte eierandeler. Kategoriseringen er ment som et hjelpemiddel for tenkningen rundt organisering og forvaltning og som et bidrag til å klargjøre statens mål med eierskapet. Presiseringen av målene er noe som må gjøres av regjering og Storting for hvert enkelt selskap. Ulike mål kan tilsi ulike løsninger. Målkategoriseringen anvendes derfor for å gi en nyansert vurdering av organisering og forvaltning i neste kapittel.

Kapittel 9

Utvalgets vurderinger og anbefalinger – forbedringer ved departementseierskap

9.1 Vurderingskriterier

I kapittel 8 skisserte utvalget ulike kategorier mål med det statlige eierskapet og poengterte betydningen av at målene er klart definerte. Inndelingen i målkategorier benyttes i diskusjonen av en bedre forvaltning og organisering av eierskapet i dette kapitlet.

Med organisering menes inndeling av eierskapet i ulike enheter horisontalt eller vertikalt i eierskapsforvaltningen. Forvaltning forstås som beslutningsprosedyrer innen og mellom slike enheter, men også regulering av forholdet mellom eier og selskap, samt mellom ansvarlig statsråd, regjering og Storting. Utvalget har begrenset sine vurderinger til en diskusjon av endringer innenfor rammen av en departementsorganisering, samt opprettelse av et eller flere holdingselskap. Dette kapitlet tar for seg bedre forvaltning og organisering når eierskapet forvaltes av staten ved et departement. I neste kapittel diskuteres eierskapsforvaltning utenfor departementene.

Det overordnede kravet til organisering og forvaltning er at den i størst mulig grad skal bidra til realisering av målene. Utvalgets mandat vektlegger i denne sammenheng at administrasjonskostnader, kompetanse og effektivitet vil være viktige vurderingskriterier. Utvalget er også bedt om å redegjøre for hvordan hensynet til Stortingets og regjeringens styring av og kontroll med forvaltningsvirksomheten, samt Riksrevisjonens behov for innsyn og kontroll, kan ivaretas i ulike modeller. Ivaretagelsen av slik styring og kontroll er et sentralt spørsmål, også i forhold til Grunnlovens §19. De løsninger utvalget skisserer i den etterfølgende vurderingen er innenfor de grensene utvalget anser at hensynet innebærer. Det vil imidlertid være en viktig oppgave for de valgte myndigheter å vurdere dette spørsmålet på selvstendig grunnlag.

Omfanget av det direkte statlige eierskapet i Norge gjør at utvalget også vurderer om ulike løsninger kan ha konsekvenser for velfungerende markeder og statlig risikohåndtering. I tillegg tar utvalget hensyn til at staten har andre roller som må håndteres parallelt med at staten er en stor

eier. Slike problemstillinger knyttet til omfanget av det statlige eierskapet og rollehåndtering går ut over eierskapsforvaltning i snever forstand.

Utvalget har organisert sine vurderinger ut fra følgende kriterier:

1. *Omfanget av statens eierskap - Konsekvenser for velfungerende markeder og statlig risikohåndtering:* En stor del av det statlige eierskapet er børsnotert. I slike selskaper er statens eierandel relativt fast over tid. Dette kan påvirke effektiviteten i egenkapitalmarkedet. Staten eier også selskaper som konkurrerer eller kjøper varer og tjenester av hverandre. En samordning av eierskapet vil således kunne ha konkurransemessige virkninger. Når statens eierskap er så vidt stort som i Norge, bør det også vurderes om staten håndterer den økonomiske risikoen eierskapet medfører på en forsvarlig måte.
2. *Rollehåndtering:* Staten har flere roller enn eierrollen og har derfor et behov for å organisere seg på en måte som skaper tillit at rollene håndteres på en forsvarlig måte. Samtidig må det tas hensyn til gevinstene ved en helhetlig sektorforvaltning.
3. *Konkretisering av mål:* Som eier bør staten ha en oppfatning av hvilke forventninger verdimaksimering og andre mål gir grunnlag for å ha til selskapenes resultater. En slik operasjonalisering er et utgangspunkt for utøvelsen av eierskapet.
4. *Beslutningsgrunnlag:* Kompetansekravene til den statlige eieren må være tilpasset målet med eierskapet. Tilstrekkelig informasjon om relevante forhold vedrørende selskapet er en betingelse for at eieren skal kunne gjøre bruk av sin kompetanse.
5. *Utøvelse av eierrollen:* Det direkte statlige eierskapet er normalt av en langsiktig karakter og staten går ikke inn i eller ut av eierposisjoner ut fra vurderinger av selskapenes prestasjoner. Staten viktigste virkemiddel for å realisere sine mål er således bruk av eierstyring overfor selskapet innenfor rammen av lovgivningen. Viktige oppgaver utvalget vurderer er:

- a) *Deltagelse i valg til styre og bedriftsforsamling*
 - b) *Styring fra eierposisjonen*
 - c) *Utbyttepolitikk*
 - d) *Kapitaltilførsel eller endringer i eierandeler*
6. *Stortingets og regjeringens styring og kontroll:* Statens eierskap må utøves innenfor de rammer hensynet til Stortingets og regjeringens styring og kontroll setter. Utvalget vurderer derfor til slutt hvordan endringene som foreslås påvirker dette hensynet.

I de etterfølgende delkapitlene, vurderer utvalget forbedringer innenfor rammen av et departementseie ut fra vurderingskriteriene.

9.2 Omfanget av statens eierskap – konsekvenser for velfungerende markeder og statlig risikohåndtering

Det faktum at staten er en betydelig eier i norsk næringsliv reiser enkelte særlige utfordringer:

- Et betydelig børsnotert eierskap kan påvirke effektiviteten i egenkapitalmarkedet.
- Samordning av eierskapet vil kunne ha konkurransemessige skadevirkninger i vare- og tjenestemarkeder.
- Konsentrasjon av økonomisk makt medfører risiko for at feilvurderinger får store konsekvenser.

Staten eier betydelige andeler i de største selskapene på Oslo Børs. Siden statens eierskap i disse selskapene er langsiktig, kan det påvirke likviditeten på markedsplassen. Når statens eierandeler i dominerende selskaper ligger fast over tid, kan også andre markedsaktørers muligheter til å spre risikoen på ønsket måte påvirkes. Manglende kjøp og salg fordi staten ikke går inn og ut av selskaper på basis av resultater, kan også påvirke avkastningen i egenkapitalmarkedet. Dette er forhold som staten bør vurdere ved børsnotering av selskaper og ved beslutninger om endringer i eierandeler.

Konsentrasjon av eiermakt har også en konkurransemessig side. Ut fra et markedsøkonomisk perspektiv er fri konkurranse en forutsetning for effektiv ressursutnyttelse når det ikke er klare stordriftsfordeler. Bedrifter med høye markedsandeler kan utnytte sin markedsrett til ugunst for konkurrenter og kunder. En god konkurranselov og tilsynsmyndighetenes virksomhet er også for selskaper som er hel- eller deleid av staten de viktigste virkemidlene for å sikre velfungerende markeder. Enkelte avgjørelser, som klagesaks-

behandling og omgjøring av konkurransemyndighetenes vedtak, kan bli brakt inn for regjeringen. I slike saker kan også hensyn som springer ut fra statens eierrolle bli relevante. Dette kan være uheldig ut fra et konkurranseperspektiv.

Det har vært argumentert for at en dominerende stilling på hjemmemarkedet er en forutsetning for å satse internasjonalt. I så fall må dette hensynet balanseres mot de uheldige aspekter markedsdominans har på hjemmemarkedet. Utvalget viser til behandlingen av ny konkurranselov for en mer inngående behandling av konkurransepolitiske problemstillinger, jfr. NOU 2003:12, Ot.prp. nr.6 for 2003-2004 og Innst. O. nr. 50 for 2003-2004.

I selskaper som konkurrerer på samme marked vil staten som eier kunne tjene på en samordning som reduserer konkurransen. Tilsvarende problemstillinger kan oppstå der staten eier selskaper som kjøper varer og tjenester fra hverandre. En samordning kan i slike tilfeller bidra til å øke konkurransekraften i forhold til utenforstående bedrifter og gjøre det vanskelig for nye selskaper å komme inn på markedene. Det synes ikke å ha vært praksis å samordne det statlige eierskapet i konkurrerende selskaper, verken for selskaper som er organisert innen samme departement eller mellom departementer. En slik praksis er et viktig bidrag til at statens eierskap ikke får negative konkurransevirkninger, men kan eventuelt også være til hinder for å realisere strukturelle løsninger som er industrielt gode.

Organiseringen av eierskapet kan bidra til å gjøre nevnte praksis mer eller mindre troverdig. En samling av eierskapet i konkurrerende selskaper til ett departement kan skape et inntrykk av at staten samordner eierskapet.

Staten har imidlertid enkelte særtrekk som gjør at en slik konsentrasjon av økonomisk makt vil være mindre alvorlig enn dersom andre eiere var i en tilsvarende situasjon. Konkurrans hensyn kommer inn i de eierskapsaker som behandles av regjeringen. Dette vil ut fra dagens praksis kunne være saker som medfører endringer i det statlige eierskapet og andre saker som vurderes som politisk viktige. Arbeids- og administrasjonsministeren har ansvar for konkurransepolitikken. I tillegg er den statlige beslutningsprosessen som hovedregel mer åpen enn blant private eiere. Dette kommer dels til uttrykk gjennom at Stortingets behandling er offentlig, dels gjennom reglene for offentlighet i forvaltningen. Dette bidrar til en kritisk debatt om statens adferd som eier og om forholdet mellom eierrollen og andre roller. På den annen side er det selvsagt slik at maktkonsentrasjonen blir særlig sterk som følge av at staten disponerer

et omfattende virkemiddelapparat utover eierrollen.

Omfanget av statens eierskap gjør det viktig at beslutninger ikke fattes på en måte som påfører staten unødig økonomisk risiko. Gale beslutninger påvirker ikke bare statens avkastning og selskapernes industrielle utvikling, men kan også ha skadevirkninger for samfunnet for øvrig. Risikoen kan for det første reduseres ved at saksbehandlingsprosedyrene er gode. I forhold til Stortinget er det av betydning at bindende vedtak først fattes etter at sakene har vært behandlet på forsvarlig grunnlag. I forvaltningen kan flere eiermiljøer bidra til å kvalitetssikre hverandres beslutninger. Et spredt organisert statlig eierskap reduserer også risikoen for at gale beslutninger får stort virkningsfelt ved at de vil angå færre selskaper.

Isolert sett kan konkurransehensyn og hensynet til forsvarlig håndtering av risikoen et stort direkte eierskap medfører, tale for flere eiermiljøer.

9.3 Rollehåndtering

Staten har mange roller og oppgaver. I tillegg til å være eier av konkurranseutsatte selskaper, kjøper staten varer og tjenester fra selskapene, regulerer markeder/sektorer, fører tilsyn og kontroll og fattar bindende vedtak i enkeltsaker ut fra reglene. Staten har derfor et behov for å organisere seg på en måte som skaper tillit til at blant annet markedenes krav om likebehandling mellom statlige og private selskaper blir respektert.

En rendyrking av roller kan skje horisontalt ved at eierfunksjonen legges i egne enheter som ikke har andre oppgaver som kan stå i konflikt med eierrollen. En slik organisatorisk rendyrking av roller kan påvirke vektleggingen av ulike hensyn og øke legitimiteten ved at rollekonflikter innenfor ett og samme organ reduseres. På den annen side har en viktig årsak til at eierrollen og andre roller organiseres sammen, vært selskapernes rolle som virkemidler i sektorpolitikken. En slik samorganisering hos sektormyndigheten bedrer betingelsene for helhetlig sektorforvaltning. Videre kan samorganisering gi effektivitetsgevinster knyttet til utnyttelse av kompetanse og informasjon. Dette må veies opp mot fordeler ved organisatorisk adskillelse av rollene.

Rollekonflikter mellom eierrollen og tilsynsrollen var en del av bakgrunnen for forslagene om uavhengige tilsyn i St.meld. nr. 17 for 2002-2003 Om statlige tilsyn. Økt uavhengighet for tilsynene under departementer som også var ansvarlig for

tjenesteproduksjon, ble sett som et virkemiddel for å redusere tillits- og troverdighetsproblemer. Slike endringer kan ses som et alternativ til spesialisering i egne eierenheter.

Regjeringen har lagt stor vekt på å skille eierrollen fra andre statlige roller, ikke minst gjennom at den forretningsmessige delen av eierskapet i større utstrekning flyttes over til Nærings- og handelsdepartementet. En ytterligere rendyrking ut fra en slik tankegang ville være et eget eierdepartement uten andre roller. Utvalget har ikke vurdert dette som relevant i denne sammenheng.

Ved et departementseie vil rollene like fullt møtes i regjeringen i saker som er av en slik betydning at de behandles der, jamfør for eksempel konkurransesaker i forrige delkapittel. En regjeringsbehandling vil ha sin basis i en bred faglig og demokratisk fundert avveining mellom de hensyn som gjør seg gjeldende i saken. Konkurrenter og andre aktører kan likevel hevde at staten fordelsbehandler egne selskaper. I slike saker vil imidlertid konkurrenter i en del tilfeller kunne hevde sin sak gjennom EØS-systemet i henhold til statsstøtteregeleverket eller konkurransereglene i EØS-avtalen. På den annen side vil de statlige selskaperens utvikling kunne bli skadelidende dersom staten legger for stor vekt på hensyn som begrunnes ut fra andre roller i eierskapssaker.

En samling av eierskapet representerer således ikke en fullgod løsning på rollekonflikten, men er en forbedring i forhold til tidligere forankring av eierskapet hos sektormyndigheten. Utvalget anser også at arbeidet som er blitt gjort for å skille rollene ved å legge eierskapet til ett departement har bidratt til økt bevissthet om denne problemstillingen. Kvaliteten på beslutningene og tillitten til at forskjellige roller håndteres på en forsvarlig måte av staten kan også bedres gjennom informasjon om hvilke avveininger som har blitt gjort.

Selskaper med utelukkende et verdimaksimerende formål har ut fra utvalgets definisjon, ikke en rolle som virkemiddel i sektorpolitikken. Hensynet til helhetlig sektorforvaltning er derfor ikke et argument for at de skal ligge under sektormyndigheten. Der hvor spesifikt definerte mål skal ivaretas gjennom eierskapet er selskapene i hvert fall dels sektorpolitiske virkemidler. I utgangspunktet vil det være departementet/forvaltningsorganet som er ansvarlig sektormyndighet for det aktuelle spesifikke målet som er best egnet til å vurdere måloppnåelsen og handle gjennom eierskapet for å forbedre denne. Dette sikrer også helhetlig sektorforvaltning, men kan innebære at samme departementet er eier og regulator. En spesialisering til ett eiermiljø bidrar til et klarere skille mellom re-

gulatorrollen og eierrollen som kan være hensiktsmessig i tilfeller der det aktuelle selskapet er konkurranseutsatt.

9.4 Konkretisering av mål

Utvalgets mandat omfatter selskaper som er hovedsakelig forretningsmessig orienterte. Staten som eier bør ha en oppfatning av hvilke forventninger dette gir grunnlag for å ha på porteføljenivå, det vil si for en gruppe selskaper, og på selskapsnivå.

9.4.1 Mål på porteføljenivå

En verdimaksimerende målsetning innebærer et krav om at verdiene på statens hånd vokser mest mulig, hensyn tatt til risikoprofilen. En slik verdivekst kan skje i form av at selskapene øker i verdi, og/eller ved at en del av verdiveksten utbetales som utbytte til staten. Staten vil være tjent med mål som indikerer hvor stor verdiveksten bør være for at staten skal være fornøyd med eierskapet som kapitalplassering. Siden det direkte eierskapet er langsiktig, vil det være utviklingen over tid som er relevant.

Under beskrivelsen av den rent verdimaksimerende målkategorien i kapittel 8.3.1, viste utvalget til at direkte eierskap kunne være et hensiktsmessig plasseringsalternativ for staten. En sammenligning med verdiveksten i andre plasseringsalternativ vil derfor være et utgangspunkt. Det vil være av pedagogisk verdi om et slikt sammenligningsgrunnlag er så enkelt som mulig og relevant som en alternativ investering av statens kapital. En mulig løsning kan således være å anvende forventet avkastning for Statens petroleumsfonds aksjeportefølje som sammenligningsgrunnlag. Dette vil om lag tilsvare et avkastningskrav basert på mellomlang norsk statsrente, lagt til 4 prosent risikopremie, jamfør Johnsens vurderinger i vedlegg 8.

Statens direkte eierskap består av større eierandeler i relativt få selskaper. Dette gir økt risiko i forhold til investeringer i Statens petroleumsfond som er basert på systematisk spredning av eierandelene for å redusere risikoen. En slik økt risiko ved direkte statlige eierskap kan tilsi høyere avkastningskrav. Samtidig må risikoen vurderes i forhold til statens samlede formuesforvaltning. Dersom det direkte statlige eierskapet gir en ønsket profil på statens plasseringer, er det ikke gitt at avkastningsmålet må oppjusteres på grunn av høyere risiko.

Vurderingen over kan stille seg annerledes der

eierskapet også er begrunnet i et mål om nasjonal forankring. Statens eierandeler er i slike tilfeller, ut fra utvalgets forståelse i kapittel 8.3.2, begrunnet ut fra virksomhetens betydning i bransjer der Norge har særlige forutsetninger. Det er derfor et mål at eierskapet sikrer en norsk forankring av selskaps hovedkontor. Et slikt mål innebærer en bevisst satsning på sektorer der Norge har særlige forutsetninger, ut fra ringvirkninger dette medfører for industrien eller næringslivet i videre forstand. Det kan derfor argumenteres for at avkastningsmålene på porteføljenivå tilpasses de bransjeskjevheter som nasjonale særtrekk medfører. En sammenligning av verdiveksten i forhold til internasjonale næringssektorvektede aksjeporteføljer vil være mest velegnet. Vektene vil da reflektere sektorfordelingen i statens portefølje. Bruk av nasjonale indekser er mindre aktuelt fordi at store selskaper med statlige eierandeler selv vil kunne utgjøre en betydelig del av disse.

For eierandeler der spesifikt definerte mål ligger til grunn for statens eierskap, vil et avkastningsmål basert på samme prinsipper som rent verdimaksimerende eierandeler kunne gi et inntrykk av kostnadene forbundet med spesifikt definerte mål. Dette vil imidlertid gi lite meningsfylt informasjon på porteføljenivå siden de spesifikt definerte målene vil være av svært ulik karakter.

Dersom det er aktuelt å vurdere avkastningen for grupper av selskaper, vil utvalget anbefale at avkastningen på porteføljenivå sammenlignes med Statens petroleumsfonds aksjeportefølje for eierandeler med rent verdimaksimerende mål. Hvis staten har andre mål med eierskapet vil et slikt sammenligningsgrunnlag være mer problematisk. Der nasjonal forankring av virksomheten er et tilleggs mål, vil sammenligning med sektorvektede internasjonale indekser være et mulig alternativ.

9.4.2 Mål på selskapsnivå

Utvalget har merket seg at departementene i en viss utstrekning stiller opp avkastningskrav som benyttes i vurderingen av de mest forretningsmessig orienterte selskapene. Avkastningsmålene for de enkelte selskaper bør fastsettes ut fra selskaps-spesifikke forhold.

Et utgangspunkt kan være en fastsettelse av avkastningsmål ut fra kapitalverdimodellen. Til grunn i denne modellen ligger risikofri rente. Siden direkte eierskap påfører staten en risiko, legges det til en risikopremie ut fra egenskaper ved selskapet. Størrelsen på en slik risikopremie er ikke en eksakt vitenskap. For mange selskaper vil en slik selskaps-spesifikk risikopremie ikke avvike

fra en forventet meravkastning på 4 prosent som ligger til grunn for slike diversifiserte porteføljer som Statens petroleumsfond. For selskaper med særskilt lav risiko, bør et lavere krav legges til grunn. Tilsvarende vil selskaper med høyere risiko, få et høyere avkastningskrav. Det vil her kunne være tilstrekkelig med en grovsortering, mer fingraderte avkastningskrav vil kunne gi et feil bilde av hvor eksakt det er mulig å kalkulere relevant risiko.

I børsnoterte selskaper kan en bransjespesifikk indeks være et vel så relevant mål som et avkastningskrav ut fra kapitalverdimodellen. Børsnoterte selskaper legger dessuten selv frem mål som blir vurdert av analytikere og andre aktører i kapitalmarkedet. Børsnotering gir løpende markedsmessig vurdering av virksomheten.

Det bør ikke gjøres noen tilpasning av avkastningsmålene ut fra eventuelle mål om nasjonal forankring. Selskapene bør verken belastes eller tilgodeses som følge av eierens investeringsvalg. Samme prinsipp bør legges til grunn for selskaper der spesifikt definerte mål skal ivaretas gjennom eierskapet. Her vil avvik fra forretningsmessige avkastningskrav basert på en kapitalverdimodell, kunne synliggjøre kostnader med spesifikt definerte mål. Dette kan gi grunnlag for en vurdering av om realisering av spesifikt definerte mål forsvarer kostnaden eventuell mindre avkastning medfører.

Utvalget vil derfor foreslå at det etableres avkastningsmål på selskapsnivå basert på risikofri rente og selskapsespesifikk risiko. Dette gir et uttrykk for kapitalens alternativkostnad. For børsnoterte selskaper vil bransjespesifikke indekser være mer relevante mål. For selskaper hvor det foreligger spesifikt definerte mål, vil fortolkningen av målrealiseringen måtte skje i lys av disse.

Slike generelle avkastningsmål er gode og enkle utgangspunkt for vurderingen av selskapenes resultater. Det er avkastningen i forhold til kravet over tid som er mest interessant, ikke kortsiktige svingninger. Slike målinger er også en sentral del av rapporteringen til Storting og offentlighet, som utvalget kommer tilbake til i vurderingen av demokratisk styring og kontroll, men er mindre anvendbare til eierens mer løpende oppfølging av selskapene.

Målet om å sikre en god industriell utvikling tilsier et separat og løpende fokus på et selskaps lønnsomhet og vekstmuligheter. For utviklingen av slike mål vil en mer inngående sammenligning av selskapenes lønnsomhet og strategiske situasjon i forhold til andre selskaper være hensiktsmessig. Selskapenes regnskapstall vil her være ett utgangspunkt. Analyser av selskapets utvikling

over tid og i forhold til sammenlignbare selskaper hjelper eieren til å vurdere selskapets forretningsvirksomhet og ledelse ut fra et slikt mål. Utvalget mener at slike regnskapsbaserte sammenlignende analyser vil være et bidrag til den statlige eierens vurdering av det enkelte selskap. I kapittel 5 til 8 i Johnsens utredning, vedlegg 8, gis en gjennomgang av hvordan slike analyser kan utformes. Markedsverdier for børsnoterte selskaper har også verdi i det de gir informasjon om hvordan andre eiere vurderer selskapets drift og vekstmuligheter.

En vurdering av selskapets prestasjoner på bedriftsøkonomiske premisser bør som nevnt også være et utgangspunkt for selskaper med spesifikt definerte mål. Et slikt utgangspunkt vil imidlertid ikke gi et svar på om eventuelle dårlige prestasjoner i bedriftsøkonomisk forstand skyldes selskapets ledelse, eller kostnader ved spesifikke mål. En klar operasjonalisering og måling av oppfyllelse av eventuelle spesifikke mål, vil imidlertid gi et bedre grunnlag for en samlet vurdering av nettogevinster og kostnader. Regnskapsmessige skiller vil være et viktig bidrag til å klarlegge ressursbruken og vurdere den opp mot faktisk målrealisering. Kun der det ikke er mulig å skille ut ressursbruk og grad av måloppnåelse for spesifikt definerte mål, bør en nøye seg med å bruke avvik fra verdimaksimerende mål som en synliggjøring av kostnadene.

Utvalget har lagt til grunn at virksomhetene skal være ledende innenfor arbeidet med samfunnsansvar. Utvalget ser det ikke slik at samfunnsansvaret legger begrensninger på statens målfastsettelse, men at dette er forhold som det er aktuelt for staten å følge mer generelt fra eierposisjonen.

9.5 Beslutningsgrunnlag

Et godt beslutningsgrunnlag er en forutsetning for at den statlige eieren kan utøve eierrollen slik at målene realiseres. Delkapitlet inneholder utvalgets vurdering av behovet for kompetanse og informasjon.

9.5.1 Kompetansebehov

Organisering og forvaltning av eierskapet kan påvirke betingelsene for at tilstrekkelig eierkompetanse benyttes, utvikles eller rekrutteres. I et lite land må det også tas hensyn til vanskeligheter og kostnader med å utvikle flere miljøer med kompetanse innenfor samme bransje eller sektor.

Rendyrking av roller ved overføring av selska-

per fra sektormyndigheten til ett eget eierskapsorgan kan ha kompetansekostnader ved at relevant bransjekompetanse hos sektormyndigheten ikke utnyttes i eierskapsutøvelsen. En slik bransjekompetanse kan være en forutsetning for et aktivt industrielt eierskap. En spesialisering i egne eierskapsorganer gir imidlertid bedre vilkår for å bygge opp kompetanse i håndteringen av eierskapsaker som er felles for selskaper uavhengig av bransje, for eksempel formelle og finansielle sider ved eierskapsforvaltningen. Der hvor staten har spesifikt definerte mål med eierskapet vil normalt ansvarlig sektormyndighet være best egnet til å vurdere realiseringen av disse. Det er således ikke entydig hvilken løsning som gir staten som eier det beste beslutningsgrunnlaget.

Valget mellom en sektorløsning eller en samling av eierskapet i ett departement er således en sammensatt vurdering. Det bør tas hensyn til vel fungerende markeder, statlig risikohåndtering, forsvarlig rollehåndtering, samt ivaretagelsen av bransjekompetanse og generell eierkompetanse. Forekomsten av spesifikt definerte mål vil være et hensyn som kan tale for eierskapet forblir hos vedkommende sektordepartement. Utvalget mener at den utviklingen som har funnet sted i hovedtrekk har vært riktig. En samling av eierskapet har styrket den generelle forretningsmessige kompetanse som ligger til grunn for eierskapsutøvelsen og bedret statens rollehåndtering. *Utvalget anser at det i vurderingene av fremtidige overføringer bør ligge en slik sammensatt vurdering som skissert over til grunn.*

Utvalget legger til grunn at flere departementer har en eierrolle og kommer til å ha det i fremtiden. Det er derfor viktig med et samarbeide i eierskaps spørsmål slik at departementsfellesskapets eierkompetanse, og ikke bare det enkelte departements kompetanse, utnyttes best mulig. Et slikt samarbeid bør også ta sikte på å utvikle hensiktsmessige kriterier for utøvelsen av eierskapet. I denne sammenheng er det grunn til å understreke betydningen av et effektivt eierskap, og at negative prosesser rundt overføring av eierskap mellom departementer kan være uheldige. *Utvalget vil anbefale at det opprettes organisatoriske løsninger som sikrer bedre utnyttelse av kompetanse og samordning på tvers av departementsgrensene.*

Et argument som har vært fremført mot departementalt eie er at statlig regulering av lønns- og personalforhold ikke er egnet til å rekruttere og

beholde ønskede medarbeidere. Utvalget har ikke fått informasjon som gir grunnlag for å foreslå særordninger vedrørende lønns- og personalforhold for det statlige eierskapet. Utvalget har ikke gått særskilt inn i problematikken, men antar at dersom handlingsrommet i eksisterende regelverk utnyttes, vil dette være tilstrekkelig til å rekruttere og beholde nødvendig kompetanse.

Det finner i dag sted en utstrakt bruk av eksterne rådgivningsmiljøer i eierskapsaker. Dette gir anledning til å kjøpe den beste kompetansen som eksisterer i markedet, men utvalget vil på generelt grunnlag fremheve statens behov for bestillingskompetanse til bruk for transaksjoner med rådgiver og kompetanse til å vurdere kvaliteten på innkomne råd. Slike problemstillinger er for øvrig ikke spesielle for staten som eier. Private selskaper og investorer må gjøre lignende avveininger når de bruker rådgivere. Sterk egen kompetanse kan redusere behovet for eksterne rådgivere, men eksterne rådgivere gir muligheter for fleksibilitet i perioder med stor arbeidsbelastning. Det vil også kunne ha en selvstendig verdi at en sak er vurdert av kompetansemiljøer utenfor sentralforvaltningen.

De mer konkrete kompetanseutfordringer vil være avhengig av egenskaper ved selskapene. I delprivatiserte selskaper kan andre eieres vurderinger utgjøre verdifull beslutningsstøtte for den statlige eieren. I børsnoterte selskaper følger i tillegg andre miljøer selskapet og bidrar med vurderinger som hjelper den statlige eieren i sin håndtering av eierskapet. Involverte låneinstitusjoner som følger selskapers utvikling vil også kunne være til hjelp for den statlige eieren.

9.5.2 Informasjonsbehov

Den statlige eierens informasjonstilfang ivaretas på forskjellige måter i ulike typer selskaper. Utgangspunktet er den ordinære selskapsrapporteringen i forbindelse med generalforsamling/foretaksmøte.

I deleide selskaper kommer ofte deltagelse på selskapets presentasjoner av kvartalsresultater m.v., møter med ledelsen i selskapet, investor relations-avdelinger, bedriftsbesøk, annen kontakt og oppdatering i saker av betydning i tillegg. I deleide selskaper må hensynet til likebehandling mellom aksjonærene ivaretas. Økende fokus på Corporate Governance-spørsmål har medført økt vekt på åpenhet og likebehandling overfor aksjonærerne fra selskapenes side, jamfør for eksempel punkt «13 Informasjon og kommunikasjon» i Norsk anbefaling for Eierstyring og selskapsledelse¹. Et

¹ Oslo Børs: Norsk anbefaling (foreløpig) for Eierstyring og selskapsledelse (Corporate Governance).

slikt fokus må forventes å forbedre statens så vel som andre eieres informasjonstilfang i deleide selskaper.

I heleide selskaper er det i flere tilfeller særskilte ordninger som sikrer statens informasjonstilfang. Dette kan være tiltak som egne Eiermøter og annen uformell kommunikasjon mellom selskapet og eieren. Her er også hensynet til likebehandling i forhold til andre eiere fraværende.

Der hvor det ligger spesifikt definerte mål til grunn for eierskapet, vil en mer aktiv statlig Eierrolle kunne være påkrevet. Det blir således av stor betydning at staten sikres god informasjon om selskapenes forvaltning, og griper inn der det er motstrid mellom statens og selskapenes vurderinger. §10-bestemmelser i vedtektene og statsforetakslovens særlige bestemmelser for å sikre eieren økt informasjon, se fremstillingen i kapittel 3.3 og 3.4, kan på denne bakgrunn være hensiktsmessig for slike selskaper. Sandutvalgets (NOU 2003:34) forslag for å styrke informasjonen fra statsforetak til Eier gjøres også ut fra slike betraktninger.

Beskrivelsen av forvaltningen til utvalgte departementer i kapittel 6 tilsier at eierens informasjonstilfang er tilfredsstillende. Kontakt utenfor selskapets formelle organer er viktig for å sikre eieren informasjon til å forvalte eierskapet på en forsvarlig måte. Slik kontakt må finne sted innen de rammer selskapsformen, deleierskap og eventuell Børsnotering setter. Hensynet til Stortingets kontroll av statsrådets eierskapsutøvelse tilsier også at styringen skjer gjennom selskapets formelle organer.

9.6 Utøvelse av Eierrollen

Gitt at den statlige eieren har tilstrekkelig informasjon, kompetanse og metoder til å vurdere selskapet, oppstår spørsmålet om hva staten som Eier bør gjøre for sikre at målene med eierskapet nås. Statens direkte eierskap i selskaper har enkelte kjennetegn som må ligge til grunn for diskusjonen om utøvelse av Eierrollen. Det direkte statlige eierskapet er normalt av en langsiktig karakter og staten går ikke inn i eller ut av Eierposisjoner ut fra vurderinger av selskapenes prestasjoner. Det direkte eierskapet omfatter blant annet selskaper hvor staten har hatt et engasjement siden industrireisningen i etterkrigstiden, etableringen av Norge som oljenasjon fra 1970-tallet og dereguleringen av andre sektorer fra 1990-tallet og fremover. Dette i motsetning til mer løpende kjøp og salg av Eierandeler som bedrives av for eksempel Folketrygdfondet og især Statens petroleumsfond. (Sistnevnte investerer kun i utlandet.)

Staten viktigste virkemiddel for å realisere sine mål er således bruk av Eierstyring overfor selskapet. I kraft av heleie eller dominerende Eierandeler har staten avgjørende innflytelse på valg av styre, større investeringer, oppkjøp/fusjoner eller restrukturering, innskudd av ny kapital, utbyttepolitikk og soliditet.

I deler av litteraturen hevdes det at staten er en passiv Eier, også når det gjelder denne formen for påvirkning av selskapene. Kombinert med manglende kapitalmarkedspress har enkelte hevdet at dette medfører at selskapene blir administrasjonsstyrte, og at dette har en negativ innvirkning på verdiskapningen i selskapene. Om staten har vært og er en passiv Eier er et empirisk spørsmål. Verdiødeleggende passivitet følger ikke med nødvendighet av at staten er hel- eller deleier, men er betinget av hvordan eierskapsforvaltningen utformes. Hvilken grad av aktivitet som er nødvendig er også betinget av egenskaper ved selskapene. Børsnotering av en rekke store selskaper har for eksempel ført til at man får en løpende markedsmessig vurdering av virksomhetene.

Utvalget vil understreke at dagens organisering og forvaltning er i stadig utvikling. Eierskapsmeldingen (St.meld. nr. 22 for 2001-2002) har bidratt til en økt fokus på profesjonalisering av Eierrollen ut fra et verdimaksimerende formål, blant annet gjennom statens 10 prinsipper for godt eierskap. Tilbakemeldinger til utvalget tyder på at disse prinsippene oppfattes som et godt grunnlag for videreutvikling av statens arbeid med Eierrollen.

I det følgende vurderes fire Eieroppgaver av betydning for utøvelsen av Eierrollen ved direkte eierskap: deltagelse i valg av styre og bedriftsforsamling, styring fra Eierposisjonen, utbyttepolitikk og kapitaltilførsel eller endringer i Eierandeler.

9.6.1 Deltagelse i valg av styre og bedriftsforsamling

Et virkemiddel for å bedre selskapenes resultater vil være å arbeide for en best mulig sammensetning av styre og dels også bedriftsforsamling. Dersom staten ikke selv som Eier vil gå aktivt inn i styringen gjennom selskapets organer, blir utvelgelsesprosessen av særlig stor betydning. Som utvalget vil komme tilbake til følger det av at eierskapet er organisert i et departement at det er begrenset hvor aktiv staten bør være når det gjelder styring fra Eierposisjonen. Styrets og dels også bedriftsforsamlingens rolle i forhold til målrealiseringen vil således være helt sentral. Gode styrevalg fordrer klare meninger om selskapets finansielle og industrielle utviklingspotensiale, styrets

innsats og en god oversikt over aktuelle styremedlemmer.

Statens innflytelse over styrets sammensetning varierer med eierandelen. En eierandel på over halvparten gir ut fra aksjelovgivningen muligheter til å bestemme styrets sammensetning alene, med unntak for de ansattes representanter. En vanlig praksis er imidlertid at aksjonærene i samarbeid, ofte gjennom en valgkomite, finner en styresammensetning alle kan stille seg bak.

Utvalget har mottatt enkelte innspill som tyder på at utvelgesprosessen i flere tilfeller er noe utilstrekkelig, med det resultat at styremedlemmene ikke fyller nødvendige behov. Utvalget vil presisere at dette først og fremst synes å gjelde heleide selskaper. Samtidig vektlegges det at staten synes å ha blitt mer profesjonell over tid når det gjelder styreutvelgelse også i slike selskaper. Systemet med at staten deltar i valgkomiteer i deleide selskaper med sikte på å bli enig med øvrige aksjonærer om en styresammensetning alle kan stille seg bak, synes å fungere bedre.

Innenfor en departementsorganisering, under statsrådenes ledelse, synes det viktigste bidraget til en bedre prosess å være en forbedring av de interne prosedyrene knyttet til styreutvelgelse og evaluering av denne. Det bør utarbeides klare retningslinjer ut fra målet med eierskapet i selskapet og styresammensetningen bør vurderes ut fra dette.

Hvilke hensyn som skal ivaretas ved styreutvelgelsen vil avhenge av målene med eierskapet. Godt kjennskap til norsk næringsliv eller samsfunnsforhold, innsikt i internasjonale forhold, kompetanse om eventuelle spesifikt definerte mål som skal ivaretas, er eksempler på kvalifikasjoner som kan være av betydning. Ved utvelgelse av nye medlemmer bør departementet gjennomføre mer omfattende leteprosesser for å identifisere aktuelle styrekandidater og sikre større mangfold i styresammensetningen. Dagens leteprosesser synes å ha et forbedringspotensiale. Det bør også vurderes mekanismer som gjør det mulig for kandidater å melde sin interesse. Siden staten er eier i mange selskaper bør det også finne sted en erfaringsutveksling mellom statlige eiermiljøer av ulike kandidaters egnethet basert på evalueringer foretatt i og av styrene.

9.6.2 Styring fra eierposisjonen

Et annet virkemiddel for å realisere statens mål vil kunne være at en mer aktiv forvaltningsstrategi vurderes i den forstand at staten selv tar styreverv, initierer strategiske beslutninger eller foretar and-

re inngrep i forvaltningen av selskapet ved bruk av eierskapet. I likhet med i punktet over, vil statens styringsmuligheter i deleide selskaper være begrenset av statens eierandeler, jmfør kapittel 3. Samarbeide med øvrige aksjonærer i selskapet vil derfor kunne være nødvendig ut fra selskapslovgivningen, i tillegg til at slike medeiere kan bidra med ønsket kompetanse i vurderingene.

I kraft av betydelige eierposter må staten forholde seg til selskapets styre/revisor, forslag om større investeringer, oppkjøp/fusjoner eller restruktureringer, selskapets utbyttepolitikk og soliditet, og vurdere eventuell innskudd av frisk kapital. Staten deltar således i prosesser av stor betydning for selskapenes industrielle utvikling. En mer aktiv rolle vil kunne innebære at staten selv i økende grad tar initiativ til endringer på nevnte områder eller i større grad går inn i forvaltningen av selskapet.

Det kan på generelt grunnlag fremheves at staten som eier er i en posisjon der andre eiere i selskapet kan tro at staten har andre motiver enn de forretningsmessige. I tillegg begrenses mulighetene for aktivitet i delprivatiserte og børsnoterte selskaper av andre aksjonærers rettigheter. Det stilles derfor store krav til profesjonalitet fra staten i eierrollen. Et aktivt eierskap krever betydelig forretningsmessig kompetanse. I den grad departementet ikke selv anser at de har tilstrekkelig kompetanse, vil dagens praksis være hensiktsmessig.

Et annet forhold som er utfordrende i forhold til en mer aktiv eierstrategi, er statsrådets ansvar overfor Stortinget. Som beskrevet i kapittel 5, er utgangspunktet at statsråden har ansvar for grunnleggende styring og kontroll med at virksomheten drives i samsvar med de rammevilkår Stortinget har fastsatt. Det har vært en alminnelig oppfatning at han ikke har politisk ansvar for forretningsmessige eller tekniske vedtak som etter selskapslovgivningen ligger til styret og ledelsen. Skillet mellom disse to utgangspunktene er uskarpt. Økende aktivitet fra eierdepartementets side vil i større grad eksponere statsråden for politisk ansvar. Forretningsmessig virksomhet innebærer også til dels stor risiko. Sett i sammenheng med det politiske ansvaret, gjør dette at høy eieraktivitet fra et departement kan være krevende.

Insentivproblemer i selskaper med statlig hel- eller deleie kan skape et behov for statlig eieraktivitet. Det faktum at staten er en stor eier som ikke selger eller kjøper på basis av selskapenes prestasjoner, medfører at trusselen om oppkjøp og tilhørende restrukturering er mindre. Dette kan lede til at strategiske beslutninger, for eksempel om fusjoner og fisjoner som er ønskelig ut fra et verdi-

maksimerende perspektiv, ikke vurderes på en hensiktsmessig måte i selskapets styre og ledelse. I slike tilfeller vil det kunne være aktuelt at staten i større grad enn i dag tar tak i strategiske saker som ordinært vil ligge under selskapets forretningsmessige ledelse. Erfaring viser at man må påregne at departementer er tilbakeholdne på dette området.

Fornuftige utformede avkastningskrav og utbyttepolitikk vil redusere behovet for aktivitet fra eierens side når det gjelder andre spørsmål vedrørende selskapets drift.

Utvalget fremmer ingen konkrete forslag om endringer på dette området, men konstaterer at forvaltningen i de senere årene synes å ha dreid mot en noe mer aktiv eierrolle der situasjonen vurderes å tilsi dette. Hensyn tatt til andre aksjonærs rettigheter og stilling, ser utvalget at dette har vært en riktig utvikling. En høyere involveringsgrad krever imidlertid betydelig kompetanse fra den statlige eieren og må vurderes nøye. En slik strategisk involvering, er noe ganske annet enn økt løpende statlig styring i saker som angår forvaltningen av selskapet.

Spesifikt definerte mål kan kreve særskilt oppfølging gjennom eierskapet og kan komme i konflikt med målet om bedriftsøkonomisk verdimaksimering. Det vil være en del av den statlige eierrollen å foreta avveininger mellom disse ulike måltypene. Dette kan tale for en mer aktiv statlig eierrolle overfor selskaper med slike mål.

Utvalget har vurdert endringer i dagens praksis med at embeds- eller tjenestemenn som behandler saker av vesentlig betydning for selskapet eller vedkommende bransje ikke skal være medlemmer i selskapets styrende organer. Andre eiere vil i større grad enn staten ta verv i selskapets organer for å ivareta sine interesser. Hvor hensiktsmessig dette er vil variere være både etter egenskaper ved selskapet og egenskaper med eieren. Om et slikt generelt forbud som eksisterer i dag skal videreføres, må dette i så fall begrunnes med at det er enkelte generelle trekk ved staten som eier, som taler mot representasjon. I Sverige er hovedregelen at departementstjenestemenn sitter i styrene for selskaper som ikke er børsnoterte.

Utvalget ser at statlig styredeltagelse i selskapene kan ha positive effekter ved at staten får forbedret informasjon om selskapet som kan gjøre det lettere for staten å sikre et verdimaksimerende mål. Styredeltagelsen gir også økt innflytelse over forvaltningen av selskapet. En innvendig motstyrerepresentasjon er at det vil kreve betydelig kompetanse fra eierens side, en type strategisk kompetanse som staten tradisjonelt sett ikke har lagt vekt

på å ha. Dagens forvaltningspraksis tillater at staten fokuserer på eierrollen og behandlingen av spørsmål som angår eierskapet på et mer overordnet nivå. Når staten som dominerende eier tar styreverv, kan resten av styret oppfatte dette dit hen at statens representant i kraft av eierposisjonen får en større tyngde innad i styret enn kompetanse skulle tilsi. Styret som kollegium kan således bli svekket av en slik eierrepresentasjon. På den annen side kan den statlige representanten i for stor grad identifisere seg med selskapets interesse slik at evnen til å utføre kontrollerende eieroppgaver svekkes. Utad vil styrets, og dermed også selskapets, forretningsmessige troverdighet kunne svekkes, med rette eller ikke, dersom departementstjenestemenn tar plass i styrene.

Med selvstendig styreansvar, vil embeds- og tjenestemenn i departementet stilles i en annen situasjon i forhold til statsrådets politiske ansvar overfor Stortinget. Utvalget legger avgjørende vekt på at en statlig styrerepresentasjon vil gi statsråden økt ansvar for selskapets forretningsmessige disposisjoner. Risikoen i forretningsmessig virksomhet og et mer direkte ansvar for statsråden vil måtte forventes å føre til en sterkere statlig kontroll med selskapene som neppe vil være hensiktsmessig ut fra en verdimaksimerende målsetting. Ved å organisere virksomhet i selskapsform har en vektlagt hensynet til økt forretningsmessig frihet i forhold til om virksomhetene skulle vært en del av sentralforvaltningen. Det har som nevnt over vært en gjennomgående oppfatning i utredningene og stortingsdebattene at det ikke vil være mulig – eller i alle fall ikke hensiktsmessig – å knytte politisk ansvar for regjeringen til forretningsmessige eller tekniske vedtak i statsselskapene som etter selskapslovgivningen hører under selskapets styre og daglige leder. Denne balansen ville forrykkes dersom staten tar verv i styret. Medansvaret staten får vil også eksponere staten i større grad i forhold til reglene for gjennomskjæring i aksjelovgivningen. Utskiftninger i styret som følge av misnøye vil også begrenses dersom statens representant selv sitter i styret.

Utvalget har kommet til at dagens norske praksis, hvor embeds- og tjenestemenn ikke deltar i styrene, bør videreføres. Konklusjonen vil gjelde tilsvarende for bedriftsforsamlingen. En videreføring av dagens praksis gjør det imidlertid viktig for den statlige eieren å sikre seg tilstrekkelig informasjon om virksomheten og å vurdere om styret bidrar til å ivareta statens mål.

Dagens praksis med at staten deltar i valgkomiteer i deleide selskaper er hensiktsmessig og bør videreføres. Deltagelsen er særlig viktig ut fra at

staten som eier ikke fremmer sine egne interesser i selskapet gjennom styredeltagelse. Et slikt engasjement fra staten bør ikke være egnet til å svekke tilliten blant andre investorer dersom det er klart at staten legger forretningsmessige kriterier til grunn for sitt arbeide.

Der hvor spesifikt definerte mål ligger til grunn for statens eierskap, kan vurderingen av om staten som eier bør ta styreverv stille seg annerledes enn for øvrige selskaper. Statlig styredeltagelse gir anledning til å delta mer aktivt i avveininger mellom bedriftsøkonomiske og andre spesifikke mål der dette kommer på spissen, i tillegg til at statens informasjonssituasjon bedres. Utvalget legger imidlertid også for slike selskaper avgjørende vekt på motargumentene skissert over.

9.6.3 Utbyttepolitikk

Statens utbyttevedtak i heleide selskaper har i flere tilfeller vært kritisert for at det ikke tas tilstrekkelig hensyn til selskapenes investeringsbehov. En fornuftig utformet utbyttepolitikk kan være et virkemiddel for å disiplinere selskapet. I et styringsperspektiv kan utbyttepolitikken fra eierens side være et viktig bidrag til å sikre at ledelsen ikke disponerer mer eller mindre av det årlige overskuddet enn det som er nødvendig for å finansiere lønnsomme vekstmuligheter. Utbyttepolitikken blir således et middel til å styre kapitaliseringen av selskapet. Tilbakeholdt utbytte (egenkapitalfinansiering) er en av flere kilder et selskap har til å finansiere virksomheten. Utbyttepolitikken bør således vurderes i sammenheng med selskapenes øvrige finansieringsmuligheter.

I deleide selskaper vil det normalt være selskapets ledelse og styre som utformer og annonserer en utbyttepolitikk for selskapet. Etter selskapslovgivningen kan det ikke fastsettes høyere utbytte enn styret har foreslått eller godtar. Rollen til den statlige eieren vil være å signalisere utbytteforventninger overfor selskapet. I børsnoterte selskaper vil det også være selskapene som utformer en utbyttepolitikk ut fra kravene i kapitalmarkedet. Den statlige eieren vil være en del av dette markedet og bør gi uttrykk for sine forventninger.

I heleide selskaper, statsaksjeselskap og statsforetak, er generalforsamlingen/foretaksmøtet ikke bundet av styrets forslag. I kraft av heleie vil heller ikke statens forventninger til utbytte måtte veies opp mot ønskene til andre eiere. I heleide selskaper er det derfor opp til staten alene, eventuelt i samarbeid med styret, å utforme en utbyttepolitikk. Staten utformer for flere heleide selskaper sin utbyttepolitikk som en andel av det aktuelle

årsresultatet. En hardere utbyttepolitikk, som skissert av Johnsen, vedlegg 8, kapittel 6.4, vil kunne innebære at politikken utformes som en forventet andel av et normalt overskudd. Utbytteandelen av de enkelte års overskudd vil således øke ved et unormalt lite overskudd og vise versa. Selskapenes finansplasseringer vil fungere som en utjevne buffer mellom spesielt gode og spesielt dårlige år.

Et utgangspunkt for en god industriell utvikling er at selskapene har kapital til å finansiere lønnsom vekst. Hvilken utbytteandel som er fornuftig vil således variere med selskapets situasjon. De fleste større, internasjonale selskaper betaler gjennomgående 30 til 50 prosent av gjennomsnittlige overskudd over tid i utbytte, jamfør Johnsens utredning. For modne selskaper med få lønnsomme investeringsmuligheter vil det være naturlig for eierne å forvente en høyere utbytteandel. Null eller svært lav utbytteandel er vanlig i vekstfaser hvor investeringsbehovet normalt overgår inntjeningen og det er få alternative finansieringsmuligheter.

Utvalget ser at en utbyttepolitikk basert på en andel av resultatet i utgangspunktet kan være fornuftig for å sikre at ledelsen ikke disponerer mer av det årlige overskuddet enn det som er nødvendig for å finansiere lønnsomme vekstmuligheter. Om en skal ta utgangspunktet i det faktiske årlige overskuddet eller et gjennomsnittlig/normalt resultat bør vurderes ut fra selskapenes alternative finansieringsmuligheter. Tilbakeholdt utbytte er en av flere kilder til kapital og må således ses i sammenheng med disse, noe utvalget kommer tilbake til i neste avsnitt. Dette innebærer også at en utbyttepolitikk definert som ved en andel av årsresultatet, bør gi rom for unntak begrunnet i selskapets finansielle situasjon.

Dagens faktiske utbyttevedtak i heleide selskaper avviker i flere tilfeller fra utbyttepolitikken, noe som fortjener nærmere drøftelse. Statens utbyttevedtak har blitt kritisert for å være for høye og for uforutsigbare i heleide selskaper. Dette har sammenheng med reglene som gir generalforsamlingen/foretaksmøtet avgjørende myndighet når det gjelder utbytte. Aksjelovens §20-5 nr. 4 allmennaksjelovens §20-4 nr. 4 bestemmer at generalforsamlingen i statsaksjeselskap og statsallmennaksjeselskap ikke er bundet av styrets eller bedriftsforsamlingens forslag om utdeling av utbytte. Statsforetakslovens §17 har samme innhold. Reglene medfører at utbyttet indirekte fastsettes i behandlingen av statsbudsjettet der det ses i sammenheng med finansiering av offentlige utgifter. Utbytte kan finansiere økte statlige utgifter uten

økte bidrag fra Statens petroleumsfond. Slike likviditetshensyn vil i mange tilfeller også tas av private eiere, dette er imidlertid ikke ensbetydende med at det er godt eierskap i det enkelte selskap.

Selv om spørsmål om utbyttepolitikk er kompleks og må ses i sammenheng med selskapets øvrige finansieringsmuligheter og vekstmuligheter, er det ikke vanskelig å se at uforutsigbarhet knyttet til utbyttevedtak fra eieren er problematisk ut fra en verdimaksimerende målsetning. Uforutsigbarheten i forhold til vedtatt utbyttepolitikk gjør strategisk planlegging vanskelig fordi den reduserer oversikten over selskapets finansielle handlingsrom. Dagens regelverk og praksis for heleide selskaper bidrar således negativt til en verdimaksimerende målsetning.

I deleide selskaper vil utbytte i stor grad bli fastlagt av styret, slik at statens rolle i slike selskaper er å fremme sine forventninger overfor selskapet på lik linje med andre aksjonærer. Det er opp til styret å veie disse forventninger opp mot selskapets finansielle situasjon. Aksjonærene står fritt til å foreslå utskiftninger i styret dersom de er uenige i denne vurderingen. Utbyttebestemmelsene for deleide statlige selskaper er asl./asal. §8-2, som stadfester at det ikke kan utdeles høyere utbytte enn styret har foreslått eller godtar. Innenfor rammene av styrets forslag kan bedriftsforsamlingen fastsette det høyeste beløpet som kan utdeles som utbytte. Grunnen til at styret skal ha et avgjørende ord når det gjelder utdelingsadgangen, er styrets ansvar for selskapets økonomi og for andre interesser som knytter seg til selskapet enn aksjeeierinteresser². Det er også vist til styrets plikt å påse at selskapet har et kapitalgrunnlag som står i et forsvarlig forhold til risikoen ved og omfanget av selskapets virksomhet.

I denne sammenheng er det også viktig å understreke at både statsforetak og statsaksjeselskap kan gå konkurs uten at staten står ansvarlig med mer enn innskutt kapital. Konkurs og akkorder har også forekommet for statsaksjeselskapers vedkommende. Hensynet til kreditorerne er et argument for at staten ikke skal overstyre styrets vurdering når det gjelder utbytteutbetalinger. Dagens regelverk kan skape usikkerhet hos selskapenes kreditorer og ha negativ innflytelse på selskapenes lånevilkår.

Begrunnelsen for særreglene for statsaksjeselskap og statsforetak har vært at det er særskilte hensyn knyttet til styring og kontroll når staten eier. Utvalget mener at dette hensynet ikke forsva-

rer en opprettholdelse av bestemmelsene fordi at eieren, så vel ved en eventuell uenighet om utbytteforhold, som i andre saker, vil kunne foreta styreendringer. *Utvalget vil således anbefale at aksjelovens normalregler for utbyttebeslutninger også anvendes for statsaksjeselskaper og statsforetak.*

Dette forhindrer ikke at staten kan ha en utbyttepolitikk for det enkelte selskap på lik linje med dagens nivåer, eventuelt høyere eller lavere. Styret må forholde seg til utbyttepolitikken, men er selv ansvarlig for de maksimale rammene det enkelte år. Dette sikrer også at styrets ansvar for selskapets økonomi er mer i pakt med deres beslutningskompetanse enn ved dagens ordning. Utvalgets forslag knyttet til å endre reglene for utbyttevedtak berører de heleide selskapsformene og gjelder også virksomhetene med hovedsakelig andre mål enn bedriftsøkonomisk verdimaksimering.

9.6.4 Kapitaltilførsel eller endringer i eierandeler

Den følgende fremstilling tar utgangspunkt i en situasjon der staten har verdimaksimering som eneste mål med eierskapet. Tilpasninger ut fra nasjonal forankring eller spesifikt definerte mål, drøftes i to egne underkapitler.

Tilførsel av kapital til statlige selskaper eller endringer i eierandeler kan bli gjenstand for betydelig politisk diskusjon. Store eierandeler eller heleie gir staten mulighet til å styre selskapets kapitaltilgang gjennom eiermakten. Statens beslutninger vedrørende endringer i eierskapet må tilfredsstillende bestemme bedriftsøkonomiske kriterier for å ivareta mål om verdimaksimering og en god industriell utvikling for selskapene. Forenklet sett må staten bidra til en effektiv kapitalstruktur i den forstand at selskapet har muligheter til å realisere en god industriell utvikling uten at det statlige eierskapet blir en ulempe. Likeledes må fusjoner og fisjoner samt andre strukturelle grep utelukkende vurderes ut fra en verdimaksimerende målsetning. Dynamikken i næringslivet tilsier også at beslutninger om kapitaltilførsel eller endringer i eierandeler må fattes med en viss hurtighet.

Dersom selskapene har verdiskapende investeringsmuligheter, bør ikke den statlige eieren være til hinder for at disse realiseres. Selskapenes kostnader ved og muligheter til gjeldsfinansiering må vurderes i sammenheng med intern egenkapitalfinansiering og tilførsel av egenkapital fra staten eller andre eiere.

Johnsen, vedlegg 8, kapittel 6, gir en vurdering av kostnadene ved ulike typer finansiering. Utbyttepolitikken og utbyttevedtakene påvirker selska-

² Jamfør blant annet: Aarbakke m.fl. (1999): Aksjeloven og Allmennaksjeloven. Oslo: Tano

penes muligheter for intern egenkapitalfinansiering av lønnsom vekst. For privateide selskap poengteres det at interne midler utgjør gjennomsnittlig 60 til 80 prosent av vekstfinansieringen i de fleste OECD-land. Ekstern ny egenkapital er av mindre betydning på grunn av store emisjonskostnader. Slike kostnader er et argument for lave utbyttebetalinger for selskap med et lønnsomt vekstpotensiale. For ikke børsnoterte selskap, herunder heleide statlige selskap, unngår en de økonomiske kostnadene ved en børsemisjon. Dette kan tale for relativt høye utbytteandeler for å disiplinere selskapet og gi eieren en bedre kontroll over selskapets investeringer i form av kontroll ved ny kapitaltilførsel. Kapitalinnskudd i selskaper med statlige eierandeler kan påvirkes av politiske vurderinger. I en situasjon der et selskap har verdiskapende investeringsmuligheter vil en kombinasjon av høye utbyttevedtak og manglende kapitaltilførsel kunne være skadelig for verdiskapingen. Private selskaper vil kunne henvende seg til kapitalmarkedet for nye kapitalinnskudd og er normalt ikke avhengig av aksept fra en bestemt eier.

Gjeld er en alternativ finansieringskilde for et selskap. I likhet med utbyttepolitikken kan gjeldsfinansiering bidra til å disiplinere investeringsvalgene til selskapenes ledelse. En for høy gjeldsgrad kan redusere muligheten til å gjennomføre fremtidige investeringer og må vurderes i sammenheng med eierens utbyttepolitikk og kapitaltilførsel. En lav gjeldsgrad er, ut fra Johnsens argumentasjon, i utgangspunktet ikke problematisk gitt at eierne disiplinere selskapet.

Statens handlemåte i forhold til kapitalinnskudd og utbyttepolitikk og årlige utbyttevedtak kan ut fra argumentasjonen over ha stor betydning for heleide og deleide selskapers industrielle utvikling. Utfordringene går i to retninger. En stat med «stort hjerte og dype lommer» vil kunne bidra til lav avkastning og ulønnsomme vekstinvesteringer. Dette har i manges øyne vært svakheten ved staten som eier tradisjonelt. En annen utfordring er at staten gjennom sitt eierskap kan hindre verdiskapende vekst gjennom å blokkere for tilførsel av kapital som er forretningsmessig ønskelig. Potensialet for dette er særlig stort i heleide selskaper der høye utbytteutbetalinger hindrer egenfinansiert vekst, samtidig som kapitaltilskudd fra staten, eventuelt andre eiere gjennom delprivatiseringer, synes vanskelig gjennomførbare som følge av politisk uenighet. En slik blokkering kan innebære at målet om verdimaksimering ikke nås som følge av kapitalmangel.

For å beskytte statens investering og sikre selskapet en god industriell utvikling, er det derfor

vesentlig at statens eierskap ikke er til hinder for at selskapet får realisere verdiskapende investeringsmuligheter. Dette innebærer ikke at staten ukritisk skal tilføre selskapene kapital. Som aksjonær er det en viktig del av eierrollen for staten å kritisk vurdere om selskapets investeringsstrategier er verdiskapende. I selskaper med private eiere er en viktig beslutningstøtte at disse er villige til å bidra tilsvarende ved en kapitaltilførsel.

I den grad selskapene har et egenkapitalbehov kan dette sikres på to måter, ved siden av egenfinansiering gjennom utbyttepolitikken. For det første kan staten skyte inn egenkapital, i deleide selskaper eventuelt på lik linje med private eiere uten at statens eierandel endres. Det andre hovedalternativet er at statens eierandel reduseres ved en emisjon og private eieres andel øker. Valget mellom disse to hovedalternativene for staten vil delvis kunne være knyttet til politisk-prinsipielle betraktninger knyttet til størrelsen på det statlige eierskapet, direkte eierskap som spareform, situasjonen i det norske kapitalmarkedet med videre. Det er imidlertid dårlig eierskap for det enkelte selskap dersom uenighet i forhold til nevnte hovedalternativer hindrer en egenkapitaltilførsel som er hensiktsmessig ut fra et forretningsmessig perspektiv.

Ovennevnte beslutninger kan være komplekse fra et faglig perspektiv, også for private eiere. Det kan derfor ikke i alle tilfeller forventes at slike beslutninger kan fattes innenfor et kort tidsrom, slik selskapenes forventninger peker i retning av. Når den statlige beslutningsprosessen hevdes å ta urimelig lang tid og å være uforutsigbar, må nok dette forstås på bakgrunn av at beslutningene skal behandles på flere nivåer og medfører vanskelige politiske vurderinger knyttet til statlig eierskap som sådant. Departementale konsultasjonsprosesser, regjeringsbehandling, i tillegg til stortingsbehandling, kan bidra til at andre hensyn enn verdimaksimering bringes inn i saksbehandlingen. En slik saksbehandlingsprosess må i utgangspunktet ses som en styrke ved at demokratisk valgte myndigheter gis anledning til å ta standpunkt til sakene, samt at ulike hensyn veies opp mot hverandre i departementssystemet før beslutning fattes. Slike beslutningsprosedyrer er mindre formålstjenlige dersom det politisk fastsatte målet med eierskapet er verdimaksimering.

Dette taler for at beslutningene bør gjøres av ansvarlig statsråd med støtte fra andre departementer med forretningsmessig kompetanse. Eventuelt er et mulig virkemiddel for å forbedre saksgangen i regjering og forvaltning at de mest berørte statsråder og departementer i eierskaps-

ker etablerer et fast samarbeide. Utvalget anser imidlertid at organiseringen av regjeringens interne arbeidsform og prioriteringer ligger utenfor utvalgets mandat.

Saksgangen mellom regjering og Storting er et område av stor betydning som følge av Stortingets sentrale rolle som bevilgende myndighet og reglene som gir Stortinget innflytelse ved endringer av det statlige eierskapet, jamfør fremstillingen i kapittel 5. Avgivelse av fullmakter med tilhørende bevilgningsvedtak fra Stortinget til ansvarlig statsråd er et virkemiddel som kan vurderes for å redusere saksbehandlingstiden og for at beslutningene skal skje ut fra en forretningsmessig logikk. For eierandeler som utelukkende har et verdimaksimerende mål, er resultatoppgjøret relativt lett målbar og vurderingen av ren faglig karakter. Dette kan tale for at fullmakter anvendes i større utstrekning enn i dag.

Fullmaktene bør enten gi staten mulighet til å redusere eierandelen dersom dette er hensiktsmessig for en forretningsmessig utvikling eller til å øke eierandelen/skyte inn kapital på samme grunnlag. Fravær av andre mål enn verdimaksimering muliggjør vide fullmakter når det gjelder å redusere eierskapet i forbindelse med emisjoner. Dersom staten ønsker å øke eksponeringen i slike eierandeler, for eksempel ut fra at det er en hensiktsmessig kapitalplassering eller ønsker om å korrigere for svikt i kapitalmarkedene, bør tilsvarende vide fullmakter kunne gis når det gjelder å øke eierandelene eller skyte inn mer kapital på lik linje med eventuelle andre aksjonærer. Det bør imidlertid være en avgjørende betingelse for bruk av fullmaktene at de får anvendelse i situasjoner der hensynet til selskapets finansielle og industrielle situasjon, ut fra en forretningsmessig vurdering, tilsier det.

Som eier kan staten også bli stilt overfor forslag om fusjoner og fisjoner begrunnet i et verdimaksimerende mål. Også i slike disposisjoner bør det kunne gis fullmakter til at staten som eier kan delta gitt at staten ikke har andre mål med eierskapet.

Kapitaltilførsel fra staten til selskaper krever i utgangspunktet særskilte budsjettvedtak. En fullmakt til å delta i nevnte endringer ville ha liten verdi, hvis stortingsbehandling var nødvendig av budsjettmessige hensyn. Det må derfor stilles til rådighet nødvendig kapital sammen med fullmaktene.

Særlig i en situasjon med mindretallsparlamentarisme, vil en avgivelse av fullmakter også ha en politisk dimensjon. Det kan ha formodningen mot seg at et flertall på Stortinget vil avgi fullmakter til en statsråd fra et parti med et avvikende syn enn

stortingsflertallets. Selv om Stortinget avgir slike fullmakter kan det argumenteres med at saker av viktighet blir vurdert av regjeringen på basis av politiske hensyn og ut fra de ulike departementenes roller. Dersom det fastsettes at et selskap utelukkende har verdimaksimerende mål, kan imidlertid en slik avgivelse av fullmakter skje på betingelse av at de skal ivareta et slikt mål. Utvalget vil også ved sin rapporteringsløsning skissere ordninger som bidrar til Stortingets kontroll med at eierskapet forvaltes på forretningsmessig basis.

På denne bakgrunn mener utvalget at den beskrevne fullmaktsordningen kan fungere for eierandeler med et rent verdimaksimerende mål. Ordningen vil innebære at det etableres en fullmaktstruktur der ansvarlig statsråd har fullmakter til å gjennomføre endringer i eierandeler og /eller tilføre kapital. Fullmaktene vil kun få anvendelse der hensynet til selskapets finansielle og industrielle situasjon, ut fra en forretningsmessig vurdering, tilsier det. Dette vil innebære en vesentlig utvidelse av fullmaktsbruken i forhold til dagens praksis.

Fullmaktssituasjonen har også konsekvenser for statsrådets informasjonsplikt overfor Stortinget og offentlighetslovgivningen. Det er grunnleggende konflikter i forhold til statsrådets informasjonsplikt og nødvendigheten av forretningsmessig konfidensialitet. For eksempel vil offentlig behandling kunne påvirke markedets prissetting på en måte som er ugunstig for staten som eier. Videre vil kurssensitiv informasjon (innsideinformasjon) ikke kunne behandles i full offentlighet ut fra verdipapirhandel-lovgivningen. Ved økt fullmaktstildeling ville dette dilemmaet overfor statsrådets informasjonsplikt bli mindre.

En annen type saker vil gjelde beslutninger om å øke eller redusere det statlige eierengasjementet ut fra andre formål enn å øke verdimaksimeringen i selskapet. Dette vil være beslutninger som baseres på prinsipielle betraktninger knyttet til størrelsen på det statlige eierskapet, direkte eierskap som kapitalplassering, situasjonen i det norske kapitalmarkedet med videre. I den grad endringer i eierskapet er drevet av at det skal bli større eller mindre, er det naturlig med en avklaring i Stortinget som i dag. For slike endringsfullmakter er det vesentlig at det ikke gis begrensninger som kan hindre et nedsalg eller oppkjøp basert på en verdimaksimerende strategi. Slike begrensninger kan gjelde tidsperspektivet på nedsalget/oppkjøpet eller måten det skal skje på. Dette bør gjøres ut fra en løpende forretningsmessig vurdering.

9.6.4.1 Tilpasninger ut fra mål om nasjonal forankring

Eierandelene med nasjonal forankring som mål forutsettes å ha stor betydning for norsk økonomi. Det er derfor også ut fra et samfunnsøkonomisk perspektiv viktig at det statlige eierskapet ikke bidrar negativt til selskapenes industrielle utvikling. Spørsmål knyttet til utbyttepolitikk, gjennomføring av kapitaltilførsel eller andre endringer i eierandeler får således særlig stor betydning. Målet om nasjonal forankring har også særskilte implikasjoner i enkelte eierskapssaker.

Ivaretagelsen av statens mål med eierskapet i slike selskaper krever i utgangspunktet en eierandel på 34 prosent av aksjene i selskapet. Dette gir adgang til å blokkere vedtektsendringer. Vedtektsendringer av særlig relevans for denne kategorien av selskaper kan være lokalisering av selskapets forretningskontor eller formålsparagrafens regulering av hva slags type virksomhet selskapene skal drive. En eierandel på over to tredeler gir adgang for staten selv til å endre vedtektene. En eierandel på over halvparten gir alminnelig flertall. Eksempler på beslutninger som fattes med alminnelig flertall er godkjenning av årsregnskap, vedtak om utdeling av utbytte innenfor de rammer som er satt av styre og bedriftsforsamling og valg av styremedlemmer.

En eierandel i selskapet på noe over en tredel sikrer bare lokaliseringen av selskapets forretningskontor i henhold til aksjelovgivningen. For at hovedkontoret skal ha den ønskede rolle som et viktig beslutningssentrum, må rammebetingelsene for virksomheten være slik at det er ønskelig å ha hovedadministrasjonen i Norge. I den grad staten ønsker full kontroll med styresammensetningen i selskapet, er en eierandel på noe over halvparten nødvendig. I deleide selskaper er imidlertid den ordinære prosedyren at staten deltar i en valgkomite sammen med private eiere med sikte på å oppnå enighet om styresammensetning. Dette gjør at kravet om alminnelig flertall får mindre relevans.

Erfaringene fra politisk debatt viser at det kan være ulike syn på hvilken eierandel det er behov for i slike selskaper. Høyere eierandeler enn 34 prosent kan bli begrunnet med at det er en hensiktsmessig kapitalplassering. Det er også blitt fremholdt at staten i så fall kan medvirke til fusjoner eller andre strukturelle transaksjoner med andre selskaper, og samtidig ha rom for å redusere sin eierandel ned til 34 prosent som et minimumsnivå. På den annen side er det eksempler på at staten som eier har vedtatt fusjoner som umiddel-

bart har brakt eierandelen under en tredel, men at Stortinget har forutsatt at staten kjøper seg opp igjen til 34 prosent.

En eierandel på 51 prosent kan begrunnes med at staten får et flertall som kan brukes til å styre selskapets utvikling mer aktivt enn ved negativ kontroll. Ved en lavere eierandel kan det også være frykt for at andre eiere oppnår alminnelig flertall og benytter det til å styre selskapet ut fra sine interesser. På den annen side kan det vises til at en eierandel på 34 prosent vil være helt dominerende i børsnoterte selskaper med ellers spredt eierskap, og at dette normalt er nok til å sikre alminnelig flertall på generalforsamlinger. Det kan også argumenteres for at en slik eierandel gir markedet et signal om at det utelukkende er den nasjonale forankringen staten er opptatt av, fordi den logisk henger sammen med lokalisering av hovedkontor.

Slike ulike prinsipielle syn gjør at det i de fleste tilfelle neppe er aktuelt å gi fullmakt til å passere de relevante grensene i aksjelovgivningen uten at saken stortingsbehandles. I intervallene mellom disse grensene bør det imidlertid kunne gis fullmakt til å redusere eller øke eierandelene eller delta i kapitalutvidelser etter nærmere bestemmelser dersom dette er hensiktsmessig for det verdimaksimerende formålet og selskapets industrielle utvikling. Hvilket av alternativene som velges er av mindre betydning for selskapets utvikling.

Beslutninger som krever vedtektsendringer, som for eksempel fusjon, må legges frem for generalforsamlingen. Slike saker vil derfor av eieren kunne vurderes i sammenheng med målet om nasjonal forankring. Flere slike saker av strukturell karakter kan være vanskelig å forutse i et fullmaktsystem. Det vil i så fall være naturlig med en stortingsbehandling som i dag. Slik stortingsbehandling vil også gi anledning til ny vurdering av målene med eierskapet.

Utvalget anbefaler således å utvide bruken av fullmakter også for eierandeler hvor det er mål om nasjonal forankring. Dette innebærer at det bør kunne utarbeides fullmaktskorridorer innenfor de aktuelle flertallsgrensene i selskapslovgivningen. Utvalget antar således at disse fullmaktene bør være noe snevrere enn for selskaper med et rendyrket verdimaksimerende formål. Begrunnelsen er målet om nasjonal forankring og de vanskelige og betydningsfulle strategiske avveininger som i enkelte tilfeller må gjøres. En slik fullmaktspraksis vil være en videreføring av en type beslutninger som er truffet av Stortinget tidligere. I kapittel 6 er det vist hvordan det for flere selskaper er gitt fullmakter for regjeringen eller departementet til å

selge seg ned eller kjøpe seg opp innenfor visse grenser.

I saker hvor stortingsbehandling fortsatt skal gjennomføres er det viktig at beslutningsprosedyrene mellom Storting og regjering er gode. I enkelte tilfeller er det naturlig å foreta drøftinger der regjeringen allerede har en fullmakt, i andre tilfeller vil det være aktuelt å gå gjennom ulike sider ved en sak som tenkes lagt frem for Stortinget. Slike forhåndskonsultasjoner vil kunne bidra til at staten fremstår som en mer enhetlig eier og gi økt tillit i markedene.

Utvalget har lagt til grunn at selskapene skal utvikle seg på fullt ut forretningsmessig basis, gitt en forankring av hovedkontoret i Norge. Selskapernes kjøp og salg eller opprettelse og nedleggelse av virksomheter innenlands og utenlands forutsettes således gjort på forretningsmessig basis av selskapene. Dette er også saker som naturlig hører hjemme under selskapets ledelse i forhold til selskapslovgivningen. Det statlige engasjementet i slike saker vil primært være knyttet til selskaperens nasjonale rammebetingelser.

9.6.4.2 *Tilpasninger ut fra spesifikt definerte mål*

Der hvor spesifikt definerte mål ligger til grunn for eierskapet, vil utbyttepolitikk, kapitaltilførsel og andre endringer i eierskapet kunne bero på komplekse avveininger mellom bedriftsøkonomiske og spesifikt definerte mål. Utvalget anser at slike avveininger mellom potensielt motstridende hensyn, prinsipielt sett hører hjemme på politisk nivå. Det kan ikke forventes at det er mulig å finne klare, legitime løsninger ut fra et faglig perspektiv på en avveining mellom bedriftsøkonomiske og andre mål. Dette har også konsekvenser for hvilken grad av delegasjon som er forsvarlig. Utvalget vil på denne bakgrunn ikke foreslå endrede fullmaktordninger fra dagens praksis for denne gruppen av eierandeler på generell basis. Dette må vurderes fra selskap til selskap. Som nevnt i kapittel 8.3.3, kan det imidlertid være slik at spesifikt definerte mål realiseres ved at virksomheten driver på forretningsmessig basis innenfor en bestemt sektor uten at det legges øvrige begrensninger på virksomheten. Situasjonen er da relativt lik der hvor staten har mål om nasjonal forankring. Dette kan i slike tilfeller tilsi at fullmaktskorridorer anvendes også for eierandeler med spesifikt definerte mål.

I forbindelse med endringer i statens eierskap vil utvalget fremheve at bruk av eierskapet til å realisere spesifikt definerte mål der disse går på bekostning av bedriftsøkonomisk verdimaksime-

ring, vil være kontroversiell overfor private eiere. Dersom staten har slike mål med sitt eierskap kan det være hensiktsmessig med heleie, også av hensyn til minoritetsvernet i aksjelovgivningen.

9.7 **Stortingets og regjeringens styring og kontroll**

Statsrådets og regjeringens styringsgrunnlag er i utgangspunktet godt ivaretatt ved en departementsordning fordi ansvarlig statsråd eller den som får fullmakt representerer staten i generalforsamlingen/foretaksrådet, med det potensialet for bruk av eiermakten som dette gir. Utvalget har ikke funnet systematiske svakheter i informasjonsgrunnlaget til eierskapsforvaltningen, men har pekt på betydningen av kompetanse og konkretisering av mål for å sikre en hensiktsmessig styring fra eierposisjonen. Dette sikrer også nødvendig kontroll med selskapene.

De skisserte endringene innenfor rammen av dagens organisering i delkapitlene over, har heller ikke avgjørende betydning for regjeringens og den ansvarlige statsråds styring av selskapene. Den foreslåtte endringen når det gjelder utbyttevedtak vil imidlertid påvirke styringen i heleide selskaper. Som eneeier av selskapene vil imidlertid muligheten til å skifte ut aksjonærvalgte medlemmer i styret være et sterkt virkemiddel ved misnøye med måten styret disponerer selskapets resultater på.

Stortingets styring med eierskapet har sin basis i bevilgningsmyndigheten og i at saker som medfører endringer i statens eierskap i stor utstrekning skal stortingsbehandles. Stortingets styring er i stor grad basert på behandling av enkelt saker knyttet til forvaltningen av hvert enkelt selskap, i mindre grad overordnede strategiske linjer for det statlige eierskapet i ulike typer av eierandeler. Praksisen med at det legges frem generelle stortingsmeldinger om eierskapet bidrar riktignok til å rette opp dette bildet. Det kan likevel være grunn til å stille spørsmål om en slik utbredt saktilsak behandling som i dag er det mest hensiktsmessige. Utvalgets forslag om et beslutningssystem basert på at ansvarlig statsråd i økende grad gis fullmakter fra Stortinget reduserer antallet eierskapsaker som stortingsbehandles. Stortingets styring kan ivaretas ved at det legges opp til at Stortinget i større grad enn i dag tar overordnede beslutninger om målet med eierskapet på grunnlag av en bred og langsiktig vurdering. Det er også i denne sammenheng at de nødvendige fullmakts- og bevilgningsvedtak bør fattes. Stortinget har også parlamentarisk kontroll og instruksjonsmyn-

dighet, jamfør også Grunnlovens §19, slik at muligheten for å gripe inn i ekstraordinære tilfeller består.

For eierandeler hvor nasjonal forankring er et mål, argumenterte utvalget for noe reduserte fullmakter i forhold til der hvor målet med eierandelene var ren verdimaksimering. Dette gir Stortinget bedre styring med eierskapet og er begrunnet i at det vil kunne være uklart hvilke eierandeler og holdninger til andre strategiske endringer det verdimaksimerende målet vurdert sammen med målet om nasjonal forankring, tilsier. Fullmaktskorridorer innenfor rammen av flertallsgrensene i selskapslovgivningen bør likevel kunne gis. Der det foreligger spesifikt definerte mål, tar utvalget ikke til orde for endringer som i særlig grad vil påvirke hensynet til Stortingets og regjeringens styring og kontroll.

På kontrollsiden foreslår ikke utvalget endringer i Riksrevisjonens kontroll med selskapene. Utvalget anser imidlertid at det er et klart forbedringspotensiale for regjeringens rapportering til Stortinget og offentligheten når det gjelder verdiskapningen av eierskapet. I dagens system er det ikke lagt opp til at Stortinget vurderer statens eierrolle i lys av rapportering på selskapenes resultater. Verken statsregnskapet eller de regelmessige stortingsmeldinger om det statlige eierskapet fokuserer på statseide selskapers resultater vurdert opp mot alternative investeringsalternativer.

I forbindelse med etablering av mål med eierskapet i det enkelte selskap og tilhørende fullmakter og bevilgningsvedtak, bør beslutningsgrunnlaget inkludere en systematisk sammenligning av verdiveksten for selskapene med avkastningsmålene. En slik vurdering gir anledning til en bred diskusjon av det statlige eierskapet. Dette vil kunne være en arbeidskrevende prosess, både når det gjelder de analyser som må gjøres og beslutningene som skal tas. Av hensyn til de involverte verdiene og mulige justeringer av mål og fullmakter bør imidlertid slike vurderinger gjøres med jevne mellomrom, for eksempel hvert fjerde år.

Utvalget anbefaler at det legges opp til at Stortinget med jevne mellomrom tar stilling til mål og grad av måloppnåelse på helhetlig grunnlag for statens eierskap. I denne sammenheng bør de nødvendige fullmakter gis.

Utover en slik vurdering av mer omfattende karakter, bør det utgis årlige eierberetninger. Nærings- og handelsdepartementet gjør dette for sitt eierskap.

En slik årlig rapportering kan omfatte en vurdering av verdivekst sammenlignet med relevante mål på porteføljenivå og selskapsnivå. Det vil kun-

ne være arbeidskrevende med årlige verdivurderinger av ikke-børsnoterte selskaper. Hovedtyngden i den årlige rapporteringen bør derfor fokusere på den interne lønnsomheten og regnskapsmessige verdiskapningen for slike selskaper. Dette bør vurderes i forhold til eierens avkastningskrav basert på risikofri rente, lagt til en omtrentlig risikopremie. Slike mål vil primært synliggjøre kapitalgevinster eller -kostnader. Internt vil eieren arbeide ut fra andre og mer presise mål for selskapets verdivekst. Det kan således vanskelig argumenteres for at statens offentliggjøring av slike grove mål vil påvirke prisingen av selskapene, til ugunst for staten ved eventuelle endringer i eierskapet. For børsnoterte selskaper vil det kunne virke kunstig med avkastningsmål basert på en kapitalverdimodell. Dette vil kunne gi et feilaktig inntrykk av at staten vurderer selskapenes verdi annerledes enn resten av kapitalmarkedet. For slike selskaper vil en synliggjøring av selskapenes verdivekst i forhold til relevante internasjonale bransjeindekser være bedre egnet til å gi et inntrykk av selskapets resultater. Utvalget vil vise til utredningen til Johnsen, vedlegg 8 kapittel 4 for et mer detaljert syn på hvilke mål og vurderinger en slik eierberetning kan inneholde. En slik rapportering vil være et vesentlig bidrag til åpenhet rundt det statlige eierskapet.

Slik rapportering bør også gjøres for eierandeler som er begrunnet ut fra mål om nasjonal forankring. Utvalget antar at myndighetene på andre måter vil vurdere selskapenes betydning for næringsutviklingen. For eksempel inneholder St.meld. nr. 38 for 2001-2002 Om olje- og gassvirksomheten enkelte slike betraktninger om betydningen av statens eierskap for næringen.

For eierandeler med spesifikt definerte mål bør det, i tillegg til bedriftsøkonomisk rapportering, legges vekt på å synliggjøre realiseringen av og kostnader knyttet til slike mål. Rapportering av eventuelle avvik fra avkastningskrav basert på en kapitalverdimodell vil kunne bidra til en slik synliggjøring. På denne måten kan rapportering bidra til en mer opplyst diskusjon om verdien av de spesifikke målene i forhold til kostnadene.

Selskaper som hovedsakelig har andre mål enn bedriftsøkonomisk verdimaksimering, ligger utenfor utvalgets mandat å vurdere. Utvalget har imidlertid merket seg at den svenske modellen for eierskapsrapportering også inkluderer slike selskaper, markert ved et klart skille mellom denne typen virksomheter og de som er hovedsakelig forretningsmessig orientert. En samlet fremstilling gir god oversikt over det statlige eierskapet og bidrar til en forbedret offentlig innsikt og demokratisk

kontroll med måten verdiene forvaltes på. En effektiv målrealisering og synliggjøring av selskape-nes verdiskapning er av like stor betydning for selskaper med andre hovedformål enn bedrifts-økonomisk verdimaksimering. En slik rapportering innebærer imidlertid ikke at det skal fastsettes avkastningskrav på forretningsmessige vilkår, og at virksomheten skal vurderes ut fra dette. Målet med en slik rapportering er å synliggjøre virksomhetenes økonomiske situasjon og gi en kvalitativ så vel som kvantitativ fremstilling og vurdering av de ikke-forretningsmessige målene.

I Sverige er tilsvarende rapport for hele det statlige eierskapet en årlig melding til Riksdagen. Dersom det ikke er særlige forhold som tilsier noe annet det enkelte år, bør det likevel være tilstrekkelig at en slik offentlig eierberetning utgis uten status som formelt stortingsdokument.

Det er utvalgets antagelse at et slikt system, i tillegg til den demokratiske verdien som ligger i offentlig diskusjon om kostnader og nytte ved hele det statlige eierskapet, vil anspore til en bedre eierskapsforvaltning. *Utvalget vil derfor anbefale at det utgis årlige eierberetninger som omfatter hele det statlige eierskapet.*

9.8 Oppsummering

Når det gjaldt konkretisering av målet med eierskapet, vurderte utvalget mål på porteføljenivå og på selskapsnivå. Dersom det er aktuelt å vurdere avkastningen for grupper av selskaper, anbefalte utvalget at eierandeler med rent verdimaksimerende mål sammenlignes med Statens petroleumsfonds aksjeportefølje. Der nasjonal forankring av virksomheten er et tilleggsmål, ble en sammenligning med sektorvektede internasjonale indekser vurdert som et mulig alternativ. På selskapsnivå foreslo utvalget at det etableres avkastningsmål basert på risikofri rente og selskapsspesifikk risiko. Dette gir et uttrykk for kapitalens alternativkostnad. For børsnoterte selskaper vil bransjespesifikke indekser være mer relevante mål. For selskaper hvor det foreligger spesifikt definerte mål, vil fortolkningen av målrealiseringen måtte skje i lys av disse. Målet om å sikre en god industriell utvikling tilsier et separat og mer løpende fokus på et selskaps lønnsomhet og vekstmuligheter.

Organiseringen av eierskapet i et eller flere departementer ble sett på som en sammensatt vurdering. Viktige hensyn var velfungerende markeder, statlig risikohåndtering, forsvarlig rollehåndtering, samt ivaretagelse av bransjekompetanse og generell eierkompetanse. Utvalget la videre til grunn at flere departementer har og kommer til å ha en eierrolle. På denne bakgrunn anbefalte utvalget at det opprettes organisatoriske løsninger som sikrer bedre utnyttelse av kompetanse og samordning på tvers av departementsgrensene.

For å sikre økt forutsigbarhet for selskapets ledelse og redusere usikkerhet hos selskapenes kreditorer, anbefalte utvalget at aksjelovens normalregler for utbyttebeslutninger også anvendes for statsaksjeselskaper og statsforetak. En slik endring ble sett som viktig for verdimaksimeringen i selskapene. Økte fullmakter fra Stortinget til ansvarlig statsråd ble sett som et viktig bidrag til raskere og mer forretningsmessig orienterte beslutninger om kapitaltilførsel eller endringer i eierandeler. Utvalget anbefalte at det etableres en fullmaktstruktur der ansvarlig statsråd har fullmakter til å gjennomføre endringer i eierandeler og /eller tilføre kapital. Fullmaktene vil kun få anvendelse der hensynet til selskapets finansielle og industrielle situasjon, ut fra en forretningsmessig vurdering, tilsier det. For eierandeler begrunnet i nasjonal forankring, ble det argumentert for fullmaktkorridorer innenfor de aktuelle flertallsgrensene i selskapslovgivningen.

Utvalgets forslag om et beslutningssystem basert på at ansvarlig statsråd i økende grad gis fullmakter fra Stortinget, reduserer antallet eierskapsaker som Stortingsbehandles. Utvalget argumenterte for at Stortingets styring kan ivaretas ved at det legges opp til at Stortinget med jevne mellomrom tar stilling til mål og grad av måloppnåelse på helhetlig grunnlag for statens eierskap. I denne sammenheng bør de nødvendige fullmakter gis.

Utover en slik vurdering av mer omfattende karakter, ble årlige eierberetninger for hele det statlige eierskapet anbefalt. En samlet fremstilling gir god oversikt over det statlige eierskapet og bidrar til en forbedret offentlig innsikt og demokratisk kontroll med måten verdiene forvaltes på.

Kapittel 10

Utvalgets vurderinger og anbefalinger – Forbedringer gjennom etablering av et eller flere selvstendige forvaltningsorganer

Utvalget skal i henhold til sitt mandat vurdere muligheten for organisering gjennom et eller flere forvaltningsorganer. Etter en vurdering av hvilken type organisasjonsmodell som bør velges, gis en skisse av et holdingselskap basert på statsaksjeselskapsformen. Deretter gjøres en vurdering av fordeler og ulemper ut fra de samme kriteriene som i forrige kapittel.

10.1 Valget av modell

Utvalget vurderer det slik at det særlig er to mulige løsninger som er aktuelle utenfor departementene, en fondsmodell etter mønster av Folketrygdfondet eller en holdingselskapsmodell. Utvalget har kun drøftet sistnevnte modell nærmere. Årsaken til dette er at det direkte eierskapet omfatter betydelige eierandeler i til dels store selskaper. Det må således forventes at de politiske myndigheter ønsker å behandle enkelte saker.

Et statlig fond vil i utgangspunktet være et ordinært forvaltningsorgan underlagt instruksjonsmyndighet. For mange slike fond er det imidlertid etablert særordninger. Dette gjelder for eksempel Folketrygdfondet. Folketrygdfondets uavhengighet er fundert i bestemmelser som innebærer at fondet ikke kan instrueres i de enkelte investerings saker, verken av regjering eller departement. Innenfor de rammer som er bestemt i mandatet har fondet fullmakter til kjøp og salg av eierandeler. For det direkte eierskapet utvalget vurderer, er eierandelene i det enkelte selskap normalt kontrollerende. Selskapene kan også være heleide. Statens stemmegivning vil således i de fleste tilfeller være av avgjørende betydning. Det vil harmonere dårlig med Stortingets og regjeringens reelle behov for styring og kontroll, samt Grunnlovens §19, dersom det ikke er mulighet til politisk styring av eierskapet i det enkelte selskap.

En mellomløsning vil kunne innebære at forvaltningen av det statlige eierskapet ikke skjer direkte fra et departement, men fra et underordnet

forvaltningsorgan hvor overordnet organ har instruksjonsmyndighet i enkeltsaker som angår eierskapet. Ved en slik løsning er det ikke grunn til å tro at forvaltningen av det statlige eierskapet vil arte seg vesentlig annerledes enn ved en departementsløsning. Det kunne imidlertid lages særlige ordninger i form av at fondet har kapital og en nærmere spesifisert delvis uavhengighet når det gjelder forvaltningen av underliggende eierandeler. Fondet ville da henvende seg til de politiske myndigheter når det var behov for å gå utover fullmaktsrammene. Dette ville bety at en ny forvaltningsmodell måtte bygges opp.

Ved bruk av en aksjeselskapsmodell kan en imidlertid ta i bruk etablert praksis og kunnskap om styring. Det kunne også tenkes en statsforetaks løsning, men denne formens fremtid er usikker. Utvalget vil i denne sammenheng vise til Sandutvalgets konklusjoner i NOU 2003:34 og den videre behandlingen av denne i regjering og Storting. Det er grunn til å presisere at de samme styringsmekanismene uansett kan vedtektsfestes i en aksjeselskapsløsning. Hensynet til at aksjeselskapsformen er kjent i markedene, nasjonalt og internasjonalt, tilsier også at denne formen velges for det forretningsmessig orienterte eierskapet. Av samme årsak synes en særlovsorganisering lite aktuell.

10.2 Utvalgets skisse til og vurdering av en holdingselskapsmodell

Utgangspunktet er at det stiftes et aksjeselskap hvor staten tegner alle aksjer. Aksjekapitalen dannes gjennom tinginnskudd av eierandelene i de bedrifter som skal inngå i selskapets portefølje. Overføringen av aksjene må skje til markedspris.

Selskapet forutsettes eid av staten ved et departement. Utgangspunktet for eierforholdet mellom holdingselskapet og eierdepartementet vil være det samme som eierforholdet i øvrige statlige selskaper, med de forbedringer utvalget foreslår. De

samme reglene legges også til grunn når det gjelder Riksrevisjonens rettigheter og de ansattes rett til medbestemmelse. Holdingselskapet blir formelt og reelt eier av selskapene og utøver eierstyringen som aksjonær. Konsernreglene vil få anvendelse i de selskaper der eierforholdet tilsier det.

Deleide selskaper kan legges inn uten at det skjer endringer i selskapsformen. Statsforetak kan ut fra dagens lovgivning ikke legges inn som tilknyttede selskaper/datterselskaper¹ til et holdingselskap. Statsforetaksloven forutsetter at staten er direkte eier, jfr. §1 i statsforetaksloven. Heleide aksjeselskaper som legges inn blir ikke statsaksjeselskaper i aksjelovens forstand, jfr. aksjeloven/allmennaksjeloven §§20-4 til 20-7, i det de ikke er eid av staten direkte. Holdingselskapet vil derimot være et statsaksjeselskap i det utvalget forutsetter at det vil være 100 prosent statlig eid i den følgende diskusjonen.

Mye av begrunnelsen bak å opprette holdingselskap vil ligge i en økende fleksibilitet ved kapitaltilførsel eller endringer i eierandeler uten forutgående behandling av enkeltsekskapers situasjon i departement, regjering eller Storting. Utvalgets skisse forutsetter et slikt handlingsrom.

Dersom det besluttes å etablere et eller flere holdingselskap, vil det måtte tas stilling til en rekke spørsmål som utforming av særskilte styringsmekanismer gjennom vedtektene med videre. Den følgende vurderingen av fordeler og ulemper ved en slik organisering i forhold til et departements-eie er av en mer prinsipiell karakter. De samme vurderingskriteriene som i kapittel 9, anvendes også her. Konkretiseringen av målene er det samme som ved et departements-eie, jmfør derfor kapittel 9.4.

10.2.1 Omfanget av holdingselskapets eierskap – konsekvenser for velfungerende markeder og statlig risikohåndtering

Problemstillingene knyttet til statlig risikohåndtering og velfungerende markeder, jmfør kapittel 9.2, er også aktuelle ved en holdingselskapsorganisering. Utvalgets skisse til holdingselskap forutsetter at det eller disse i stor utstrekning kan handle på selvstendig basis. Et holdingselskap med resultatansvar vil ha insentiver til å samordne eierskapet på en måte som kan skade konkurransen. Det

kan derfor være grunn til en forsiktig tilnærming når det gjelder hvilke selskaper som legges inn i samme holdingselskap.

Dersom ett holdingselskap forvalter en stor del av det statlige eierskapet, vil dette øke risikoen for at gale beslutninger får et stort virkningsfelt. Et slikt selskap vil heller ikke være en del av den statlige beslutningsprosessen, med det potensiale for kvalitetssikring som foreleggelses- og konsultasjonsordninger i flere kompetente miljøer kan gi.

10.2.2 Rollehandtering

Ved en departementsorganisering vil rollene i visse saker uansett møtes i regjeringen eller ved koordinering utenfor regjeringen. Et holdingselskap vil ta beslutninger vedrørende eierandelene som i dag tas av ansvarlig statsråd eller regjeringen. Disse beslutningene vil således i økt grad holdes utenfor avveininger mellom ulike roller og hensyn i den statlige beslutningsprosessen. Dette vil kunne økte tilliten til at beslutninger fattes på rent forretningsmessig grunnlag.

Beslutninger om eierstyringen av et holdingselskap vil på samme måte som ved dagens organisering kunne være egnet til å svekke tilliten til rollehandteringen. Dersom et slikt selskap gis et klart mandat for forvaltningen, og det utarbeides et ryddig formelt system for kommunikasjon mellom ansvarlig statsråd og holdingselskapet, vil dette kunne gi økt tillit til at beslutningene fattes på et faglig grunnlag.

10.2.3 Beslutningsgrunnlag

Opprettelsen av et eller flere holdingselskaper vil kreve en viss dobbelkompetanse siden departementet fortsatt må ha tilstrekkelig kompetanse til å kunne styre en slik fristilt eierskapsenhet. Slik dublering kan imidlertid også ses på som en gunstig kvalitetssikring av det arbeidet som foregår i den fristilte enheten. Med holdingselskap vil departementet i større grad arbeide innover i den statlige beslutningsprosessen, mens holdingselskapets arbeid primært vil være rettet mot selskapene. Dette bidrar til en økt spesialisering i eierskapsforvaltningen.

Oppbygningen av et selvstendig miljø utenfor sentralforvaltningen kan representere en barriere mot samarbeid og informasjonsflyt. Det bør vurderes om holdingselskaps kompetanse kan nyttiggjøres i andre deler av statens eierskapsforvaltning etter nærmere fastlagte kriterier. Dersom et holdingselskap blir for sterkt innvevd i den statlige beslutningsprosessen, kan imidlertid fordelene

¹ I den videre fremstillingen brukes «tilknyttede selskaper» som en fellesbetegnelse for eierandeler som holdingselskapet forvalter.

med et sterkere skille mellom eierrollen og andre roller reduseres.

Et holdingselskap kan være mer attraktivt i rekrutteringsøyemed. Selskapsformen vil kunne tiltrekke seg søkergrupper som i dag ikke har sett sentralforvaltningen som en aktuell arbeidsgiver som kan tilby de rette utviklingsmulighetene. Utvalget anser imidlertid ikke at endrede kompetansekrav til eierskapet i seg selv utgjør noe viktig argument for endring av dagens organisering.

De samme kriteriene når det gjelder vurderingen av selskapenes resultater bør gjøres gjeldende enten eierskapet ligger i et departement eller holdingselskap. Eventuelle holdingselskap bør imidlertid i utgangspunktet får velge fritt etter hvilke systemer de vurderer og følger opp selskapene.

10.2.4 Holdingselskapets utøvelse av eierrollen

De samme trekkene ved eierrollen er relevante som ved en departementsorganisering. Ved en holdingselskapsorganisering blir en del av de særegne hensyn som må tas ved at staten er eier av noe mindre betydning.

10.2.4.1 Deltagelse i valg av styre og bedriftsforsamling

Det vil være en sentral oppgave for holdingselskapet å delta i valg av styre og eventuell bedriftsforsamling for tilknyttede selskaper. Holdingselskapet vil utføre denne oppgaven på selvstendig grunnlag. Eierdepartementet vil fastlegge eventuelle generelle retningslinjer.

10.2.4.2 Styring fra eierposisjonen

Et holdingselskap står friere enn et departement når det gjelder aktivitetsnivå, jmfør kapittel 9.6.2. En årsak er at grunnleggende trekk ved statsrådets styring og ansvar endrer seg når et holdingselskap plasseres mellom eierdepartementet og selskapene. Enkelte har fremhevet at staten er en passiv eier fordi denne strategien beskytter statsråden overfor å bli stilt til ansvar for selskapenes handlinger. En del av denne strategien er at en er forsiktig med å ta styringsinitiativ.

De grunnleggende trekk ved styring og ansvar er gitt ved Grunnlovens §19 og parlamentarisk praksis. Statsråden forvalter selskapene og er ansvarlig overfor Stortinget. Det nærmere innholdet i dette ansvaret er uskarpt, jmfør notat fra Statsministerens kontor av 28.10.98 om «Forholdet mellom statsråden og selskapsledelsen i statens sel-

skaper»: «På den ene siden har man gjennom valget av å organisere statlig virksomhet som et selskap ønsket å gi selskapsledelsen større grad av forretningsmessig frihet enn den ville hatt som en del av sentralforvaltningen. På den annen side er det lagt vekt på at Stortingets konstitusjonelle kontroll med statsrådets håndtering av statens eierskap må være reell. Det har vært en gjennomgående oppfatning i utredningene og stortingsdebattene at det ikke vil være mulig – eller i alle fall ikke hensiktsmessig – å knytte politisk ansvar for regjeringen til forretningsmessige eller tekniske vedtak i statsselskapene som etter selskapslovgivningen hører under selskapets styre og daglige leder. Annerledes er det med den mer grunnleggende styring og kontroll med at virksomheten drives forsvarlig og i samsvar med de rammevilkår Stortinget har fastsatt. Det er imidlertid ingen klar grenselinje mellom disse to utgangspunktene. Grensedragningen vil kunne avhenge av den politiske dagsorden og generelle politiske strømninger.» Grensedragningen kan imidlertid også påvirkes av etablering av et holdingselskap.

Statsrådets styring tar en annen form ved en slik organisering. Dette har også implikasjoner for hvilket ansvar statsråden har for forvaltningen av de enkelte selskaper. Ansvarlig statsråd har ikke ansvar for forvaltningen av de ulike tilknyttede selskapene, men for at holdingselskapets hovedformål realiseres innenfor rammene av gjeldende retningslinjer.

Ved opprettelsen av holdingselskap må det tas tilstrekkelig hensyn til at slike ikke nødvendigvis vil ha mer tillit i markedene enn en departemental eier. Slik tillit er noe som må bygges opp gjennom enkeltbeslutninger over tid.

De ansatte og styremedlemmene i et holdingselskap vil ikke omfattes av reglene i det statlige personalregelverket som legger begrensninger på adgangen til å ta styreverv i eide selskaper. Hvorvidt ansatte i holdingselskapet selv skal være styremedlemmer i tilknyttede selskaper, vil være en hensiktsmessighetsvurdering.

10.2.4.3 Utbyttepolitikk

Det er ingen egentlige forskjeller i den utbyttepolitikk holdingselskapet bør ha i forhold til de tilknyttede selskaper, og den et departement bør ha. Det må understrekes at heleide selskaper som eies av et holdingselskap ikke vil være statsaksjeselskaper, det vil si at aksjelovens ordinære regler må følges. For en drøfting av fordeler og ulemper viser utvalget viser til fremstillingen rundt sitt forslag

om endringer også for statsforetak og statsaksjeselskap.

10.2.4.4 *Kapitaltilførsel eller endringer i eierandeler*

Mye av begrunnelsen bak å opprette holdingselskap vil ligge i en økende fleksibilitet når det gjelder å gjennomføre finansielle og strukturelle endringer som kapitaltilførsler, emisjoner, salg av aksjer, samt fusjoner og fisjoner uten forutgående behandling av departement, regjering eller Storting. Det vil fjerne en del av problematikken knyttet til avveining mellom ulike hensyn utover verdimaksimering.

Utvalget vil sterkt understreke betydningen av holdingselskapets selvstendige rolle i slike prosesser. Dersom holdingselskap ikke kan gis et slikt handlingsrom, vil en slik tilknytningsform medføre nok et hierarkisk ledd i beslutningsprosesser som allerede i dag blir vurdert som for tunge og tidkrevende i forhold til omstillingshastigheten på sektorer som selskapene opererer i. Et holdingselskap vil da kunne være et dårligere alternativ enn en departementsorganisering.

Et holdingselskap må gis handlingsrom slik at det ikke er tvil om hvem som er den reelle eier av selskapene, både for selskapene selv og for andre aktører i markedet. Manglende handlingsrom kan skape uryddige forhold, blant annet i restrukturingsprosesser, ved at andre interessenter forholder seg til holdingselskapet, deres overordnede departement, regjering, samt Stortinget i parallelle prosesser.

En slik fristilling forutsetter at holdingselskapet har midler til å gjennomføre slike transaksjoner og/eller at selskapet kan endre omfanget av eierandelene i betydelig grad. Gitt et rent verdimaksimerende mål med eierskapet, burde sistnevnte være mindre problematisk. Dette betyr imidlertid ikke at forutsetningen for et slikt selskap er at det skal være fullstendig autonomt i behandlingen av tilknyttede selskap.

Enkelte transaksjoner vil være av en slik karakter, enten i form av endringenes størrelse eller betydning for øvrig, at de må legges frem for politisk behandling. Utvalget mener imidlertid at dersom et slikt selskap skal ha eksistensberettigelse må det være en forutsetning at slik behandling er unntaket fremfor regelen.

Et holdingselskap bør kunne ha frihet til å justere eierandelene i de tilknyttede ulike selskapene ut fra hvor kapitalen i størst grad bidrar til holdingselskapets verdimaksimerende formål. Det er først og fremst i tilfeller det er ønskelig å gjøre disposi-

sjoner som i vesentlig grad øker eller reduserer holdingselskapets eierskap i næringslivet totalt sett at sakene bør forelegges eierdepartementet eller Stortinget. For å gi en bedre kontroll med holdingselskapets eierskap kan det også vurderes om det bør fremmes egen sak dersom det skal gå helt ut av eller helt inn i et selskap eller inn i nye selskaper.

Utvalget går således inn for at holdingselskap gis en friere stilling enn ved en departementsorganisering av eierskapet. Dette har sammenheng med at opprettelsen av et holdingselskap vil ha en forretningsmessig begrunnelse som gjør dette naturlig. Et holdingselskap vil gi prinsipielle avklaringer i Stortinget som også kan redusere usikkerhet knyttet til en situasjon med mindretallsregjering. Dersom en slik frihet ikke er mulig, har utvalget vanskelig for å se hvilken merverdi et holdingselskap medfører i forhold til en departementsorganisering.

10.2.5 **Stortingets og regjeringens styring og kontroll, herunder eierforvaltning av holdingselskapet**

Etableringen av holdingselskap etter de linjer som utvalget skisserer her innebærer at Stortinget og regjering i vesentlig mindre grad enn i dag rutinemessig deltar i beslutningsprosesser vedrørende det enkelte selskap. Styringen og kontrollen vil fokuseres rundt verdimaksimeringen i holdingselskapet som sådant og omfanget av eierskapet, ikke til beslutninger vedrørende det enkelte selskap. Utvalgets forslag om å fjerne særbestemmelsene knyttet til utbytte i dagens heleide selskaper og argumentasjonen for dem, vil i utgangspunktet også gjelde holdingselskap. Om det er behov for særskilte styringsmekanismer i vedtekter eller gjennom andre ordninger er noe som må vurderes i den oppfølgende beslutningsprosessen.

Eierrollen i et slikt selskap blir ikke mye annerledes enn som skissert under forslag til forbedringer innenfor rammen av en departementsmodell. Ansvar for at forvaltningen av de tilknyttede selskapene skjer ut fra en verdimaksimerende målsetning, herunder også en god industriell utvikling, tilligger holdingselskapet. Eierrollen av holdingselskapet sin rolle er å vurdere forvalteren sitt arbeid ut fra disse premissene. Det ligger også til eierrollen å behandle eventuelle forslag fra selskapet og fremme dem overfor de politiske myndigheter.

Avkastningskrav på holdingselskap må fastsettes med hensyn til at holdingselskap vil kunne forvalte en skjevt sammensatt, ikke selvvalgt porte-

følge av selskaper. Det mest relevante er således å sammenligne resultatene i de selskapene holdingselskapet eier, med sammenlignbare selskaper. Holdingselskaps forvaltning bør inn i det samme rapporteringssystemet som skisseres under en forbedret departementsorganisering, da slik at det rapporteres for de ulike eierandelene holdingselskapet forvalter.

Et forbedret resultatrapporteringssystem vil bidra til Stortingets og regjeringens kontroll med eierskapet, og legge et godt grunnlag for styringen på et overordnet nivå. Stortingets styring bevares ved at Stortinget har instruksjonsmyndighet overfor ansvarlig statsråd, denne kan gripe inn i selskapet gjennom generalforsamlingen. Der eierskapet har et rent verdimaksimerende mål, må det imidlertid på lik linje med for Folketrygdfondets og Statens petroleumsfonds virksomhet, antas at behovet for styring og kontroll utover den finansielle dimensjonen er lavt og ivaretas på en tilfredsstillende måte gjennom en holdingselskapsorganisering.

Riksrevisjonens rolle overfor holdingselskap vil være den samme som i andre heleide aksjeselskaper. Riksrevisjonens forhold til selskaper holdingselskapet eier, vil være likt forholdet til andre selskaper som eies av statsaksjeselskaper i dag.

10.3 Flere holdingselskaper

I den grad en vurderer flere holdingselskaper virker det mest hensiktsmessig å gjøre dette ut fra hensynet til industriell forståelse, det vil si bransjespesifikke holdingselskaper. En slik løsning er egnet i forhold til industrielle satsninger innenfor ett område, men kan møte konkurranserettslige og konkurransepolitiske innvendinger. I denne sammenheng må det også vurderes om statens eierskap inneholder tilstrekkelig med selskaper innenfor samme bransje til at det blir rasjonelt å samle dem i ett holdingselskap.

En annen mulighet er å spesialisere ut fra hvilken situasjon eller fase selskapet er i, for eksempel oppbygning, drift, restrukturering eller avvikling. Siden dette må antas å endres betydelig over tid, vil et slikt alternativ innebære nokså hyppig overføring av selskaper mellom forvaltningsmiljøer med mulige kompetansekostnader.

10.4 Holdingselskaps egnethet for forvaltning av eierandeler i ulike målkategorier

Utvalget har ovenfor påpekt at holdingselskap vil etablere klarere skiller mellom eierrollen og andre roller. Det kan styrke eierkompetansen og gi større fleksibilitet når det gjelder kapitaltilførsel eller andre endringer i eierskapet. Det eller de må imidlertid ha en betydelig grad av selvstendighet for å kunne fungere etter hensikten.

Etableringen av holdingselskap etter de linjer som utvalget skisserer her, innebærer at Stortinget og regjering i vesentlig mindre grad enn i dag rutinemessig deltar i beslutningsprosessen vedrørende det enkelte selskap. Styringen og kontrollen vil fokuseres rundt verdimaksimeringen i holdingselskapet/ene og omfanget av eierskapet, ikke til beslutninger vedrørende det enkelte selskap. Der eierskapet har et rent verdimaksimerende formål må det antas at behovet for styring og kontroll utover den finansielle dimensjonen er lavt og ivaretas på en tilfredsstillende måte gjennom en holdingselskapsorganisering.

Utvalget vil i utgangspunktet anbefale at man vurderer en slik organisering for eierandeler med rent verdimaksimerende mål. Viktige forutsetninger for en slik anbefaling er at Stortinget gir det nødvendige handlingsrom, og at holdingselskapet etableres etter de prinsipper for saksbehandling som utvalget har skissert. Det må også utvises forsiktighet når det gjelder omfang og utvalg av selskaper av hensyn til statlig risikohåndtering og konkurransemessige aspekter.

For eierandeler hvor nasjonal forankring er et tilleggsmål, kan situasjonen stille seg annerledes. Også for disse selskapene vil eierskap gjennom holdingselskap kunne være fordelaktig ut fra rolleproblematikk, kompetansekrav til eierutøvelsen og utøvelse av eierrollen ut fra et rent verdimaksimerende formål. Det er dette målet som vil ligge til grunn for den rutinemessige forvaltningen av slike eierandeler. Egnetheten av holdingselskapsorganisering vil imidlertid også avhenge av om holdingselskapet kan fatte de nødvendige beslutninger om kapitaltilførsel og endringer i det statlige eierskapet på selvstendig grunnlag.

Utvalget argumenterte i forrige kapittel for at det for slike eierandeler burde kunne gis fullmakter til å variere eierandelene innenfor grensene i aksjelovgivningen og til å bidra med kapital i tilfeller der dette er hensiktsmessig. Et slikt mandat kan også gis til holdingselskap. Den nasjonale forankringen ivaretas hovedsakelig gjennom at staten

som eier sikrer norsk lokalisering av hovedkontoret. Samtidig fremhevet utvalget over at enkelte avgjørelser knyttet til hovedkontor og nasjonal forankring vil være av en slik betydning at de bør undergis en bredere politisk behandling.

Dersom saker som berører nasjonal forankring uansett i stor grad må behandles i departementene, regjering og Storting, vil en plassering av eierskapet i holdingselskap kunne bidra til tyngre saksbehandlingsprosesser, og at de eide selskaperne i mindre grad forholder seg til holdingselskapet som den reelle eier. Dette spørsmålet må finne en løsning for ikke å føre til ubalanse i den forstand at det ikke er sammenheng mellom holdingselskapets ansvar for eierskapsutøvelsen i selskapet, selskapets resultater og holdingselskapets innflytelse i det eide selskapet.

En annen innvendig mot å legge slike eierandeler til holdingselskap knytter seg til omfanget av eierskapet. Eierandeler med et slikt formål vil særlig bestå av selskaper med stor betydning for norsk økonomi. Det ville etter utvalgets syn være særlig betenkelig hvis samtlige selskaper av denne størrelsen forvaltes fra et og samme holdingselskap. Dette ville medføre en sterk konsentrasjon av økonomisk makt til ett miljø og de konkurransemessige innvendingene mot en slik organisering vil være tungtveiende. Selv om staten sikrer god styring og kontroll med holdingselskapet, vil makten uunngåelig bli underlagt en svakere demokratisk kontroll enn med en departementsorganisering av eierskapet. Slike betenkeligheter gjør seg også gjeldende dersom enkelte selskaper av denne typen legges inn under holdingselskap.

Utvalget vil på grunn av sakene som bør til politisk behandling og problemer knyttet til uheldig konsentrasjon av økonomisk makt, i utgangspunktet ikke foreslå at eierandeler hvor nasjonal forankring er en del av statens mål, legges inn i et eller flere holdingselskaper.

Der hvor eierskapet er begrunnet i spesifikt definerte mål, gjør en tilsvarende vurdering seg gjeldende. Ut fra demokratiske kontrollhensyn og de krav til avveininger mellom motstridende hen-

syn som kan ligge i eierrollen, synes holdingselskap som mer problematisk for slike eierandeler, enn for eierandeler med et rent verdimaksimerende formål.

Om det skulle være ønskelig å bruke holdingselskap for å videreutvikle verdiskapingen innen næringer hvor staten sitter med store eierandeler i flere selskaper, vil dette også kunne omfatte selskaper med nasjonal forankring eller spesifikt definerte mål. Bransjevise, statlige holdingselskap med et slikt utgangspunkt vil kunne være en fremmedartet konstruksjon i det internasjonale kapitalmarkedet. Utvalget anser det derfor ikke som tilrådelig å legge internasjonalt orienterte og børsnoterte selskaper inn i holdingselskap av denne typen. Dersom staten ønsker å samordne sin satsning på områder der staten er heleier i selskaper innenfor samme sektor er det i prinsippet mulig å vurdere en slik holdingselskapsmodell. Vurderingene knyttet til etablering av slike selskaper innebærer vanskelige prinsipielle avveininger mellom fordelene en slik organisering kan innebære for nasjonal industriell utvikling og ulemper i forhold til konkurransemessige hensyn. Dette, samt mer komplekse mål enn verdimaksimering, vil kunne tilsi andre styringsformer enn de utvalget har vurdert. Utvalget har derfor ikke tatt stilling til en slik bruk av holdingselskaper.

Ut fra vurderingene overfor, blir et sentralt spørsmål om statens eierskap er av en slik karakter at eierandeler bør organiseres inn i et eller flere holdingselskaper. Utvalget har sett det som en oppgave for regjering og Storting å vurdere målene med eierskapet. Holdingselskapsorganisering vil først og fremst være aktuelt for eierandeler med rent verdimaksimerende mål. For at økte utgifter til forvaltningen skal kunne dekkes inn ved økt verdimaksimering, kreves et visst omfang på eierandelene som legges inn i et holdingselskap. Utvalgets anbefaling må således vurderes i lys av de økonomiske og administrative konsekvensene ved en holdingselskapsorganisering, etter at målet med ulike eierandeler er vurdert av regjering og Storting.

Kapittel 11

Økonomiske og administrative konsekvenser

Utvalget skal i henhold til sitt mandat og utredningsinstruksens kapittel 2 analysere og vurdere konsekvensene av sine forslag. Utredningsinstruksen omhandler særskilt økonomiske og administrative konsekvenser. Slike konsekvenser er sentrale aspekter i hele utvalgets utredning. Dette følger av mandatet om å utrede en bedre forvaltning og organisering av et statlig eierskap med det formål å «sikre statens verdier og en god industriell utvikling for selskapene». Samtidig vil det abstraksjonsnivå utvalget har lagt seg på i fremstillingen, gjøre en konkret tallfesting problematisk. Det følgende er derfor en generell vurdering av de ulike forslagenes konsekvenser.

Utvalget tar for det første til orde for at det utarbeides avkastningsmål basert på hvilken avkastning staten kan forvente i sammenlignbare investeringer. En sammenligning av resultatene i ettertid vil bidra til å synliggjøre kostnader og gevinster med det direkte statlige eierskapet, i forhold til annen plassering eller anvendelse av midlene. Dette gjør det enklere å beregne de økonomiske konsekvensene av statens eierskap.

En annen endring av relevans er innføringen av aksjelovens normalregler for utbyttebehandling også i heleide selskaper. Endringen innebærer at styret fastsetter maksimalrammen for utbyttet, ikke staten i generalforsamling eller foretaksmøte. Forslaget endrer ikke eierens mulighet til å ha en utbyttepolitikk, men gjør det mulig for styret å fastsette de årlige utbyttevedtakene ut fra en samlet vurdering av selskapets finansielle situasjon. Utvalget anser at en slik endring vil bidra til økt verdiskapning i form av verdivekst i selskapene og utbytteutbetalinger over tid.

De forbedringer utvalget foreslår innenfor rammen av en departementsorganisering er hovedsakelig økt organisatorisk samarbeide, fullmakter, selskapsanalyser og rapportering. Økt vekt på å bruke kompetanse på tvers av departementene vil

være kostnadsbesparende. Økt bruk av fullmakter vil redusere belastningen på det offentlige beslutningssystemet. Utvalget mener at det som ledd i eierskapsutøvelsen bør legges vekt på analyser av selskapenes prestasjoner og situasjon i forhold til sammenlignbare selskaper. Dette vil isolert sett virke kostnadsdrivende, men må vurderes ut fra målet om at eierbeslutningene i sterkere grad bidrar til økt avkastning. Økt vekt på rapportering til politiske myndigheter og allmennhet vil også påføre staten kostnader. Motivasjonen bak forslaget er at slik rapportering skal bidra til en opplyst diskusjon og påfølgende gode beslutninger ut fra målene med eierskapet. Utvalgets hensikt med endringene er å øke verdiskapningen; kostnadene ved å gjennomføre endringene forventes å være lave i forhold til gevinstene ved økt verdiskapning. Endringene innenfor rammen av en departementsorganisering antas uansett ikke å medføre noen vesentlige endringer i ressursbruken.

Opprettelsen av et eller flere holdingselskaper vil medføre økte direkte utgifter til eierskapsforvaltningen i form av økte lønns- og administrasjonskostnader. Om økte utgifter mer enn oppveies av økt avkastning på eierandelene, vil avhenge av hvor mange og hvilke eierandeler som legges inn i et holdingselskap. Dette må vurderes nøye i den oppfølgende beslutningsprosessen. Et sentralt spørsmål blir da om staten eier og kommer til å eie et tilstrekkelig antall selskaper i den rent verdimaksimerende kategorien til at holdingselskaper lar seg forsvare ut fra økonomiske og administrative kostnader ved etableringen.

Konsekvensene for næringslivet, herunder finansmarkedet, er også av betydning som følge av det statlige eierengasjementets omfang. Utvalget har vurdert det slik at en klargjøring av målene med staten eierskap vil være fordelaktig ved at usikkerheten om en stor eiers mål reduseres.

Vedlegg 1

Instruks for Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av statens interesser i statsbedrifter, aksjeselskaper og enkelte organer mv. organisert ved særskilt lov

Instruksen vedtatt av Stortinget 27. mai 1977.

§ 1.

I henhold til instruks skal Riksrevisjonen føre kontroll med Statsrådets (departementets) myndighetsutøvelse i saker som gjelder 1. statsbedrifter organisert etter lov 25. juni 1965 nr. 3.

2. statens interesser i aksjeselskaper hvor staten eier så mange aksjer at de representerer 50 prosent eller mer av stemmene, eller hvor staten ellers på grunn av aksjeeie eller ved statlig kontroll av selskapsinteresser har en dominerende innflytelse.

3. AS Den Norske Industribank, jf. lov 25. mars 1977 nr. 14.

4. Den Norske Stats Husbank, jf. lov 1. mars 1946 nr. 3.

5. Studentsamskipnader, jf. lov 23. april 1948 nr. 1.

6. Norges Kommunalbank, jf. lov 15. juli 1949 nr. 1.

7. Statens Landbruksbank, jf. lov 5. februar 1965 nr. 2.

8. Statens lånekasse for utdanning, jf. lov 19. juni 1969 nr. 49.

9. Statens Fiskarbank, jf. lov 28. april 1972 nr. 22.

§ 2.

Innen 14 dager etter at årsregnskapet er fastsatt og kjent i departementet skal vedkommende statsråd særskilt for hver enkelt foretak oversende til Riksrevisjonen

1. foretakets årsoppgjør og eventuelt konsern-oppgjør

2. årsberetning eller årsrapport, samt de uttalelser o.l. som vedkommende lov krever avgitt fra revisor, representantskap eller lignende organ

3. utskrift av bedriftsforsamlingens og generalforsamlingens protokoll for så vidt gjelder foretak som er nevnt i § 1 pkt. 1 og 2

4. beretning fra vedkommende statsråd om departementets myndighetsutøvelse i det forløpne år i saker som gjelder foretaket.

§ 3.

Riksrevisjonen kan kreve at den løpende får tilsendt utskrift av styrets, rådets, representantskapets, bedriftsforsamlingens og generalforsamlingens protokoll, og at den blir underrettet på forhånd om møter i kontrollutvalg o.l.

§ 4.

Riksrevisjonen sender et eksemplar av de i § 2 nevnte dokumenter til Stortinget med Riksrevisjonens mulige bemerkninger om resultatet av kontrollen.

§ 5.

Denne instruks trer i kraft straks. Samtidig oppheves instruks fastsatt av Stortinget 20. januar 1967.

Vedlegg 2

Instruks for Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av virksomheter organisert etter lov om statsforetak av 30. august 1991

Instruksen vedtatt av Stortinget 10. mars 1992.

§ 1.

Denne instruks, fastsatt i medhold av lov om statsforetak av 30. august 1991, § 45, gjelder Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av virksomheter organisert etter denne lov, samt heleide datterselskap av slikt foretak.

§ 2.

Riksrevisjonen kan kreve enhver opplysning den finner nødvendig for sin kontroll, såvel fra vedkommende departement som direkte fra foretaket og dets valgte revisor. Riksrevisjonen kan selv foreta undersøkelser i, eller i tilknytning til, foretaket og dets virksomhet.

§ 3.

Riksrevisjonen skal varsles om og ha rett til å være til stede i foretaksmøte og i møter i bedriftsforsamlingen og eventuelt i andre kontrollerende selskapsorganer som måtte bli opprettet.

I denne forbindelse skal Riksrevisjonen tilstilles alle relevante saksdokumenter og skal i møter ha rett til å uttale seg.

§ 4.

Riksrevisjonen skal løpende rutinemessig tilsendes fullstendig utskrift av møteprotokoller for samtlige styrende og kontrollerende organer i foretaket. Likeledes skal Riksrevisjonen tilstilles

gjenpart av korrespondanse, herunder rapporter og notater, mellom foretaket og vedkommende departement i saker vedrørende foretaket.

§ 5.

Innen en måned etter at årsregnskapet er fastsatt og framlagt i departementet, skal vedkommende statsråd, særskilt for hvert enkelt foretak, oversende til Riksrevisjonen:

1. Foretakets årsregnskap og eventuelt konsernregnskap, med revisors beretning.

2. Styrets årsberetning.

3. Protokoller/referater fra møter i foretakets styrende og kontrollerende organer vedrørende behandlingen og fastsettelsen av foretakets år-soppgjør.

4. Beretning om statsrådets (departementets/Regjeringens) utøvelse av eierfunksjon i det forløpne år i saker som gjelder foretaket og heleide datterselskaper.

§ 6.

Riksrevisjonen sender et eksemplar av de i § 5 nevnte dokumenter til Stortinget sammen med sine mulige bemerkninger om resultatet av kontrollen.

§ 7.

Denne instruks gjøres gjeldende fra 1. januar 1992.

Vedlegg 3

Brev til alle departementer vedrørende Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av statens interesser i selskaper, banker mv.

Likelydende brev er sendt til alle departementer.

Vi minner om frist for innsending av dokumenter i henhold til § 2 i instruks av 1977 for Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av statens interesser i statsbedrifter, aksjeselskaper og enkelte organer mv. organisert ved særskilt lov, § 2 i instruks av 1987 for Riksrevisjonens kontroll vedrørende Norges Bank og § 5 i instruks av 1992 for Riksrevisjonens kontroll med forvaltningen av virksomheter organisert etter lov om statsforetak av 30. august 1991. Vedrørende Riksrevisjonens kontroll vises det til Dokument nr. 3:2 (2002–2003) hvor også ovennevnte instruks følger som vedlegg. Dokumentet er lagt ut på Riksrevisjonens hjemmeside på internett (*www.riksrevisjonen.no*).

Vi ber om å bli underrettet når det etableres virksomheter som etter ovennevnte instruksers § 1 omfattes av Riksrevisjonens kontroll. Ifølge økonomireglementet for staten § 22 skal hvert departement, eventuelt den underliggende virksomhet som forvalter eierinteressene, ha skriftlige retningslinjer som fastslår hvordan styrings- og kontrollmyndigheten skal utøves overfor hver enkelt virksomhet. Etter § 22.4 skal departementet utarbeide instruks for innhenting av informasjon og hvilke kontroller/ vurderinger som skal foretas i den forbindelse.

Vi ber om at det ved endringer eller ved utarbeiding av nye retningslinjer/instruks alltid sendes kopi til Riksrevisjonen.

Statsrådets beretning for den enkelte virksomhet som etter instruksene, henholdsvis § 2 nr. 4, § 2 nr. 4 og § 5 nr. 4, oversendes Riksrevisjonen, skal være undertegnet av statsråden. Beretningene inngår i de dokumenter Riksrevisjonen oversender til Stortinget. I de selskaper hvor statens interesser er representert ved flere departementer, avgis beretningen av én statsråd.

Etter økonomireglementet § 22.3 skal virksom-

hetene følges opp spesielt med vektlegging på oppnådd årsresultat, eventuelt avkastningskrav og utbyttepolitikk. For vår kontroll er det ønskelig at statsrådets beretning inneholder opplysninger om følgende forhold:

- mulige kommentarer/vurderinger vedrørende oppnådd årsresultat i virksomheten
- opplysninger om hvilke avkastningskrav og hvilken utbyttepolitikk som eventuelt er fastsatt for virksomheten
- eventuelle kommentarer/vurderinger vedrørende faktisk avkastning og utbytte i forhold til avkastningskrav/utbyttepolitikk
- vurdering av den enkelte virksomhets oppnåelse av mål og utførelse av oppgaver som er gitt i stortingsmeldinger, stortingsproposisjoner, komitéinnstillinger og stortingsvedtak
- referanser til stortingsdokumenter, stortingsvedtak mv.
- kommentarer til vedtak i generalforsamling/foretaksmøte hvor det antas hensiktsmessig med nærmere informasjon om vedtaket
- informasjon om spesielle forhold som er tatt opp i skriftveksel mellom departementet og selskap
- opplysning om fordeling av eierinteresser i selskaper hvor flere departementer forvalter interessene
- opplysninger for øvrig som antas å kunne ha interesse for vår kontroll

Av hensyn til Riksrevisjonens kontrollarbeid og frister for oversendelse av dokumenter med mulige merknader til Stortinget (jf. instruksene, henholdsvis § 4, § 5 og § 6), er det ønskelig å motta dokumentene snarest mulig. Det kan ikke påregnes utsettelse av fristene som er fastsatt i instruksene.

Vedlegg 4

Nøkkeltall for heleide aksjeselskaper, regionale helseforetak og statsforetak for regnskapsåret 2002

Dep.	Selskap ¹ – alle beløp i 1 000 kroner	Tot. innt.	Tilskudd	Årsresultat	Aksjekapital	Utbytte	Egenkapital	EK-andel ² pst.	Gj.sn. ant. ansatte
<i>Heleide aksjeselskaper:</i>									
AAD	AS Rehabil	44 419	16 467	-111	210	0	2 735	38,3	71
AAD	Arbeidsforskningsinstituttet AS	18 647	7 500	2 522	7 460	0	9 982	52,2	49
FID	Protevs AS	426	0	-609	1 000	0	391	64,2	2
JD	Norsk Eiendomsinformasjon AS ⁵	108 406	0	7 562	6 000	6 050	37 219	49,2	37
KKD	Hundreårsmarkeringen-Norge 2005 AS	20 766	20 400	-929	50	0	-463	0,0	8
KKD	Nationaltheatret AS ³	149 818	109 349	105	195	0	9 632	12,9	229
KKD	Norsk rikskringkasting AS (NRK) ³	3 421 100	4 700	4 417	1 000 000	0	1 437 513	52,8	3 424
LD	Staur Gård AS ²	3 459	1 050	-302	1 500	0	2 893	68,2	5
LD	VESO ⁶	137 894	0	-2 934	5 000	0	35 664	54,0	71
NHD	BaneTele AS	602 316	0	-142 079	112 000	0	105 794	11,9	175
NHD	Bjørnøen AS	814	800	658	4 000	0	3 994	100,0	0
NHD	Electronic Chart Centre AS	11 416	0	-1 147	10 000	0	9 445	82,6	15
NHD	Entra Eiendom AS	673 814	0	-13 299	142 194	0	1 505 662	23,1	96
NHD	GLEK Kredittforsikring AS	14 698	0	2 640	15 000	2 000	36 307	15,8	12
NHD	Grødegård AS	287 911	0	-9 365	30 000	0	14 132	24,2	700
NHD	Kings Bay AS	25 523	12 200	16	2 000	0	2 116	18,5	24
NHD	Norsk Garantistiftutt for Skip og Borefartøyer AS	11 646	0	6 805	1 000	0	24 273	13,0	0
NHD	SND Invest AS	32 025	0	-489 919	1 810 000	0	1 890 101	99,3	25
NHD	Store Norske Spitsbergen Kulkompani AS	695 536	0	63 977	164 491	6 500	232 040	29,0	236
OED	Gassco AS	0	0	508	10 000	0	10 806	10,2	98
OED	Petoro AS ²	250 197	250 000	19 388	10 000	0	20 865	26,8	52
SD	Avinor AS ⁸	0	0	0	100	0	0	0,0	0
SD	Avinors Parkeringsanlegg AS	23 142	0	-6 725	100	0	-40 009	0,0	0
SD	Baneservice Prosjekt AS ²	46 463	0	-10 779	100	0	-14 293	0,0	2
SD	Mesta AS	0	0	3	100	0	103	99,0	0
SD	Norges Statsbaner AS (NSB)	7 710 000	1 336 000	6 000	4 155 000	0	6 045 000	43,9	9 138
SD	Oslo Lufthavn AS	1 823 707	0	-151 208	250 000	0	309 877	2,8	581
SD	Posten Norge AS ²	15 166 000	372 000	-110 000	3 060 000	0	4 034 000	42,2	26 886
SD	Svinesundsforbindelsen AS	0	0	0	100	0	100	0,2	0
UFD	Sem Gjestegård AS	20 375	0	428	3 000	0	8 452	69,8	20
UFD	Stemdalsveien 7 AS	0	0	-38	2 457	0	9 410	18,8	0
UFD	UNINETT AS ⁴	43 460	35 857	18 417	3 000	0	83 229	54,2	45
UFD	UNIRAND AS	0	0	-18	200	0	182	88,3	0
UFD	Uib Eiendom AS	19 771	0	0	400	0	1 225	0,7	0
UFD	Universitetssenteret på Svalbard AS (UNIS) ⁸	0	0	0	100	0	0	0,0	0
UFD	Norsk synkrotronforskning AS	3 671	0	183	100	0	526	27,1	0
Totalt heleide aksjeselskaper		31 367 420	2 166 323	-805 833	10 806 857	14 550	15 828 903		42 001

Dep.	Selskap ¹ – alle beløp i 1 000 kroner	Tot. innt.	Tilskudd	Års- resultat	Aksje- kapital	Utbytte	Egen- kapital	EK-andel ⁵ pst.	Gj.sn. ant. ansatte
<i>Regionale helseforetak (RHF):²</i>									
HD	Helse Midt-Norge RHF	7 827 617	6 732 853	-94 911	100	0	4 796 586	58,3	14 973
HD	Helse Nord RHF	6 472 190	5 555 088	-202 040	100	0	4 359 202	71,0	9 645
HD	Helse Sør RHF	13 140 491	10 290 573	-254 701	100	0	9 674 395	70,0	25 921
HD	Helse Vest RHF	10 096 761	8 624 591	-457 385	100	0	7 714 679	73,8	16 336
HD	Helse Øst RHF	18 487 409	17 171 891	247 496	100	0	12 312 708	70,3	31 117
	<i>Totalt RHF</i>	<i>56 024 468</i>	<i>48 374 996</i>	<i>-761 541</i>	<i>500</i>	<i>0</i>	<i>38 857 570</i>		<i>97 992</i>
<i>Statsforetak (SF):</i>									
HD	Medinnova SF	79 528	0	-3 291	450	0	33 883	17,6	106
LD	Statskog SF ²	217 964	23 186	18 315	88 500	13 000	212 990	75,1	188
NHD	SIVA	218 821	64 000	-28 482	1 897 090	0	1 958 579	53,4	57
NHD	Statkraft SF	10 889 000	0	2 478 000	25 250 000	2 192 000	30 844 000	34,5	2 627
OED	Enova SF	21 722	36 700	345	5 000	0	6 472	54,1	17
OED	Statnett SF	9 435 000	0	445 000	2 700 000	400 500	4 486 000	36,9	803
	<i>Totalt SF</i>	<i>20 862 035</i>	<i>123 886</i>	<i>2 909 887</i>	<i>29 941 040</i>	<i>2 605 500</i>	<i>37 541 924</i>		<i>3 798</i>
<i>Andre:</i>									
SOS	A/S Vinmonopolet	7 320 000	0	65 500	50	49 100	497 600	32,2	1 613
UD	NORFUND	56 051	0	35 553	1 145 000	0	1 225 376	98,6	19
	<i>Totalt heleide virksomheter</i>	<i>115 629 974</i>	<i>50 665 205</i>	<i>1 443 566</i>	<i>41 893 447</i>	<i>2 669 150</i>	<i>93 951 373</i>		<i>145 423</i>

¹ For konsern er konserntallene oppgitt² Tallet i kolonnen for ansatte gjelder ansatte per 31.12.2002³ Tallet i kolonnen for ansatte gjelder gjennomsnittlig antall årsverk⁴ Netto driftsinntekter⁵ Egenkapital * 100 / total kapital⁶ SIVA eier 49 av aksjene⁷ Regnskapsåret omfatter perioden 17.08.2001-31.12.2002⁸ Selskapet ble stiftet ultimo 2002

Kilde: Riksrevisjonen Dok 3:2 (2003-2004)

Vedlegg 5

Nøkkeltall for deleide selskaper hvor Riksrevisjonen har opprettet kontroll for regnskapsåret 2002

Dep.	Selskap ¹ – alle beløp i 1 000 kroner	Statlig eierandel, pst ²	Tot. innt.	Års- resultat	Aksjekap.	Aksjekapital andel stat ²	Utbytte	Utbytte andel stat	Egenkap.	EK-andel, pst	Gj.sn. antall ansatte ³
HD	KITH AS	40,0	31 220	-885	6 000	2 400	0	0	8 654	58,6	30
JD	Industrijeneste AS	53,4	33 309	-489	680	363	0	0	3 948	27,1	133
KRD	Kommunalbanken AS ^{4,6}	80,0	3 292 773	67 449	660 000	528 000	38 500	30 800	765 612	1,3	31
KKD	Carte Blanche AS	70,0	21 238	766	100	70	0	0	870	22,7	22
KKD	Den Nationale Scene AS	66,7	83 689	-1 398	51	34	0	0	4 837	22,0	137
KKD	Den Norske Opera AS ⁵	90,0	241 164	1 580	50	45	0	0	1	0,0	422
KKD	Norsk filmstudio AS	77,6	34 069	-6 724	16 653	12 922	0	0	28 615	34,5	37
KKD	Rogaland Teater AS	66,7	53 800	931	108	72	0	0	14 375	40,2	82
KKD	Trøndelag Teater AS	66,7	71 778	1 564	1 054	703	0	0	9 210	31,4	165
LD	Bioparken AS ⁵	54,4	13 794	-5 831	12 490	6 800	0	0	6 163	43,4	16
LD	Graminor AS (tidl. Norsk Kornforedling AS)	34,1	18 586	2 207	10 600	3 611	0	0	44 759	87,9	14
LD	Instrumenttjenesten AS	85,0	20 153	-770	1 000	850	0	0	3 858	46,0	22
MD	Polarmiljøsentret AS	65,6	3 872	235	61	40	0	0	416	43,8	4
NHD	A/S Olivin	51,0	418 609	30 054	48 000	24 476	9 100	4 640	326 713	75,5	206
NHD	Cermaq ASA ⁶	79,4	6 737 454	-139 513	875 000	689 120	0	0	2 642 311	41,0	2 612
NHD	Kongsberg Gruppen ASA	50,0	6 980 000	216 000	150 000	75 002	63 000	31 500	1 741 000	31,1	4 110
NHD	Nammo AS ⁵	45,0	1 379 184	42 957	100 000	45 000	0	0	414 017	40,6	1 297
NHD	NOAH AS	75,4	183 295	141 633	231 309	174 471	0	0	35 271	10,7	115
NHD	Norsk Hydro ASA	47,8	162 945 000	8 667 000	5 331 933	2 549 163	2 709 000	1 338 310	73 034 000	35,7	42 615
NHD	Raufoss ASA	50,3	770 986	-368 313	150 000	75 400	0	0	120 623	14,0	788
NHD	Telenor ASA	80,1	48 826 000	4 656 000	10 820 557	8 667 144	799 000	650 036	37 288 000	41,7	23 000
OED	Statoil ASA ⁶	80,8	244 143 000	16 377 000	5 473 964	4 425 421	6 282 000	5 133 650	52 583 000	26,2	17 115
SD	Nemco Comlab AS	50,0	8 512	207	1 000	500	0	0	8 207	68,4	17
UFD	Akvaforsk AS	86,3	62 776	2 303	8 500	7 334	0	0	21 171	38,6	96
UFD	Bedriftsuniversitetet AS	50,0	1 166	8 365	15 000	7 500	0	0	1 793	54,7	6
UFD	Chr. Michelsen Rese-arch AS	50,0	89 045	34 267	28 000	14 000	0	0	88 409	64,6	107
UFD	Filonova AS	66,7	15 957	-937	1 500	1 000	0	0	563	7,2	12
UFD	Forskningsparken AS ⁵	66,6	59 305	444	5 461	3 636	0	0	52 950	72,4	25
UFD	Havbruksstasjonen i Tromsø AS	50,0	18 118	1 326	500	250	0	0	1 617	35,9	17
UFD	Leiv Eiriksson Nyfotek AS	47,6	18 488	1 341	2 139	1 019	0	0	30 397	81,9	12
UFD	Norsk Kveiteavlstasjon AS	60,0	0	0	100	60	0	0	0	0,0	0
UFD	NORUT-Gruppen AS	66,7	123 885	2 141	18 000	12 000	0	0	40 875	31,3	207
UFD	Simula Research Laboratory AS	80,0	45 889	4 824	1 500	1 200	0	0	6 324	52,5	43
UD	Nytt fra Norge AS	54,0	2 951	-3 896	113	61	0	0	16 345	82,3	6
	Sum deleide selskaper		476 749 065	29 731 838	23 971 423	17 329 667	9 900 600	7 188 936	169 344 904		93 521

¹ For konsern er konserntallene oppgitt

² Medregnet i statens eierandel er aksjer som tilligger heleide statlige virksomheter

³ Tallet i kolonnen for ansatte gjelder gjennomsnittlig antall årsverk

⁴ Totale inntekter gjelder netto renteinntekter og andre driftsinntekter

⁵ Selskapet har ikke utarbeidet konsernregnskap. Alle tallene gjelder morselskapet

⁶ Tallet i kolonnen for ansatte gjelder ansatte per 31.12.2002

Kilde: Riksrevisjonen Dok 3:2 (2003-2004)

Vedlegg 6**Oversikt over diverse andre statlige aksjeposter der
Riksrevisjonen ikke har opprettet kontroll for
regnskapsåret 2002**

Dep.	Selskap – alle beløp i 1 000 kroner	Statlig eierand. pst.	Tot. innt.	Års- resultat	Aksjekap. andel stat	Utflytte andel stat	Utflytte andel stat	Egenkap. andel stat	EK-andel pst.
FD	Fiskeriforskning AS	49,0	133 072	6 081	6 000	0	0	31 877	47,2
FIN	Nordiska Investeringsbanken ¹	20,0	133 678 400	11 330 480	32 000 000	6 400 000	0	12 320 400	9,7
JD,FD,LD,FIN	Luostejok Kraftlag AL	10,5	31 875	3 507	2 192	230	0	131 595	93,0
NHD	SAS AB	14,3	53 228 000	-108 000	1 645 000	235 235	0	12 448 000	22,7
NHD	Arcus-Gruppen ASA	34,0	1 768 000	56 000	431 000	146 540	45 000	506 000	33,8
NHD	Eksporfinans ASA	15,0	418 500	207 500	1 756 000	263 400	83 016	2 492 100	2,7
NHD	Argentum Fondsinvesteringer AS	100,0	0	109 785	1 000 000	1 000 000	50 000	2 587 066	98,3
NHD	DnB Holding ASA	47,8	12 327 000	2 334 000	7 705 904	3 683 422	1 848 000	26 117 000	6,8
NHD	Moxy Trucks AS ²	49,0	0	0	120 000	58 788	0	0	0
SD	Stor-Oslo Lokaltrafikk A/S	33,3	1 421 998	0	2 000	666	0	2 000	1,3
	<i>Sum andre virksomheter</i>		<i>203 188 518</i>	<i>13 941 494</i>	<i>44 686 096</i>	<i>11 794 221</i>	<i>2 026 016</i>	<i>961 331 56 676 912</i>	

¹ Tallene er omregnet fra EURO, Aksjekapital angir grunnkapital, inklusive garantikapital.

² Selskapet ble slått konkurs i desember 2002 før et årsregnskap kunne utarbeides.

Kilde: St. meld nr. 3 Statsrekneskapen medrekna folketrygda for 2001 og 2002 og Nærings- og handelsdepartementet

Vedlegg 7

Oversikt over børsnoterte selskaper med direkte statlig eierandel for regnskapsåret 2002

Selskap – alle beløp i 1000 kroner	Statlig eierandel 31.12. 2002, pst.	Tot. innt.	Års- resultat	Aksjekap. andel stat	Utbytte andel stat	Utbytte andel stat	Egenkapital	Total kap.	EK- andel pst. ansatte	Gj.sn. ant.	Verdi- gi. EK ¹	Verdi- gi. EK ²
NHD Kongsberg Grup- pen ASA	50,0	6 980 000	216 000	150 000	75 002	63 000	1 741 000	5 597 000	31,1	4 110	2 760 000	3 120 000
NHD Norsk Hydro ASA	43,8	162 945 000	8 667 000	5 331 933	2 549 163	2 709 000	73 034 000	204 704 000	35,7	42 615	82 778 000	109 437 925
NHD Raufoss ASA	50,3	770 986	-368 313	150 000	75 400	0	120 623	859 273	14,0	788	143 000	10 800
NHD Telenor ASA	77,6	48 826 000	-4 656 000	10 820 557	8 667 144	799 000	37 288 000	89 458 000	41,7	23 000	47 772 000	78 449 000
OED Statoil ASA	81,7	244 143 000	16 377 000	5 473 964	4 425 421	6 282 000	52 583 000	200 928 000	26,2	17 115	128 090 757	163 671 523
NHD SAS AB	14,3	53 228 000	-108 000	1 306 074	186 769	0	12 058	530 449	22,7	35 506	6 744 500	10 445 750
NHD DnB Holding ASA	47,8	12 327 000	2 334 000	7 705 904	3 683 422	1 848 000	26 117 000	385 234 000	6,8	7 315	25 121 000	58 162 624
<i>Sum Børsnoterte selskaper</i>		529 219 986	22 461 687	30 938 432	19 662 321	11 701 000	190 895 681	887 310 722		130 449	293 409 257	423 297 622

¹ Verdijustert egenkapital (market cap.) 31.12.2002

² Verdijustert egenkapital (market cap.) 31.12.2003

Vedlegg 8

Målformuleringen i Statseierskapsutvalgets mandat

Professor Thore Johnsen, Norges Handelshøyskole Januar 2004

1 Innledning og oversikt

Ved Stortingets behandling av St.meld. nr. 22 (2001-2002) «Et mindre og bedre statlig eierskap», ble det fattet vedtak om å be Regjeringen sette ned et hurtigarbeidende utvalg for å få en bred gjennomgang med sikte på en bedre organisering og forvaltning av det statlige eierskapet. I mandatet heter det bl.a. at utvalget skal *«gjennomgå og vurdere organiseringen av statens eierskap i selskaper der staten er hel- eller deleier, og hvor virksomheten hovedsakelig er forretningsmessig orientert»*. Videre heter det at *«Målet [for eierskapsforvaltningen] er å sikre statens verdier og en god industriell utvikling for selskapene. [...] og ivareta spesifikke definerte mål ved eierskapet i enkelselskaper.»* Av utvalget er jeg anmodet om å diskutere denne målformuleringen, og vurdere en operativ og (fortrinnsvis) kvantitativ måling av måloppnåelse ved forvaltningen av statens eierskap.

Min rapport er disponert som følger. Det følgende kapittel 2 presenterer nøkkelinholdet i mitt mandat, og gir en innledende vurdering av målformuleringen i utvalgets mandat. Denne utdypes i kapittel 3, hvor jeg også diskuterer andre aspekter ved utvalgets mandat. Kapittel 4 presenterer og vurderer den svenske statlige eierskapsforvaltningen, og gir en avsluttende sammenligning med aspekter ved eierskapsforvaltningen i det norske næringsdepartementet. Kapittel 5 presenterer en modell for å forstå sammenhengen mellom et selskaps regnskapsmessige lønnsomhet, vekst og verdiskapning og eiers avkastning og verdiskapning på sin investering i selskapet. Jeg diskuterer tolkningen av sentrale nøkkeltall som kan være nyttige i en statlig eierskapsforvaltning, og jeg tar opp ulike aspekter ved selskapenes finansielle strategivalg, utbyttepolitikk i kapittel 6 og kapitalstruktur i kapittel 7. Avslutningsvis i kapittel 8 benyttes denne modellen for en sammenligning mellom de to selskapene Norsk Hydro og Exxon Mobil, av forholdet mellom selskapenes regnskapsmessige verdiskapning og eiernes avkastning, og av statens verdiskapning på sitt eierskap i

Norsk Hydro. Det avsluttende kapittel 9 oppsummerer mine konklusjoner.

2 Mandatet for utredningen og en innledende måldiskusjon

Mitt mandat fra utvalget inneholder følgende sentrale avsnitt:

«Statseierskapsutvalget ønsker gjennom utredningen å få klargjort hvordan mål om «å sikre statens verdier» og «god industriell utvikling» [for selskapene] bør tolkes i forhold til etablerte mål for forvaltning av større porteføljer (jfr. maksimering av avkastning med risikoramme som for Petroleumsfondet). Utredningen bør kartlegge hvordan mål for forvaltningen kan utformes der også andre hensyn enn maksimering av avkastning med risikoramme er tilstede. Det vil være ønskelig at utredningen viser hvordan måloppnåelse i slike tilfeller kan måles kvantitativt. Endelig er det viktig at de operative mål for forvaltning kan formuleres enklest mulig med sikte på praktisk bruk i bedrifter og i offentligheten.

Utredningen må videre vurdere kombinasjoner av verdisikrende mål på den ene siden og samfunnsmessige målsetninger på den andre siden. Utredningen bør foreslå andre tiltak (f.eks. reguleringer) som kan benyttes i kombinasjon med forvaltningsmål dersom dette er nødvendig for å oppnå samfunnsmessige mål.»

Mandatet innebærer at jeg skal diskutere og forsøke å operasjonalisere ulike mål for verdiskapningen i disse selskapene. Det er formulert tre verdiskapningsområder:

(i) verdisikring av statens investerte kapital, (ii) sikring av selskapenes industrielle utvikling, og (iii) sikring av samfunnsmessige verdier som ikke reflekteres i selskapenes forretningsmessige resultater.

Det er viktig å avklare det innbyrdes forholdet mellom disse verdiskapningsmålene. I hvilken grad er målene gjensidig utfyllende eller er de konkurrerende mål. Jeg vil konkludere nedenfor at de

to første målene må kunne oppfattes som gjensidig utfyllende, mens det siste målet i større grad kan være konkurrerende. Jeg vil tolke «å sikre statens verdier» som et krav til langsiktig verdivekst for selskapsporteføljen. Verdiveksten over tid bør være minst lik kapitalens alternativkostnad, definert som periodens avkastning for en internasjonalt diversifisert aksjeportefølje.

Jeg vil videre tolke en «god industriell utvikling» for selskapene at de får finansiell mulighet og forretningsmessig kompetanse til å utnytte verdiskapende investeringsmuligheter innenfor sine forretningsmessige områder (selskapenes kjernevirksomhet). Investeringene er verdiskapende kun dersom forventet lønnsomhet overstiger eiers avkastningskrav, definert tilsvarende porteføljens alternativkostnad, men justert for selskapets relative risiko. Denne tolkningen innebærer at statens eierskap vil sikre en forretningsmessig og verdimessig utvikling for de enkelte selskapene som for tilsvarende privateide virksomheter (med internasjonalt diversifiserte eiere). Bruk av et markedsavledet krav er også nødvendig for å unngå konkurransevridning i forhold til selskapets konkurrenter.

Min tolkning av mål (ii) om god industriell utvikling innebærer kun en utvidelse og presisering av mål (i) om verdisikring. En god industriell utvikling for selskapene betyr at staten vil sikre sine langsiktige verdier, mens en langsiktig verdisikring forutsetter at selskapene sikres en god industriell utvikling. Dette er god bedriftsøkonomi, og det er god samfunnsøkonomi, forutsatt hensyn til eventuell verdiskapning ved et statlig eierskap som ikke reflekteres i selskapenes markedsverdier, dvs mål (iii) i mandatet.

Forskjellen mellom de to første målene går derfor mer på fokus og praktisk implementering av statens eierrolle og måloppfølging. Min tolkning av mål (i) om verdisikring vektlegger statens eierrolle som finansiell investor, hvor verdimålingen er mer fokusert på verdiutviklingen aggregert for selskapsporteføljen enn for det enkelte selskap. For de ikke-børsnoterte selskapene vil denne vurderingen kun gjøres tidvis, f.eks. hvert 5 år, siden den fordrer beregning av teoretiske markedsverdier. Hyppigere verdimåling vil lett bli en mindre interessant, akademisk øvelse.

Min tolkning av mål (ii) om god industriell utvikling vil på den annen side innebære en mer (pro-) aktiv forretningsmessig rolle for statens eierskapsorgan, med fokus på det enkelte selskaps lønnsomhet og vekstmuligheter. Man vil være opptatt av selskapenes regnskapstall, i tillegg til markedsverdiene. Dette gjelder spesielt for de ikke-

børsnoterte selskapene, hvor markedsverdiene uansett må beregnes bl.a. ut fra regnskapstall. Utviklingen i markedsverdiene kan derimot ha større interesse for de børsnoterte selskapene, siden dette kan gi informasjon om andre eieres vurderinger av selskapet, driften, vekstmulighetene og strategivalg. Lønnsomhetssammenligninger bør gjøres i forhold til det enkelte selskaps «peer group», mer enn mot aggregerte tall for aksjemarkedet. Kapitalens alternativkostnad for det enkelte selskap bør formuleres som et ex ante avkastningskrav, f.eks. som en norsk statsrente pluss en internasjonal risikopremie.

Målet om en god industriell utvikling fordrer i tillegg en aktiv eierutøvelse, f.eks. gjennom generalforsamlingen i de børsnoterte selskapene, eventuelt ved direkte styrerepresentasjon (for et mer uavhengig statlig eierskapsfond), og gjennom kommunikasjon med selskapets ledelse og styre. Dette vil innebære en mer aktiv eierrolle enn det som er vanlig for store finansielle investorer. Eierskapsorganet vil være (pro-) aktivt opptatt av selskapenes forretningsmessige og finansielle strategivalg, større investeringer, oppkjøp/ fusjoner og forretningsmessige og finansielle restrukturingsvalg. Eierutøvelsen kan innebære at statens eierskapsorgan i perioder stiller finansiell eller forretningsmessig kompetanse til disposisjon for mindre, ikke-børsnoterte selskaper.

I sin aktive eierutøvelse må staten respektere behovet for en klar arbeids- og ansvarsdeling mellom styret/ledelsen og eieren, som reflekterer forskjeller i forretningsmessig kompetanse. Dette gjelder spesielt for de større selskapene. Min tolkning av mål (ii) om «god industriell utvikling» er derfor ikke i samsvar med ønsket om en statlig eierrolle som «industribygger» (utvikling av «national champions»), som har fremkommet i debatten de senere årene. Erfaring og empiri fra Norge og andre land tilsier at staten bør unngå en slik rolleblanding. En stimulering av industrielle miljøer kan skje utenfor en eierrolle, og fortrinnsvis gjennom bedring av de mer generelle rammevilkårene for næringsvirksomhet. En statlig rolleblanding er vel også utelukket innenfor de europeiske samarbeidsreglene.

Håndteringen av eventuelle spesielle samfunnsmessige mål ved statens eierskap, mål (iii) i mandatet, kan være mer problematisk. Mange av disse hensynene er nå ivaretatt utenfor statens eierrolle, gjennom regulering, konsesjonsgivning, selskapsmessig utskillelse av spesielle forvaltningsoppgaver eller gjennom statlige kjøp fra selskapene. Dette har fjernet mye av problemene knyttet til statlige dobbeltroller og interessekon-

flikter, og det har i særdeleshet tillatt en klarere formulering av selskapenes resultatansvar. Jeg vil derfor konkludere at de spesielle samfunnsmessige mål ved et statlige eierskap er begrenset til mulige merverdier av et nasjonalt eierskap, «hovedkontorseffekten». Dette gjelder for flesteparten av selskapene som «hovedsakelig er forretningsmessig orientert», og for de børsnoterte selskapene. For enkelte selskaper, f.eks. NSB, vil dette kunne forutsette en utvidelse av statlige kjøp, kombinert med en utvidet kvalitetsregulering utenfor eierrollen.

For andre selskaper som fortsatt har andre spesielle samfunnsmessige mål bør vurderingen av måloppfyllelse håndteres av et fagdepartement separat fra eierorganet. Eierorganet bør isteden fokusere på selskapets oppfyllelse av minimumsmål for effektivitet og kostnadsdekning, og et eventuelt rentabilitetskrav. Jeg ser liten mening i å forsøke å utvikle kvantitative mål for slike selskapers måloppfyllelse, siden dette fordrer fagkompetanse jeg ikke besitter, og siden disse må uansett tilpasses de spesielle formålene for det enkelte selskapet.

Dette gjelder også merverdien av et nasjonalt eierskap. Det er vanskelig å se hvordan en måloppfyllelse her kan måles, enn si kvantifiseres. Her vil det være naturlig med en klar arbeids- og ansvarsdeling mellom statens eierskapsorgan og de politiske myndighetene, Regjeringen og Stortinget. Eierskapsorganet vurderer og rapporterer selskapenes bedriftsøkonomiske verdiskapning (relativt til kapitalkostnaden), og de politiske myndighetene (og borgerne i valg) vurderer så om en eventuell negativ netto verdiskapning forsvares av merverdiene knyttet til et nasjonalt (statlig) eierskap.

Når det gjelder andre mulige konflikter mellom kravet til verdimaksimering for selskapets eiere og hensynet til andre interessegrupper, herunder det eksterne miljøet og samfunnet generelt, er det i prinsippet liten forskjell mellom statlig og privat eierskap. Her har vi fått en økende oppmerksomhet også fra store private eiere, jf «Corporate Social Responsibility» (CSR). Også disse hensynene må selvfølgelig håndteres av et statlig eierskapsorgan, jf den svenske statlige eierskapsforvaltningen i kap. 4.

3 En videre utdypning av mål ved statlig eierskap

3.1 Generelt

Her vil jeg utdype den foregående diskusjonen av statlige eiermål. Jeg vil også diskutere andre as-

pekter ved eierskapsutvalgets mandat, bla. avgrensningen av mandatet til hovedsakelig forretningsmessig orienterte selskaper. Men først vil jeg si noe om betydningen av at staten på denne måten ønsker å klargjøre sine mål og forventninger for sitt eierskap, og at disse forventningene blir tydeliggjort overfor selskapenes ulike interessegrupper.

3.2 Betydningen av at staten klargjør sine eiermål

Mye av det følgende kan virke som selvfølgeligheter, men jeg tror at det uansett er vel verdt å gjenta. En klargjøring av statens forventninger er for det første viktig for å bevare eierskapets legitimitet overfor de egentlige eierne, dvs det norske folket. Statens kapital i selskapene har en (skjult) alternativkost. Dette er den avkastning kapitalen kunne gi i beste alternative bruk, f.eks. i andre innenlandske investeringer, både i produksjon av offentlige goder og tjenester og i annen innenlandsk forretningsvirksomhet. Andre alternativer er statlige finansielle investeringer i de internasjonale kapitalmarkedene, eller at kapitalen stilles til disposisjon for den enkelte, egentlige eiers egne investeringer eller forbruk.

Kravet om at selskapets verdiutvikling skal vurderes i lys av denne alternativkostnaden gjelder for den gjennomsnittlige verdiutviklingen over tid, og ikke nødvendigvis for det enkelte år. Videre er det viktig å presisere at staten (og folket) kan bevisst akseptere en svakere verdiutvikling over tid for et selskap enn det alternativkostnaden tilsier, fordi eierskapet skaper merverdier som ikke kan oppnås ved et privat eierskap. *Men poenget er at denne vurderingen klargjøres ved andre spesifikke mål ved eierskapet, og at disse merverdiene vurderes mest mulig eksplisitt i lys av kostnadene ved en svakere verdiutvikling.* Endelig er det viktig å presisere at en frigjøring av statens kapital i et selskap ikke betyr at kapitalen trekkes ut av selskapet, men at den tas fra selskapets nye (private) eiere.

En klargjøring av statens forventninger er for det andre viktig for å påvirke selskapets styre, ledelse og ansatte. Disse forventningene danner (forhåpentligvis) en målestokk for selskapets egen vurdering av sin virksomhet. Denne målestokken vil påvirke selskapets drift, valg av forretningsstrategi og investeringer, og herunder vurderingen av mulige oppkjøp av, eller fusjoner med andre selskaper. Den bør også være viktig ved styrets/ledelsens utforming av selskapets bonussystemer, både for ledelsen og for de ansatte. Dette vil normalt bety at den overordnede målestokken imple-

menteres av ledelsen i mer operasjonelle mål for de enkelte deler og nivåer av virksomheten. På denne måten premieres den enkelte ansatte for en god måloppfyllelse overfor eierne, det norske folket.

På den annen side er det viktig at staten på forhånd også klargjør mulige konsekvenser av at selskapets verdiutvikling ikke møter forventningene. Det hjelper lite for å oppnå måloppfyllelse dersom forventninger kun rulleres uten at systematiske negative avvik blir fulgt opp. En fornuftig formulert utbyttepolitikk er i så måte et viktig verktøy. Dersom krav til årlig utbytte formuleres som en prosent av et normalresultat (eller av bokført egenkapital) vil dårlige resultater automatisk bli straffet med en svakere kapitaltilgang, men med mulighet for «time out» dersom dårlige resultater er konsekvensen av konjunkturer eller uflaks. En fornuftig utbyttepolitikk kan således være en effektiv disiplineringmekanisme. Et «mykt» eierkrav gjøres «hardere» og mer likt rentekravet fra selskapets kreditorer. Dette dekker kun en del av statens forventninger (kravet til kapitalavkastning), og bør suppleres med ytterligere verktøy, som utskifting av styre og/eller ledelse, og i siste hånd muligheten for salg av deler av eller hele virksomheten. Den siste trusselen (bak speilet) er ofte den avgjørende i privateide, børsnoterte selskaper.

En klargjøring av statens forventninger vil for det tredje, kunne skape en forutsigbarhet om selskapets fremtid, som er nødvendig både for selskapets ansatte og for de andre interessegruppene som kreditorer, leverandører, kunder og lokalsamfunnet. Disse vil settes i stand til å vurdere utviklingen for et selskap i lys av statens klargjorte forventninger, og vil derfor settes bedre i stand til tidlig å beskytte sine interesser ved en dårlig utvikling for selskapet. Forutsigbarhet er viktig, ikke minst for de andre (private) eierne i et børsnotert selskap. En uklar og lite påregnelig, statlig storeier er kanskje noe av det mest problematiske for slike selskaper. Og problemene kan skape betydelige kostnader både for selskapet og for staten selv (dårlig verdiutvikling).¹

¹ Statens manglende utøvelse av sin emisjonsoppsjon overfor DnB/Gjensidige Nor fremstår i så måte som uheldig (i tillegg til verditapet). Opsjonen var offentlig kjent, og markedet hadde forventet at staten ville bruke utøvelsesretten, spesielt i lys av at staten ellers synes å vektlegge et profesjonelt eierskap. Argumentet om at en utøvelse ville virke «griskt», og derfor kunne skade statens eierskap i andre selskaper, er forunderlig. Profesjonelle investorer forventer ingen milde gaver, og når slike mottas, og dette fra en stor eier, er nok reaksjonen mer undring og usikkerhet enn takknemlighet.

3.3 «[...] hovedsakelig er forretningsmessig orientert»

Mandatet for utvalget og mitt mandat er avgrenset til statens eierskap «hvor virksomheten hovedsakelig er forretningsmessig orientert». Jeg vil oppfatte dette som selskaper som kan oppfattes å ha et tydelig ansvar om profittmaksimering, gitt at hensynet til eventuelle spesielle samfunnsmessige formål er ivaretatt. Dette betyr at Staten egentlig kan ha en annen målsetting enn bedriftsøkonomisk verdimaksimering for sitt eierskap; en ren finansiell investeringsmålsetting er vel faktisk unntaket for det statlige direkte eierskapet. Statens eierskap av slik virksomhet er motivert ut fra ønsket om å kompensere for ulike grader av markedsvikt. Dette vil f.eks. kunne innebære direkte regulering av et selskap, eller direkte kjøp fra selskapet. Det siste gjelder spesielt for Posten og NSB, der staten foretar relativt betydelige kjøp av bestemte tjenester, for å sikre et tilfredsstillende tilbud både i omfang, kvalitet, og regional dekning. Gitt disse inntektene kan så selskapenes lønnsomhet vurderes som om hele inntekten var fremkommet gjennom vanlige markedssalg. Realiteten i statens lønnsomhetsvurdering av disse selskapene vil i prinsippet være uavhengig av at staten tilfeldigvis er eieren.

Et statlig eid selskap kan derfor i prinsippet underlegges en vanlig bedriftsøkonomisk vurdering, forutsatt at regnskapet faktisk reflekterer eventuelle spesielle samfunnsmessige hensyn. Et annet bedriftseksempel er i så måte Statnett SF, som eier og driver det sentrale norske kraftoverføringsnettet og kabler som kobler oss til utenlandske kraftsystemer (og er deleier i kraftbørsen Nord-Pool). Statnett får mesteparten av sine inntekter fra markedssalg og -kjøp (nettariffer), men er eksplisitt pålagt å vurdere drift og investeringer også ut fra samfunnsøkonomiske prinsipper. Statnetts inntekter er regulert av NVE, ut fra en vurdering av selskapets mer langsiktige, bedriftsøkonomiske kostnader. NVE fører også tilsyn med kvaliteten av sentralnettet og Statnetts systemoperatørrolle. Det er grunn til å tro at eierrollen for Statnett kunne overføres til et separat statlig eierorgan, dersom NVE/OED fikk utviklet et bedre teknisk reguleringssystem for selskapet, med klare, kontrollerbare kvalitetskrav og økonomiske sanksjoner. I mangel av et slikt system (og med de nylige kraftskandalene på den nordamerikanske østkysten og i Italia friskt i minne), er nok en uavhengig eierhåndtering av selskapet foreløpig uheldig. Det kan også være problematisk at eierorganets lønnsomhetsvurdering vil konkurrere med NVEs vur-

dering av selskapets inntektsramme. Men en slik «konkurrans» kunne også være en fordel, og gi NVE insentiver til å utvikle et (bedriftsøkonomisk) mer fornuftig innteksreguleringssystem (jf *Aktivitetsbasert kalkulasjon for regulerte tjenester*, Bjørndal, Bjørnenak og Johnsen; SNF-rapport 33/03). Jeg tror også at eierrollen i Posten og NSB, delvis av samme grunn, bør kunne overføres til et separat eierorgan, jf den svenske statlige eierorganiseringen, kap. 4.

3.4 «sikre statens verdier»

Begrepet verdisikring gir inntrykk av et defensivt, og nærmest defaistisk syn på statens eierskapsinteresse. I henhold til vanlig ordbruk kan dette tilsi at staten vil være fornøyd så lenge eksisterende (real-) verdier opprettholdes, at ikke for store verdier ødelegges av ineffektiv drift, ulønnsomme investeringer og dårlig ledelse. Dette ville innebære en aksept av statlig sløsing med betydelige kapitalressurser. Et salg av selskapene (privatisering), og flytting av kapitalen til alternative investeringer ville i så fall kunne gi en betydelig forventet meravkastning i alternative investeringer (gitt at eventuelle spesielle samfunnsinteresser ble ivare tatt utenfor eierrollen). Et verdimaksimerende (privat) eierskap kunne dessuten forventes å gi ytterligere, langsiktige samfunnsøkonomiske gevinster, i form av flere og bedre arbeidsplasser og en bedre industriell utvikling. Jeg velger derfor isteden å *tolke verdisikring som en målsetning om å sikre verdiene i forhold til kapitalens verdiutvikling i beste alternative plassering*. Total verdivekst, inkludert utbyttebetalinger, skal minst tilsvare forventet avkastning på tilsvarende risikable (passive) plasseringer i de internasjonale kapitalmarkeder. I kap. 8 vil jeg illustrere en slik vurdering med en (svært) foreløpig analyse av statens finansielle verdiskapning på sitt eierskap i Norsk Hydro for perioden 1987-2003.

Gitt integrerte internasjonale kapitalmarkeder er det riktig å definere denne risiko-ekvivalente kapitalavkastningen som den samfunnsøkonomisk relevante alternativkostnaden for statens investeringer. Dette gjelder både *ex ante*, dvs hvilket minimumskrav staten på forhånd bør stille til forventet total verdivekst på sine investeringer, og det gjelder *ex post*, dvs. i ettertid, som en operasjonell målestokk for en historisk verdivekst. Dette gir et naturlig utgangspunkt for en definisjon av (det misbrukte) begrepet verdiskapning: *statens eierskap skaper verdier kun dersom verdiveksten overstiger kapitalens alternativkostnad*. Et tilsvarende verdiskapningskriterium er innført for vanlige statlige

investeringsprosjekter (jf «Behandling av diskonteringsrente, risiko, kalkulasjonspriser og skattekostnad i samfunnsøkonomiske analyser»; Rundskriv R-14/99 fra Finansdepartementet). Kriteriet er derfor selvsagt for det statlige eierskapet i «hovedsakelig forretningsmessig orienterte virksomheter».

Jeg vil derfor tolke ønsket om verdisikring fra et finansielt plasseringsperspektiv, dvs som et ønske om å oppnå maksimal risikojustert avkastning på investert kapital. Dette vil tilsvare gjennomsnittlig avkastning på en passiv investering i det internasjonale kapitalmarkedet med tilsvarende risiko. Her kan det være problemer knyttet til definisjonen av selskapsporteføljens avkastningsrisiko, spesielt den store oljerisikoen, noe jeg kommer tilbake til. Dersom vi foreløpig ser bort fra eventuelle risikoskjevheter for porteføljen, er det rimelig å bruke et *ex ante* avkastningskrav for porteføljen lik mellomlang norsk statsrente, pluss 4% risikopremie (vanlig oppfatning om forventet meravkastning på en internasjonal diversifisert aksjeportefølje). Dette kan sies å tilsvare forventet NOK-avkastning for Petroleumsfondets aksjeportefølje, og er en naturlig benchmark, gitt at dette er et relevant plasseringsalternativ ved salg av statlige eierandeler.

Ex post, historisk verdivekst («total shareholder return») for porteføljen bør derfor også måles i forhold til Petroleumsfondets aksje-benchmark, omregnet til NOK (korrigert for løpende valutakurstap/-gevinster). For den børsnoterte delen av porteføljen bør slike målinger skje årlig (i eierrapporten), og man bør bruke relativt langsiktige sammenligninger, f.eks. foregående 5 års verdivekst, siden staten forutsetningsvis har definert sitt eierskap som langsiktig. Porteføljens verdivekst må justeres for eventuelle salg (eller kjøp) i løpet av perioden, i tillegg til utbyttebetalinger og kapitalendringer for selskapene. For den ikke-børsnoterte selskapsporteføljen bør en slik analyse kun gjøres f.eks. hvert femte år, pga vanskelighetene knyttet til en fornuftig verdivurdering. Næringsdepartementets eieravdeling, både i Norge og Sverige, rapporterer derimot kun den relative verdiveksten over det foregående året, og illustrert ved daglige (!) endringer for de børsnoterte selskapene. Dette gir lite meningsfylt informasjon for eierne.

Måling av verdivekst reiser spørsmålet om hvordan start- og sluttverdi for analyseperioden egentlig skal fastsettes. Ut fra et alternativkostperspektiv, bør man ta utgangspunkt i hva Staten kunne ha oppnådd ved salg av de enkelte selskapene. For de børsnoterte selskapene er det naturlig å starte med markedskursene for selskapenes ak-

sjer. Disse markedsverdiene kan allikevel ikke direkte benyttes ved en slik vurdering, siden de er basert på marginale kjøp/salg. Et større salg vil normalt forventes å skje til en rabatt, noe som tilsier en nedjustering av statens andel av selskapets børsverdi. På den annen side vil det faktum at staten signaliserer et betydelig nedslag kunne gi en stor økning i selskapets børsprising. Dette tilsier en oppjustering av selskapets børsverdi. For de ikke-børsnoterte selskapene er situasjonen en annen, siden man må bestemme en hypotetisk markedsverdi, evt. ved hjelp fra eksterne, private analytikere (jf de tidligere eksterne, årlige analysene av Statoil og Statkraft). Jeg diskuterer forholdet mellom selskapenes bokførte egenkapital og teoretisk markedsverdi i kapittel 5.

Jeg har allerede antydnet at det kan være et problem knyttet til å bestemme relevant avkastningsrisiko for statens selskapsportefølje. Det kan således være et spørsmål om Petroleumsfondets realiserte aksjeavkastning (og ex ante risikopremie) bør justeres opp pga en større avkastningsrisiko for statens eierportefølje. Dette skyldes delvis manglende diversifisering pga relativt få selskaper i porteføljen. Jeg tror ikke at dette forholdet isolert bør påvirke vurderingen av relevant risiko, siden porteføljen kan risikomessig betraktes innenfor hele nasjonalformuen (eierne av porteføljen er landets innbyggere). Risikoproblemet er snarere knyttet til det forhold at både statens eierportefølje og resten av nasjonalformuen er konsentrert i olje- og gassrisiko. Denne oljeskjevheten kan tilsie en nødvendig oppjustering av benchmarkavkastningen. Dette vil gi et korrekt signal om at staten bør vurdere å selge seg ned i de oljerelaterte selskapene i porteføljen (Hydro, Statoil og Petoro). Bemerk at en slik ekstra oljerisikopremie ikke bør legges inn i de individuelle avkastningskravene for disse selskapene, som ivaretar statens mål (ii), om en «god industriell utvikling». Dette kunne lede til gale prosjektbeslutninger i selskapene.

Dette representerer en korrekt vurdering av statens eierskapsrisiko, både bedrifts- og samfunnsøkonomisk. For porteføljen må kostnaden knyttet til en risikomessig oppjustering av avkastningskravet balanseres mot en antatt merverdi knyttet til et nasjonalt eierskap. Jeg har allerede hevdet at vurderingen av statens spesielle samfunnsmessige hensyn bør gjøres mest mulig separat fra en bedriftsøkonomisk vurdering av statens eierportefølje. Dette tilsier nettopp at man bør gjøre en risikojustering av porteføljens benchmark, f.eks. at benchmark defineres som en næringssektorvektet, internasjonal aksjeportefølje, hvor vekterne reflekterer sektorfordelingen i statens eierpor-

tefølje, i vesentlig grad energi-, finans- og telekomsektoren. Det er relativt enkelt å definere en slik sektorvektet benchmark, basert på internasjonale sektorindekser (diversifiserte porteføljer for hver næringssektor). Dette vil i mindre grad påvirke ex ante risikopremie for porteføljen, men kan påvirke betydelig en ex post vurdering av historisk verdivekst for en bestemt periode. Det er ikke tid innenfor mitt mandats tidsramme å illustrere en slik analyse.

3.5 Risikoramme for forvaltningen?

Verdisikring vektlegger det finansielle spareperspektivet ved statens eierskap, og bør følges opp av staten på samme måte som av andre finansielle investorer, gjennom vurdering av verdiveksten i forhold til en risikomessig sammenlignbar aksjebenchmark. Slike investorer vil normalt være profesjonelle forvaltere, som forvalter på vegne av de egentlige eierne av porteføljen (jf et statlig eierorgan, i forhold til staten, og de egentlige eierne, det norske folket). Eierne vil normalt uttrykke sine investeringsønsker og risikopreferanser gjennom valget av en relevant aksjebenchmark, og som forvalters investeringsresultater vil bli målt i forhold til.

Eierne vil i tillegg spesifisere risikorammer for forvalters aktive investeringsvalg i forhold til benchmark, dvs hvor mye porteføljen løpende kan avvike fra benchmarkporteføljen. Risikorammene kan være i form av maksimale % porteføljeavvik for enkeltaksjer eller grupper av aksjer i forhold til aksjenes verdiandeler i benchmarkporteføljen. Større eiere vil isteden ofte spesifisere et enkelt risikotall, som gir maksimal avkastningsrisiko knyttet til forvalters samlede investeringsavvik fra benchmark (såkalt «tracking error» = standardavvik for porteføljens differanseavkastning i forhold til benchmark).

En sentral del av en kundes mandat er hvilken betaling forvalter vil motta. Denne vil normalt inneholde kun et fast element, et prosenttall i forhold til porteføljens totalverdi. Forvalters (ex ante) insentiv til å gjøre gode aktive forvaltningsvalg ligger derfor kun i ønsket om beholde kunden i konkurransen med andre forvaltere, og å få nye kunder. Forvalter vil ta kortsiktige avviksposisjoner basert på en oppfattet feilprising av en aksje, dvs kjøpe mer av aksjer som forvalter mener er undervurderte av markedet, og redusere porteføljeandelen for aksjer som virker overvurderte. Mer langsiktige investeringsavvik vil tilsvarende være basert på avvikende oppfatninger om langsiktig verdiutvikling. Norges Banks forvaltning av statens Petroleums-

fond representerer beste praksis for en slik moderne (strukturert) finansiell forvaltning.

Jeg oppfatter at disse aspektene ved finansiell forvaltning ikke (foreløpig) er relevant for forvaltningen av statens direkte investeringer i norske selskaper. Det er således tvilsomt om eierorganet vil få mulighet til å fatte selvstendige investeringsvalg. Disse investeringsvalgene vil nok fortsatt ligge i Regjeringen eller Stortinget. Staten kan derfor begrense eierorganets mandat til hvilken aksjebenchmark porteføljen skal måles i forhold til, uten noen aktiv risikoramme. Det kanskje vanskeligere valget er hvordan staten kan utforme et effektivt bonussystem for ansatte i eierorganet. Dette bør relateres til f.eks. kvaliteten på eierorganets arbeid i forhold til det enkelte selskap (jf målet om en «god industriell utvikling») og kvaliteten på eierorganets rapportering.

3.6 sikre en «god industriell utvikling» for selskapene

En finansiell forvalter vil normalt også være ansvarlige for nødvendige eiermessige disposisjoner knyttet til porteføljens selskaper. En slik forvalter vil ikke engasjere seg direkte i selskapets ledelse eller styre, men vil kunne engasjere seg gjennom generalforsamlingen i viktige beslutninger som styrevalg, oppkjøp/fusjoner og bonusordninger for ledelsen. En større investor kan også ønske en tidvis direkte dialog med selskapets ledelse eller styret. Hovedregelen er allikevel at man overlater strategi og drift til styret og administrasjonen, og konsentrerer seg om en løpende vurdering av hvilke resultater dette gir *ex post*.

Målsetningen om å sikre en «god industriell utvikling» for selskapene kan antyde et ønske om en mer aktiv statlig investorrolle. Riktignok blir denne målsettingen implisitt ivaretatt gjennom det presset som statens verdisikring legger på selskapet. Riktig definert innebærer dette målet at selskapet over tid skal være i stand til, og faktisk utnytter verdiskapende investeringsmuligheter, herunder oppkjøp og fusjoner, eller industriell restrukturering. En konservering eller kun høsting av eksisterende produksjonsmuligheter er således ikke i samsvar med ønsket om verdisikring. Jeg velger å oppfatte denne målsettingen slik at man ønsker en mest mulig verdiskapende (industriell) utvikling for selskapene, målt ved bedriftsøkonomiske verdier. Betydningen av spesielle samfunnsmessige merverdier, målsetning (iii), knyttet til f.eks. nasjonalt eierskap eller «klyngeeffekter» kan derimot innebære restriksjoner som medfører bedriftsøkonomisk verdiløsning.

Selv om en «god industriell utvikling» for et selskap derfor ikke er i motsetning til en finansiell «verdisikring», fordrer den ytterligere håndgrep fra statens side. Dette innebærer at eierorganet tidvis vurderer selskapets forretningsvirksomhet, investeringer, og ledelse/styre. Dette kan gjelde sammensetning av selskapets forretningsportefølje, muligheten for salg/kjøp av forretningsområder, oppkjøp av andre selskaper i samme bransje eller fusjoner og skifte av eierskap. Her påtar staten seg en mer forretningsmessig eierrolle, og resultatet vil kunne innebære aktiv dialog med styre/ledelse.

I en direkte dialog med selskapsledelsen er det viktig at statens eierskapsorgan beskytter seg mot å bli «gislert» for ledelsen. Selskapsledelsen vil ofte ha andre (private) målsetninger i tillegg til ønsket om verdimaksimering for eieren, og ledelsen vil også ha et informasjonsfortrinn i forhold til eierskapsorganet. Dette tilsvarer den klassiske problemstillingen for en eierrepresentant i selskapets styre. Man må balansere mellom ønsket om strategisk rådgivning (som vil redusere ledelsens ansvar for resultatene) og behovet for eierkontroll (som vektlegger ledelsens ansvar).

Hvordan kan så staten måle verdiskapningen ved en slik aktivitet som forsøker å fremme selskapenes industrielle utvikling? Her er det naturlig at man benytter samme målesystemer som eierorganet benytter i sine egne analyser, dvs selskapets lønnsomhet og vekst i forhold til nasjonale og internasjonale sammenlignbare selskaper («peer group»). Dette innebærer en presisering og forsterkning av målingen av statens verdier, kap. 3.4. Staten nøyer seg ikke med en avkastning over tid som er i samsvar med gjennomsnittet for nasjonal og internasjonal næringsvirksomhet generelt, men som også kan matche en eventuell større verdiskapning for selskapets bransje.

3.7 «andre hensyn enn maksimering av avkastning»

Statens eierskap av produksjonsvirksomhet har ikke vært motivert ut fra ønsket om å «drive butikk», eller ut fra behovet for finansiell sparing. I en «perfekt økonomi», med velfungerende markeder er statlig forretningsmessig eierskap i beste fall overflødig. Forretningsmessig eierskap har derfor vært motivert ut fra ønsket om å bøte på skjevheter i ressursbruken som følge av ulike former for markedssvikt. Disse kan vidt defineres som såkalte eksterne effekter knyttet til produksjon, investeringer eller forbruk av bestemte varer eller tjenester, dvs positive eller negative effekter som ikke fanges

opp i markedenes prising, og som derfor ikke reflekteres i privatøkonomiske vurderinger.

Klassiske eksempler er produksjon av helse- og utdanningstjenester. Den samfunnsmessige marginalverdien av konsumet vil normalt overstige den private verdien og betalingsviljen. Dette betyr at markedsmekanismen vil kunne gi for lav produksjon/konsum og kvalitet i forhold til det samfunnsøkonomisk optimale nivå. Samtidig vil en markedsfinansiering kunne gi en svært usosial fordeling av konsumet. I de fleste land har derfor staten påtatt seg hele eller deler av finansieringsansvaret, slik at innbyggerne betaler for disse tjenestene over skatteseddelen. Dette innebærer ikke at staten også må stå for selve produksjonen, siden denne kan kjøpes fra private aktører. Når staten allikevel i Norge har beholdt også produksjonsansvaret er dette mer motivert ut fra ønsket om kvalitetskontroll. Tilsvarende er den sektorpolitiske målsetningen om en kontroll f.eks. med alkoholforbruket en motivasjon for et statlig omsetningsmonopol for vin og brennevin. Selv om en tilsvarende kontroll også kunne vært gjennomført overfor private, profittorienterte aktører, synes oppfatningen å være at det er synergieffekter mellom statlig kvalitetskontroll og produksjon. På den annen side kan sammenblandingen av regulering og eierskap medføre en mindre effektiv produksjon. I så fall er det samfunnsmessige nettoresultatet av bedre regulering men en mindre effektiv produksjon et empirisk spørsmål.

Problemstillinger rundt privat og offentlig eierskap ligger uansett utenfor mitt mandat. Det samme gjelder også statens virksomheter innenfor helse- og utdanningssektoren. Disse kan ikke regnes som hovedsakelig forretningsmessig orienterte virksomheter, selv om disse etter hvert settes opp som mer selvstendige virksomheter med forretningsmessig ansvar både for utgifts- og inntektssiden.

Statlige kjøp med spesifiserte kvalitetskrav preger også virksomheter som jeg oppfatter å ligge innenfor mandatets ramme, f.eks. Posten og NSB. I den grad disse midlene er ment å dekke de eksterne, samfunnsmessige effekter av produksjonen, kan selskapene vurderes innenfor et statlig eierorgan som beskrevet ovenfor, jf kap. 4 om organiseringen av den svenske eierforvaltningen. Dette vil sannsynligvis innebære en fordelaktig ansvarsdeling mellom eierforvaltningen og kjøpende fagdepartement. Eierorganet bruker sin finansielle og generelle, forretningsmessige kompetanse til å vurdere selskapenes effektivitet og dynamikk, mens fagdepartementet vurderer kvaliteten av de leverte tjenestene, og eventuelt vurderer konkurrerende, private tilbud for levering av samme tje-

nester. Eierorganets mer forretningsmessige vurdering av selskapene vil samtidig kunne være nyttig input til fagdepartementets vurderinger.

I NSBs tilfelle er en slik arbeidsdeling tenkelig fordi staten betaler for den samfunnsmessige verdiskapningen, men også fordi selskapets tidligere infrastrukturoppgaver er skilt ut i et eget selskap (Jernbaneverket). Innenfor kraftsektoren er det statlige eierskapet tilsvarende skilt mellom produksjonsselskapet Statkraft SF og infrastrukturselskapet Statnett SF (sentralnett, systemansvarlig og deleierskap i kraftbørsen Nord Pool). Innenfor telekommunikasjon har man valgt en kombinert eierløsning for Telenor ASA, men nettdelen er regnskapsmessig skilt ut fra resten av virksomheten. Felles for disse infrastrukturvirksomhetene er at de har en monopolstilling innenfor sine områder. Dette fordrer statlig regulering av priser/ inntekter for å øke produksjon og kvalitet (og redusere prisene) i forhold til hva som ville være resultatet hvis virksomhetene utnyttet sin monopolstilling.

De følgende to kapitler 4 og 5 tar for seg problemer knyttet til hhv organisering av og rapportering fra et statlig eierskapsorgan, på den ene side, og utviklingen av kvantitative mål for eierorganets vurdering av oppfyllelsen av de to delmålene «verdisikring» og «god industriell utvikling». I kapittel 4 presenterer jeg viktige aspekter ved den svenske statens organisering av sin eierforvaltning, og avslutningsvis gir jeg en sammenlignende vurdering av denne med den norske eierskapsforvaltningen. Kapittel 5 diskuterer sammenhengen mellom et selskaps regnskapsmessige lønnsomhet, vekst og verdiskapning og eiers avkastning og verdiskapning på sin investering i selskapet. Jeg tolker ulike sentrale nøkkeltall som kan være nyttige i en statlig eierskapsforvaltning, og i kapittel 6 og 7 diskuterer jeg betydningen av selskapenes finansielle strategivalg (utbyttepolitikk og kapitalstruktur). Avslutningsvis, i kapittel 8 presenteres en sammenligning mellom de to selskapene Norsk Hydro og Exxon Mobil, av regnskapsmessig lønnsomhet og verdiskapning, og i særdeleshet en foreløpig vurdering av statens verdiskapning på sitt eierskap i Norsk Hydro.

4 Organiseringen av det svenske statlige eierskapet

4.1 Generelt

Jeg vil beskrive og vurdere ulike aspekter ved den svenske statens forvaltning av sitt eierskap i forretningsmessig og annen virksomhet. Organisering-

Tabell 8.1 Foretak med svensk statlig eierskap 2002¹

Verdital i SEK milliarder

	Markedsmessige krav	Spesielle samfunnsinteresser	Totalt
Antall foretak	26	25	51
Ansatte (1000)	148	57	205
Omsetning	217	95	312
Driftsresultat	11	5,5	16,5
Resultat etter skatt	4,1	4,5	8,6
Betalt utbytte	4,4	4,8	9,1
Kontantstrøm fra drift	66,8	8,2	75,0
Bruttoinvesteringer	59,4	8,3	67,6
Egenkapital	170	25	195
Sysselsatt kapital ²	597	67	664
EK-rentabilitet e.skatt ³	2,5 %	17,8 %	4,4 %
EK-andel ³	28 %	37 %	29 %

¹ Selskaper med minst 20% statlig eierskap; 100% konsoliderte tall.² Egenkapital + rentebærende gjeld.³ Resultat e. skatt i % av snitt egenkapital, og egenkapital i % av sysselsatt kapital.

Kilde: Årsrapport for foretak med statlig ägande 2002; Näringsdepartementet.

gen av eierskapet er mye resultatet av arbeidet med de store privatiseringssalgene tidlig på 1990-tallet, og fremstår som svært forbilledlig. Dette gjelder spesielt forsøket på å få til en mest mulig enhetlig håndtering av virksomhetene, uavhengig av om disse er rent forretningsmessig orienterte eller også har spesielle samfunnsmessige oppgaver. Formålet med gjennomgangen er å illustrere min mer prinsipielle diskusjon i kapittel 2-3, samt verdiskapningsmodellen i kapittel 5. Som kilder har jeg benyttet dokumenter hentet fra det svenske næringsdepartementets webside, og da spesielt de årlige eierrapporteringene for 2001 og 2002 (*Årsrapport för företag med statligt ägande*; <http://www.naring.regeringen.se/fragor/statligaforetag/aktuellt/vb.htm>)²

Den svenske staten er fortsatt Sveriges største foretakseier, til tross for de betydelige privatiseringssalgene i løpet av 1990-tallet. Staten har eierskap i 56 virksomheter, hvorav 44 er heleide. Tabell 8.1 viser regnskapstall pr 31.12.02, totalt og fordelt på to grupper av foretak med hhv «markedsmessige krav» og med «spesielle samfunnsinteresser». Foretakene sysselsetter totalt ca 200 000 ansatte og har en bokført egenkapital på

nesten SEK 200 milliarder (begge tall vektet med statens eierandeler). Markedsverdien av statens eierskap er anslått til SEK 350-400 milliarder av det svenske næringsdepartementet pr 2002, jf kap. 4.5.

Ved inndelingen i de to gruppene med hhv markedsmessige krav og med spesielle samfunnsinteresser benyttes følgende kriterier:

Foretak med markedsmessige krav:

Disse selskapene vises i tabell 8.2, og de tilfredsstiller minst ett av kravene

- virker i et marked med full konkurranse,
- eieren (staten) stiller et markedsmessig krav til resultat og kapitalavkastning.

Eierforvaltningen har formulert markedsavledede avkastningskrav til egenkapitalen for mange av selskapene, jf kap. 4.4. Dette er gjort også for å unngå konkurransemessige vridninger i forhold til privateide selskaper. Selskapenes lønnsomhet vurderes løpende i forhold til disse kravene. I de senere år er fokus i forvaltningen dreiet mot målet om maksimering av egenkapitalens markedsverdi.

For selskapene i denne gruppen fremstår eiers vurdering av lønnsomhet og verdiskapning som mest mulig uavhengig av at staten (tilfeldigvis) er eieren.

² Jeg trekker også på mine erfaringer fra tidligere utredningsarbeid for Riksdagen og det svenske næringsdepartementet om den svenske privatiseringen, tidlig på 1990-tallet.

Tabell 8.2 Svensk statlig eide foretak med markedsmessige krav 2002 ¹

	Bransje	Omsetn.	Egenkapital	Stat eier %	Monopol	Statskjøp i % oms.
<i>Ikke børsnoterte</i>						
Vattenfall	Kraft	101 025	45 129	100		
Posten	Transport	23 632	2 587	100		1,7 %
Vin & Sprit	Dagligvarer	9 218	4 222	100		
Sveaskog	Basisindustri	8 390	12 727	100		
Green Cargo	Transport	6 141	467	100		
SJ	Transport	5 711	-149	100		
LKAB	Basisindustri	5 186	8 673	100		
Akademiske Hus	Eiendom	4 199	7 249	100	Delvis	
Vasakronan	Eiendom	2 899	9 116	100		
Swedcarrier	Transport	2 865	1 429	100		
Lernia	Arbeids- mark.	1 837	305	100		
SBAB	Finans	1 175	4 544	100		
Venantius	Finans	1 117	6 034	100	Delvis	
Specialfastigheter	Eiendom	997	1 275	100	Delvis	
Svensk Exportkreditt	Finans	843	3 765	64,7		0,6 %
Svenska Rymdbolaget	Telekom	447	696	100		
Vasallen	Eiendom	289	2 229	100		
Svenska Skeppshypotek	Finans	249	1 011	100		
Swedesurvey	Konsulent	91	40	100		
Dom Shvetsli	Eiendom	65	-324	36,0		
SweRoad	Konsulent	65	35	100		
Imego	Forskning	38	64	100		53 %
Kasernen Fastighets	Eiendom	22	100	100		
Civitas Holding	Forvaltning (Vasakronan)			100		
Stattum	Forvaltning (Sveaskog)		6 843	100		
		175 319	116 945			
<i>Børsnoterte (statens andel)</i>						
TeliaSonera	Telekom	27 362	50 061	46,0		
SAS	Transport	13 898	3 250	21,4		
Nordea	Finans	9 815	20 145	18,5		
OM	Finans	251	192	9,5		
Celtica	Eiendom	42	39	38,5		
		51 369	73 687			
Totalt		226 688	190 632			

¹ Forvaltet av næringsdepartementet, unntatt Svensk Exportkreditt (utenriksdep.), Swedesurvey (miljødep.) og Imego (undervisningsdep.). Verditall i SEK millioner.

Kilde: Årsrapport for foretak med statligt ägande 2002; Näringsdepartementet.

Foretak med spesielle samfunnsinteresser:

Disse selskapene vises i tabell 8.3, og de tilfredsstiller minst ett av følgende krav

- eieren (staten) styrer virksomheten på en «påtakelig og direkte måte»,

- selskapet virker i et marked «med spesielle forbehold»,
- enkelte av selskapene er (delvis) monopolister, mens andre er fullt konkurransutsatte.

Tabell 8.3 Svensk statlig eide foretak med spesielle samfunnsinteresser¹

	Dep. (ikke næring)	Bransje	Omsetn.	Egenkapital	Stat %	Monopol	Statskjøp i % oms.	Resultatkrav
Apoteket	Sosial	Medisiner	32 026	1 648	100	Legalt		Ja
Systembolaget	Sosial	Dagligvarer	19 132	1 410	100	Legalt		Ja
Svenska Spel	Finans	Tipping	17 989	4 211	100	Delvis		Ja
Samhall	Vernet arbeid		8 557	1 017	100		50%	
Luftfartsverket		Transport	5 384	2 985	AV ²	Delvis		Ja
Svenska kraftnät		Kraft	3 841	6 701	AV ²	Legalt	7%	Ja
Teracom		Telekom	1 778	662	100	Delvis	0,2%	Ja
Sjöfartsverket		Transport	1 450	794	AV ²		9%	Ja
Svensk Bilprovning		Biltilsynet	1 399	339	52	Legalt		
SOS Alarm		Alarm-sentral	619	156	50	Delvis	24%	Ja
SVEDAB		Øresund-bro	592	12	100		X	
ALMI	Konsulent		486	4 157	100		12%	
SP		Forskning	469	262	100		12%	Ja
Operan	Kultur	Kultur	367	1	100		84%	
Väg- och Baninvest		Infrastruktur	335	17	100			
Dramatiska Teatern	Kultur	Kultur	237	25	100		75%	
Sveriges Rese- & Turistråd	Marked		143	15	100		X	
IRECO		Forskning	85	1	55			
Swedfund	Utenriks	Finans	65	937	100			Ja
A-Banan		Transport	65	10	100		X	
Voksenåsen	Kultur	Kurssenter	43	8	100		X	
Gøta kanalbolag		Transport	40	41	100		43%	
SIS Miljömerkning	Landbruk	Konsulent	32	15	10		14%	
Bostadsgaranti		Finans	18	107	50			
Norrland Center		Konsulent	6	15	33,3			
Miljöstyrningsrådet	Miljø	Konsulent	3	1	100			
Totalt			95 161	25 547				

¹ Forvaltet av næringsdepartementet, med mindre angitt. Verdital i SEK millioner.

² Affärsverk.

Kilde: Årsrapport för företag med statligt ägande 2002; Näringsdepartementet.

Spesielle mål formuleres for det enkelte selskap. Benyttes et eksplisitt avkastningskrav, kan dette avvike fra hva som er vanlig for selskap som drives ut fra markedsmessige betingelser. Selskapene vurderes og følges opp ut fra mer kvalitative parametere utledet fra samfunnsøkonomiske og sektorpolitiske mål, i tillegg til vanlige effektivitetskrav. Krav til kostnadseffektivitet kan være prioritert. Graden av samfunnsinteresse og direkte

styring av eier kan avvike betydelig mellom selskapene.

Selskapene med markedsmessige krav i tabell 8.2 inkluderer det statlige eierskapet i 5 børsnoterte selskaper, men gruppen domineres av det heleide *Vattenfall*, målt både ved omsetning og egenkapital.. Disse selskapene er gjennomgående langt større enn foretakene med spesielle samfunnsinteresser i tabell 8.3. Det er interessant at *Posten*, *SJ*

(«Statsbaner») og *Sveaskog* («Statskog») forvaltes som selskap med vanlige markedsmessige resultatkrav, og det samme gjelder to transportselskaper utskilt fra SJ (*Green Cargo* og *Sweedcarrier*). Innen eiendomsvirksomhet ligger mesteparten av bygningsmassen benyttet av svenske universiteter og høyskoler (*Akademiska Hus*: eiendomsverdi ca 25 milliarder), eiendommer knyttet til det svenske forsvaret (*Kasernen* og *Vasallen*) og eiendommer benyttet i kriminal- og barnevernet (*Specialfastigheter*). Jeg vil se nærmere på kravstilling og lønnsomhet for disse selskapene, jf kap. 4.4.

Selskapene som forvaltes med hensyn til spesielle samfunnsinteresser (tabell 8.3) domineres omsetningsmessig av de tre statlige omsetningsmonopolene *Apoteket* (medisiner), *Systembolaget* (alkohol) og *Svenska Spel* (tipping). De to første er forvaltet av sosialdepartementet, mens *Svenska Spel* er forvaltet av finansdepartementet. Samlet overskudd for gruppen utgjøres nesten 100% av overskuddet i *Svenska Spel* (organisert tilsvarende Norsk Tipping; betaler ikke skatt; finansierer statskassen og litt til idrett). Gruppen inneholder også de tre «affärsverkene» *Svenska Kraftnät* («Statnett»), *Luftfartsverket* og *Sjöfartsverket*, som alle er forvaltet av næringsdepartementet. Disse seks virksomhetene er underlagt et resultatkrav (jf siste kolonne og tabell 8.5 nedenfor), i tillegg til at eier vurderer kvalitative sektormål. De resterende selskapene er gjennomgående små, og mange mottar statlige bidrag eller statlige kjøp (nest siste kolonne). Disse selskapene er underlagt krav om effektivitet og kostnadsdekning, men oppfyllelse av sektorpolitiske eller samfunnsmessige oppgaver dominerer i den løpende vurderingen av selskapene.

Det er grunn til å tro at omsetningsmonopolene vil gradvis miste sin monopolposisjon (EU-krav), og at de derfor vil kunne bli overført til gruppen av selskaper med markedsmessige krav. Selskapenes begrensede samfunnsmessige oppgaver bør uansett være enkle å håndtere utenfor eierrollen, f.eks. for *Apoteket* ved offentlige kjøp og prisregulering (sikre medisinalget i distriktene, og enhetlige priser) og for *Systembolaget* ved enkle konsesjonsvilkår (begrense alkoholomsetningen, dels gjennom butikketableringer og åpningstider, og dels ved kontroll av kundenes alder og edruelighet). EUs krav kan nok også redusere *Svenska Spels* posisjon som et meget effektivt beskatningsverktøy.

4.2 Organiseringen av eierforvaltningen

Mesteparten av kompetanse og ressurser i den svenske statlige eierforvaltningen er samlet i en

Tabell 8.4. Eierorganiseringen av svensk statlig eide foretak¹

Eierdepartement	Markeds- messige krav	Spesielle samfunnsin- teresser	Totalt
Næring	27	17	44
Finans		1	1
Sosial		2	2
Kultur		3	3
Landbruk		1	1
Miljø	1	1	2
Utdannelse	1		1
Utenriks	1	1	2
Totalt	30	26	56

¹ Antall foretak forvaltet i ulike departementer

Kilde: årsrapport för företag med statligt ägande 2002; Näringsdepartementet.

egen eieravdeling i næringsdepartementet. Her forvaltes 44 selskaper, inkludert de tre «affärsverkene». De resterende 12 selskapene er fordelt mellom fagdepartementer som vist i tabell 8.4, men også for disse selskapene har næringsministeren ansvaret for alle spørsmål angående kravet til en enhetlig eierforvaltning og nominering av styrepresentanter.

Den svenske staten har forsøkt å utvikle et enhetlig system for eierforvaltningen på tvers av selskapstype og eierdepartement. Dette har tre sentrale elementer (virkemidler):

1. Åpenhet / gjennomlysning

Dette er fremhevet som et selvsagt demokratisk krav fra de egentlige eierne, det svenske folket. Selskapene skal være minst like gjennomlyste som børsnoterte selskaper, og dette berører følgende områder:

- *selskapenes egen rapportering*: For eierforvaltningen tjener dette spesielt informasjonsbehovet i den løpende oppfølging og vurdering av selskapene. I tillegg til vanlige regnskapstall (resultat, balanse, cash flow og noter), skal det også gis informasjon om markedsutvikling, konkurranse og risiko, og ellers forhold som er nødvendige for å forstå selskapets verdiskapning. I tillegg kommer kravet om en vurdering av måloppfyllelsen av eventuelt spesielle samfunnsinteresser. Selskapenes rapportering skal være enkelt tilgjengelig på internett.
- *regjeringens eksterne rapportering*: Det skal være en felles og mest mulig enhetlig rapportering for alle selskapene på tvers av type og

eierdepartement. Regjeringen utgir en årlig eierberetning som retter seg mot allmennheten, media, fagforeninger, o.a.. Denne er håndtert av eieravdelingen i næringsdepartementet, og inngår som vedlegg i regjeringens årlige eierskapsmelding til Riksdagen («skrivelse»). Siden 2000 utgis også mer aggregerte kvartalsrapporter.

- *generalforsamlingen*: Selskapene kan vedtektsfeste at generalforsamlingen er åpen for allmennheten (eks. Vattenfall). Riksdagens medlemmer har uansett møterett.

II. Fokus på kjernevirksomhet

Regjeringen vektlegger betydningen av at selskapene fokuserer på sin kjernevirksomhet, og at selskapene derfor ikke bør ha for mye egenkapital. Eierberetningen for 2001 hevder at statlig eide selskap gjennomgående har for mye egenkapital, og at dette kan skyldes at ledelsen ønsker å beskytte seg mot usikkerhet om eierens, statens, fremtidige vilje til å skyte inn ytterligere kapital. Også i privateide selskaper vil ledelsen ofte akkumulere tilbakeholdte overskudd utover det som er nødvendig for å finansiere løpende investeringer. Dermed skapes et internt kapitalmarked som kan eliminere eiernes kontroll med fremtidige investeringer. Både i privat og statlig eide selskaper forsøker man å dempe dette problemet gjennom en stabil og relativt stram utbyttepolitikk. Denne forsøker å balansere ledelsens behov for finansielt armslag mot eiernes ønske om å begrense investeringer til verdiskapende prosjekter, jf kap. 6. Forskjellen mellom private og statlig heleide selskaper er at de private kan henvende seg til kapitalmarkedet for nye egenkapitalinnskudd, uten å være avhengig av aksept fra en enkelt eier.

Det svenske næringsdepartementets eierberetning for 2002 signaliserer en finansiell ordning som kan redusere statlige selskapers risiko ved fremtidige kapitalinnbehov. Denne innebærer at eierskapsorganet disponerer en rentebærende konto i sentralbanken, som godskrives med motatte utbytter fra selskapene og som kan benyttes til kapitalinnskudd i samme eller et annet selskap (egenkapital eller lån). På denne måten kan forvaltningen også utjevne forskjeller over tid mellom selskapenes lønnsomhet og investeringsbehov. Dette vil allikevel ikke eliminere den politiske risikoen knyttet til fremtidige kapitalinnskudd, siden større kapitalinnskudd må godkjennes av Riksdagen. *Dette er en mekanisme som bør vurderes i den norske statlige eierforvaltningen, eventuelt også*

kombinert med en utskillelse av forvaltningen i et eget fond.

Det svenske næringsdepartementets eierberetning for 2001 fremhever også et kostnadsproblem ved de statlige selskapenes akkumulering av overskudd, nemlig at egenkapital er dyrere enn gjeld pga en større risikopremie og høyere effektiv skatt (gjeldsrenter er fradragsberettigede). Jeg tror at dette bygger på en misforståelse. For det første fordi egenkapitalens større risikopremie reflekterer en faktisk merkostnad for eierne, siden de bærer større risiko enn kreditorene (denne risikopremien vil dessuten synke ved bruk av mer egenkapital). For det andre fordi skattebesparelsen ved bruk av gjeld er irrelevant for staten som eier (svensk dobbelbeskatning av eierinntekter kun relevant for private investorer). *For staten som eier koster egenkapital og gjeld det samme på risikojustert basis.* Problemet ved overkapitaliserte, statlig eide selskaper må derfor isteden knyttes til udisiplinerte styrer/lederteam og tendensen til verdiløsende investeringer.

III. Effektive styrer og revisorer

Den svenske regjeringen har som uttalt mål at styrene skal ha høy kompetanse som er tilpasset selskapenes virksomhet, situasjon og utfordringer. Styrets sammensetning skal derfor endres i takt med utviklingen i selskapet og bransjen, og det er illustrerende at regjeringen i løpet av de tre årene 1999-2001 utnevnte hele 194 nye styremedlemmer. Et styremedlem skal ha høy kompetanse innenfor forretningsvirksomhet, selskapsutvikling, spesielle bransjeforhold eller finans. Det vektlegges at styrets størrelse begrenses (velkjent at mindre styrer gjennomgående er mest effektive). Det er interessant å notere at eierdepartementene kan selv stille et styremedlem (ingen svensk «Kings Bay erfaring»).

Det er vanskelig ut fra selskapenes styrelister å vurdere hvorvidt den svenske staten har oppnådd det ideelle ønsket om profesjonelle og kompetente styrer. En sammenligning av listene mellom de to selskapsgruppene indikerer at sentrale politikere fortsatt preger styrene i selskaper med spesielle samfunnsinteresser. Dette er for så vidt akseptabelt, gitt at flere av disse selskapene har prioriterte samfunnsmessige mål, men det forutsetter naturligvis at styret ellers preges av personer med nødvendig forretningsmessig eller finansiell kompetanse.

De amerikanske og europeiske selskapsskandalene knyttet bl.a. til svake revisorer (i tillegg til svake styrer) preger også den svenske statlige vur-

deringen av revisors kompetanse og uavhengighet. Dette vektlegges sterkt i eierskapsberetningen for 2002. Det samme gjelder bruk av insentivprogrammer for ledelsen og ansatte, i tillegg til selskapenes samfunnsmessige og etiske ansvar.

4.3 Den svenske regjeringens eierrapportering

Gjennomlysning og åpenhet er et uttalt hovedpoeng for den svenske eierskapsforvaltningen. Dette fordrer bl.a. en enhetlig og konsistent vurdering og rapportering (årlig og kvartalsvis) av eierporteføljens utvikling. Årsrapporten for 2002 inneholder i del 1 en god presentasjon og vurdering av prinsippene og viktige elementer i den statlige eierforvaltningen. Dette følges i del 2 av en beskrivelse av organiseringen og kostnadene ved forvaltningen. Kostnadene er svært lave i forhold til kostnadene ved vanlig finansiell forvaltning, kun ca 0,02% av porteføljens markedsverdi (mens Petroleumsfondet har en forvaltningskostnad på anslagsvis 0,2% for aksjedelen av fondet). En direkte sammenligning er allikevel lite meningsfull, gitt at porteføljen inneholder svært få selskaper og at forvaltningen ikke medfører handlekostnader. På den annen side er det betydelige kostnader knyttet til bruk av (dyre) rådgivere.

Del 2 av eierrapporten inneholder også en presentasjon av viktige forretningsmessige begivenheter og regnskapsmessige hovedtall for selskapene. Dette følges av separate presentasjoner i del 3-5 av hhv selskaper med markedsmessige krav, børsnoterte selskaper og selskaper med spesielle samfunnsmessige interesser. Hver av delene presenterer både aggregerte tall for selskapsgruppen og detaljerte beskrivelser og tall for det enkelte selskap. Rapporten finnes på web-adressen <http://www.naring.regeringen.se/fragor/statligaforetag/aktuellt/vb.htm>, og er verdt et nærmere studium.

Rapporteringen fremstår som forbilledlig konsistent på tvers av de to selskapsgruppene. For selskaper med spesielle samfunnsmessige interesser er det imponerende hvordan man får frem økonomiske resultater og effektivitet, ved siden av vurderingen av oppfyllelsen av de spesielle samfunnsmessige målene. Dette er nok en viktig disiplineringmekanisme for selskapets ledelse, for eieren selv, og for særinteresser utenfor selskapet. Det er også interessant å se hvordan selskapsbeskrivelsen har blitt forenklet og endret i positiv

retning siden årsrapporten for 2001 (også tilgjengelig på næringsdepartementets webside, sammen med kvartalsrapporter, men som jeg har vanskelig for å forstå verdien av, spesielt gitt statens langsiktige eierskap). Figur 8.1 og 8.2 viser to eksempler på presentasjonen i årsrapporten for 2002 av hhv *Vattenfall* (markedsmessige krav; forvaltet av næringsdepartementet) og *Systembolaget* (spesiell samfunnsmessig interesse; forvaltet av sosialdepartementet). I tillegg til en uthevet, kort beskrivelse av selskapets historie og virksomhetsidé, inneholder den verbale delen to deler:

1. *Selskapets virksomhet*: (i) beskrivelse av virksomheten, strategi og viktige selskaps- og markedsendringer, (ii) selskapets visjon, og (iii) eiers vurdering av årets virksomhet.

2. *Selskapets økonomi*: (i) beskrivelse av årets økonomiske resultater, (ii) presentasjon av eiers krav til avkastning, kapitalstruktur og utbyttepolitikk, og (iii) eiers vurdering av selskapets resultater, finansielle stilling og fremtidsmuligheter (minimalt for *Systembolaget*).

Dette gir et nyttig oversiktsbilde, og en god aperitiff før man evt. går til selskapets webside, for selskapet årsrapport. De viktigste regnskaps- og nøkkeltall for siste to år er svært klart og konsistent presentert:

3. Viktige tall fra *resultat-, balanse- og kontantstrømregnskapet*, som suppleres med tall for bruttoinvesteringer og avskrivninger i den nedre delen av rapporten. Jeg er imponert over utvalget av tall. Dette er tilstrekkelig for en første vurdering av selskapets lønnsomhetsnivå og -utvikling, og ikke for mye til at man mister oversikten. En profesjonell vurdering av selskapets lønnsomhet vil selvfølgelig fordre lengre tidsserier, noen ytterligere tall (eks. ekstraordinære inntekter/kostnader og nedskrivninger) og notemateriale fra selskapets egen årsrapport.

4. *Nøkkeltall*: Disse er definert i siste del 6 av rapporten. Man har overdrevet antall rentabilitets-tall, hele fire. Det er normalt tilstrekkelig med rentabilitet for egenkapitalen etter skatt og for sysselsatt kapital (som også burde vært etter skatt for en sammenlignet med et vanlig definert vektet avkastningskrav). Rentabilitet for driftsrelatert kapital (ekskl. finansplasseringer) kan være nyttig, men kun dersom det er betydelig forskjell mellom selskapene i andelen finansplasseringer. Det oppgitte rentabilitetstallet for totalkapitalen har uansett liten mening.



Vattenfall AB bildades 1992 etter riksdagsbeslut 1991 om bolagisering där huvudmotivet var att effektivisera förvaltningen av statens kapital, samt möjliggöra konkurrens på samma villkor som konkurrenterna och ta vara på affärsmöjligheter utomlands. Riksdagen har vidare beslutat att Vattenfall skall drivas på ett affärsmässigt sätt och uppfylla marknadsmissiga avkastnings- och utdelningskrav.

VERKSAMHET

Vattenfall producerar, distribuerar och seljer el og varme. Foretaget ar verksamt i framst Sverige, Finland, Tyskland og Polen. Vattenfall, med en vision att bli ett ledande europeisk energibolag, har en marknadsandel på cirka 20 prosent i Norden og ar det femte største elforetaget i Europa. Konsolideringen inom energibranschen fortsatte under 2002 og i korjan av 2003, med blant annet tyske E.ONs forvrv av Ruhrgas.

Vattenfall konsoliderade under aret sine tyske forvrv under Vattenfall Europe som nu star for cirka 60 prosent av foretagets omsatning. Besparingar på cirka 500 millioner euro per ar skall nas i Tyskland fram og med 2005. Vattenfall fortsatter sin fokusering på kernverksamheten.

Mål

Vattenfalls verksamhetsmal ar att vara nummer ett for kunden, miljøn og økonomin.

Utvurdering

Foretaget har under aret beslutat om en investering på 600 Mkr for att forbattra for kunderna genom att eksempelvis installere elmaltare og utvekkle mer begriplige rakninger. Foretaget har beslutat om store investeringar i Uppsala og

Munksund for att oka effektiviteten og dermed verka for en battre miljøn.

EKONOMI

Resultat fore skatt okade med 34 prosent till 9 987 Mkr framst tack vare en okad losnsambet i Tyskland, forbattrat resultat inom Elproduksjon Norden og Marknad Norden samt minskede forluster inom IT-verksamheten som avvekkdats. Resultatet efter skatt okade med 81 prosent till 7 566 Mkr. Foretaget kunde utnyttja forlustavdrag i Tyskland vilket gav en lag skattesats og en avkastning på eget kapital⁹ på 19 (12) prosent. Rentetackningsgraden var 2,6.

Mål

De finansielle malen ar en rentabilitet på eget kapital på 15 prosent og en rentetackningsgrad på 3,5-5. Agaren har uttrykket att foretaget bor ha en kreditrating inom kategorin Single A. Standard & Poors bekraktade i april en single A minus rating og hoyde utsikten till stabile fram negativt.

Utvurdering

Foretaget har lyckats veka snabbt med tilvuxet i resultatet. Foretaget arbeitar med att oka losnsambeten inom alle affersomradene, ett arbete som skall fa fullt gjennomslag fram og med 2005. Avkastningen var under 2002 pavirket av den lage skattesatsen, men foretaget bedoms nå avkastningsmalet 2005. Samtidig ar balansrakningen anstrangt og finansiell disiplin ar nodvandig for att foretaget skall kunna halla sitt kreditbetyg. Foretaget maste fokusere på rationaliseringsarbeidet og rikta oppmarksambet mot att utvinne synergier i Tyskland. Styrelsen har foreslagit en utdelning på 1 485 Mkr vilket motsvarer ett snitt mellom 1998-2002 på 39 prosent av resultatet efter skatt.

RESULTATRAKNING, Mkr			
	2002	2001	
Nettoomsatning	101 025	69 003	
Kostnader	-87 452	-60 692	
Jamforellestirande poster	447	1 127	
Resultat fra andelar i inntesforetag	-657	511	
Roreseresultat	13 363	9 959	
Finansielle inntakter	3 010	2 222	
Finansielle kostnader	-6 386	-4 737	
Resultat fore skatt	9 987	7 454	
Skatt	-1 763	-2 167	
Minoritet	-658	-1 097	
Arete resultat	7 566	4 190	

BALANSRAKNING, Mkr			
	2002	2001	
Tilgangar			
Ej rentebarende anlaggningsstilg	217 123	197 089	
Rentebarende anlaggningsstilg	527	1 798	
Ej rentebarende omsatningsstilg	32 555	24 823	
Rentebarende omsatningsstilg	26 061	19 223	
Totale tilgangar	276 276	259 043	
Eget kapital, avsetninger og skulder			
Eget kapital	45 129	39 578	
Minoritet	9 960	19 080	
Rentebarende avsetninger	98	190	
Ej rentebarende avsetninger	97 480	90 766	
Rentebarende langfristige skulder	67 157	58 420	
Ej rentebarende langfristige skulder	1 589	1 599	
Rentebarende kortfristige skulder	27 582	30 113	
Ej rentebarende kortfristige skulder	27 281	19 297	
Totale skulder og eget kapital	276 276	259 043	

KASSAFLODE, Mkr			
	2002	2001	
Kassaflode fra lopande verks	20 103	10 442	
Kassaflode fra investeringsverks	-36 249	-22 984	
Kassaflode fra finansieringsverks	4 155	15 099	

NYCKELTAL			
	2002	2001	
Re (genomsnitt), %	19,1	11,8	
Rt (genomsnitt), %	6,1	6,5	
Royss (genomsnitt), %	11,0	10,2	
Rop (genomsnitt), %	12,0	9,4	
Soliditet, %	20,0	22,7	

OVRIGT, Mkr			
	2002	2001	
Foreslagen utdeling	1 485	1 030	
Bruttoinvesteringar	39 932	43 443	
Av- og nedskrivninger	15 118	10 830	
Antal ansatte i medeltal	34 248	23 814	
- varav kvinner	7 738	5 295	
Sjukfravaro, %	5,0	4,0	
Statens agerandel, %	100	100	

RANTABILITET PÅ EGET KAPITAL, %

År	Mål (%)	Utfall (%)
2000	15	19.1
2001	15	11.8
2002	15	19.1

Jamstillingspolicy JA
 Andel kvinner 23%
 Miljøpolicy JA
 Miljøledningsystem EMAS/ISO i Norden

Styrelse 2002/2003

Ordf: Dag Klackenber. *Lead:* Lars Josefsson, Goran Johansson, Kent Ogren, Jan Gronlund, Peter Lindell, Elisabet Salander Bjorklund, Annette Brodin-Rampe, Christer Badholm, Peter Fallenius. *Arbrep:* Johnny Bernhardsson, Lars Carlberg, Ronny Ekwall. *Arbrepssuppl:* Lars Carlsson, Stig Lindberg, Per-Ove Loo. (Goran Johansson og Lars Carlberg avgick på ordinare bolagsstamma 2003). *Revisor:* Kent Ogren og Goran Johansson, Ernst & Young samt Filip Cassel, RRV.

Figur 8.1



Systembolaget AB är det särskilda företag, ägt av staten, som enligt alkohollagen (1994:1738) ensam skall svara för detaljhandel med spritdrycker, vin och starköl. Systembolagets verksamhet regleras förutom i alkohollagen i ett avtal mellan företaget och staten. 1997 slog EG-domstolen fast att ett statligt detaljhandelsmonopol för alkoholdrycker utformat och anpassat såsom det svenska Systembolaget inte stred mot EG-rätten.

VERKSAMHET

Huvuduppgiften för Systembolaget är att med ensamrätt sälja alkoholdrycker till allmänheten. Denna ensamrätt har ett socialpolitiskt syfte och begränsar alkoholens tillgänglighet. Denna begränsning kommer till stånd genom att företaget dels har kontroll över butikstablingar och öppettider, dels ser till att alkoholdrycker inte lämnas ut till personer som är under 20 år, är märkbart påverkade eller då det finns anledning anta att varan är avsedd att olovligt tillhandahållas någon. Systembolaget skall vara ett modernt, effektivt detaljhandelsföretag som med ansvar säljer alkoholdrycker och förmedlar en god dryckeskultur.

Mål

Med utgångspunkt i uppdraget från regering och riksdag skall företaget utveckla och tydliggöra det sociala ansvaret, ge en god service till kunderna samtidigt som verksamheten skall bedrivas ekonomiskt effektivt.

Utvärdering

En av de viktigaste delarna av företagets sociala ansvar är att ungdomar under 20 år inte skall kunna köpa alkohol i systembutikerna. Genomförda mätningar visar att ålderskontrollen är effektiv. Ytterligare insatser för att förstärka ålderskontrollen kommer att prioriteras för att bli ännu bättre. Kommunikation kring hälsa

och alkoholens risker sker löpande med inriktning att öka kunskapen om alkoholens effekter hos allmänheten. Systembolagets service och personalens kunnighet beskrivs i olika undersökningar som i nivå med annan detaljhandel.

Under 2002 hade Systembolaget 98,7 miljoner kundbesök. Den största enskilda försäljningsdagen var måndagen den 30 december med 905 300 kundbesök.

En miljökonsekvensutredning av Systembolagets verksamhet har genomförts och ligger till grund för hur miljöarbetet skall integreras som en naturlig del av verksamheten.

EKONOMI

Systembolagets omsättning under 2002 ökade med 4,9 procent till 19 132 (18 241) Mkr. Resultatet före skatt uppgick till 202 (197) Mkr. Under 2002 såldes 347,3 miljoner liter alkoholdrycker. Det är en ökning med 8,3 procent jämfört med år 2001 mätt i ren alkohol. I volym ökade försäljningen med 9,5 procent. Försäljningsökningen dämpades under slutet av året. Under december var ökningen 4,7 procent mätt i ren alkohol.

Mål

Avkastningsmålet för eget kapital skall långsiktigt motsvara den ticåriga obligationsräntan med ett tillägg av fyra procentenheter.

Utdelningen bör, under förutsättning att aktiebolagslagens utdelningsregler medger detta, uppgå till ett belopp motsvarande minst hälften av vinsten efter skatt med beaktande av soliditetsmålet som är cirka 30 procent. Om vinsten varaktigt överstiger avkastningsmålet bör detta på sikt komma kunderna tillgodo genom anpassning av handelsmarginalen.

Utvärdering

Räntabiliteten på eget kapital⁹ 2002 uppgick till 10,8 procent.

Styrelse 2002/2003

Ordf: Olof Johansson. Vice ordf: Anna Hedberg. Led: Elisebeht Markström, Ulf Melin, Marianne Nivert, Leif Linde, Ewa Persson Göransson, Bengt Silfverstrand. Arbrap: Sven-Olof Danielsson, Eva Hagelberg. Suppl: Margareta Andersson, Robin Dahl, Evert Lindholm, Ingvar Löfström, Karin Pilsäter. Arbrepsuppl: Håkan Eilffors, Hans Kjelström. Revisoren: Bo Axberg, SET Revision och Curt Öberg, RRV. (Curt Öberg ersattes av Filip Cassel vid ordinarie bolagsstämma 2003).

RESULTATRÄKNING, Mkr	2002	2001
Nettoomsättning	19 132	18 241
Kostnader	-18 969	-18 059
Rörelseresultat	163	182
Finansiella intäkter	45	45
Finansiella kostnader	-6	-6
Resultat före skatt	202	197
Skatt	-60	-60
Årets resultat	142	137

BALANSRÄKNING, Mkr	2002	2001
Tillgångar		
Ej räntebärande anläggningstillgångar	1 332	1 332
Räntebärande anläggningstillgångar	20	20
Ej räntebärande omsättningstillgångar	1 010	8 110
Räntebärande omsättningstillgångar	2 344	1 810
Totala tillgångar	4 706	3 700
Eget kapital, avsättningar och skulder		
Eget kapital	1 410	1 410
Räntebärande avsättningar	0	0
Ej räntebärande avsättningar	269	269
Ej räntebärande långfristiga skulder	1	1
Ej räntebärande kortfristiga skulder	3 026	2 010
Totala skulder och eget kapital	4 706	3 700

KASSAFLÖDE, Mkr	2002	2001
Kassaflöde från löpande verksamhet	1 525	2 310
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-165	-2
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-215	-8

NYCKELTAL	2002	2001
Re (genomsnitt), %	10,3	11,1
Rt (genomsnitt), %	4,9	4,9
Rays (genomsnitt), %	15,0	15,0
Rop (genomsnitt), %	neg	neg
Soliditet, %	30,0	38,1

OVRIGT, Mkr	2002	2001
Föreslagen utdelning	80	80
Bruttoinvesteringar	232	232
Av- och redskrivningar	248	1
Antal anställda i medeltal	3 003	3 220
- varav kvinnor	1 867	2 000
Sjukfrånvaro, %	4,85	4,85
Statens ägarandel, %	100	100

GENOMFÖRDA ÅLDERSKONTROLLER, %



Jämställdhetspolicy
Andel kvinnor6
Miljöpolicy
MiljöledningssystemEC

Figur 8.2

4.4 Økonomiske kravstilling, lønnsomhet og markedsverdier

Tabell 8.5 presenterer eierkrav til avkastning, ubytte og egenkapitalandel som er benyttet ved vurderingen av enkelte selskaper i årsrapporten for 2002 (selskapene er ordnet etter type krav og kravets størrelse). Dette dekker 17 av de 25 selskapene med markedsmessige krav, men kun 9 av de 26 selskapene med spesielle samfunnsmessige interesser. *Det er ikke oppgitt krav for de børsnoterte selskapene.* Dette er fornuftig, for det første fordi ledelsen i disse selskapene likevel får informasjon fra børsprisingen, og for det andre fordi uttrykte krav fra en statlig eier faktisk kan virke uheldig overfor de andre eierne. Mange av kravene er sannsynligvis formulert av eierskapsorganet (næringsdepartementet), men for flere av selskapene må nok disse kravene isteden oppfattes som mål formulert av styret/administrasjonen (merket med * i tabell 8.5 og 8.6).

Flesteparten av avkastningskravene er definert etter skatt, og sammenlignes med etter skatt rentabilitet for egenkapitalen i 2002 i tabell 8.6 (inneholder ytterligere selskaper). Avkastningskravene er definert som gjennomsnittlig rentabilitet over en full konjunktursykel, mens resultatet for flere av selskapene reflekterer at 2002 var et vanskelig år, og spesielt for *Posten* og de børsnoterte selskapene. For de tre jernbanerelaterte selskapene (*SJ*, *Green Cargo* og *Sweedcarrier*) har nok de elendige resultatene mer en strukturell enn en konjunkturrell forklaring, og er muligens også knyttet til ekstraordinære nedskrivninger av anleggsmidler.

Avkastningskravene formulert av eierskapsorganet er gjennomgående uttrykt som mellomlang statsrente (5 år) pluss en risikopremie, mens de faste prosentkravene nok reflekterer ledelsens rentabilitetsmål mer enn eiers minimumskrav. Her ville et fast realkrav være mer passende, gitt de senere års betydelige reduksjon i inflasjonen.

Risikopremiene i avkastningskravene fremstår som relativt sjablonmessig fastsatt. Dette er fornuftig gitt vanskelighetene knyttet til en kvantifisering av relativ risiko for ikke-børsnoterte selskaper, og fordi størrelsen på en representativ risikopremie også er usikker. Risikopremien er satt til 2,5% for lavrisikoselskapene *Akademiske Hus*, *Kasernen* og *Specialfastigheter* (alle eiere av offentlig leide eiendommer) og *Skeppshypotek* (pantesikrede lån til svenske rederier; ikke kredittap siden 1929). Dette virker rimelig og innbyrdes konsistent for disse selskapene (eiendomsselskapene kan forventes å ha omtrent samme konjunkturrelle forretningsrisi-

ko, og bokført egenkapitalandel er også den samme, ca 25% av sysselsatt kapital).

Risikopremien er satt til 5% for *Vasakronan* (ett av Sveriges største forretningseiendoms-selskaper) og for *SBAB* («Husbanken»; boligfinansiering). Dette virker høyt for siste selskap, gitt den antatt lave risiko ved boligfinansiering, men selskapet har på den annen side en svært lav egenkapitalandel (ca 3%). Risikopremien på 6% for *Vin & Sprit* («Arcus») virker i hvert fall svært høy. Dette er produsenten av bl.a. Absolut Vodka (verdens tredje mest solgte spritmerke). Selskapet må antas å ha relativt ubetydelig konjunkturrell forretningsrisiko, mens den mer langsiktige risikoen knyttet merkevareposisjonen er diversifiserbar for eieren (staten), og bør derfor ikke påvirke risikopremien. Det høye avkastningskravet kan heller ikke forklares ved en lav egenkapitalandel. Bokført egenkapital på 4,2 milliarder utgjør riktignok kun ca 35% av selskapets sysselsatte kapital (rentebærende gjeld utgjør 8,5 milliarder, etter flere oppkjøp), men utgjør minst 75% regnet til markedsverdi av egenkapitalen, som er det relevante ved fastsettelse av avkastningskrav.

Jeg anslår således markedsverdien av selskapets egenkapital til SEK 25-30 mld, eller 5-7 ganger bokført egenkapital. I løpet av de siste tre årene har *Vin & Sprit* hatt ca 30% etter skatt rentabilitet på egenkapitalen, og en årlig omsetnings- og resultatvekst på ca 25%. Under forutsetning av at EK-rentabiliteten gjennomsnittlig opprettholdes med ca 28% og at EK-kravet er satt til 7% (realistisk risikopremie 3%), kan egenkapitalens statiske verdi anslås til 4 ganger bokført verdi (jf kap. 5.4, at statistisk marked/bok = rentabilitet/krav). Langsiktig vekst kan nok settes relativt høyt, mens vekstrentabiliteten bør reduseres i forhold til statistisk rentabilitet. Nettoeffekten er uansett at egenkapitalen kan prises til minst 5-7 ganger bokført verdi, eller SEK 20-30 milliarder, som tilsier en markedsmessig egenkapitalandel på 70-80%.

Jeg er ellers forbauset over at man i eierforvaltningen vektlegger avkastningskrav for selskapenes egenkapital, isteden for å bruke totalkrav for selskapets sysselsatte kapital (vektet avkastningskrav for egenkapital og rentebærende gjeld). Dette er ulikt vanlig kravpraksis innenfor selskaper, både privat og statlig eide, hvor totalkrav dominerer. Bruk av egenkapitalkrav kan derfor vanskeliggjøre eierens kommunikasjon med selskapene.

Som diskutert i kapittel 7, vil risikopremien i et egenkapitalkrav i prinsippet variere omvendt proporsjonalt med endringer i egenkapitalens andel av sysselsatt kapital, regnet til markedsverdier. Dersom risikopremien er f.eks. 4% ved en egenka-

Tabell 8.5 Kravstilling overfor selskapene¹

	Bransje	Egenkapital (mill.)	Monopol	Statskjøp % oms.	EK-krav ² (etter skatt)	Utbytte	EK-andel
<i>Selskaper med markedsmessige krav (17 av 25)</i>							
Vin & Sprit	Dagligvarer	4 222			5år + 6%	50%	
Vasakronan	Eiendom	9 116			5år + 5%	3% EK	35%
SBAB	Finans	4 544			5år + 5%	1/3	
Akademiske Hus	Eiendom	7 249	Delvis		5år + 2,5%	50%	25%
Specialfastigheter	Eiendom	1 275	Delvis		5år + 2,5%	50%	20%
Skeppshypotek	Finans	1 011			5år + 2,5%	Nei	□ 10%
Kasernen	Eiendom	100			5år + 2,5%	50%	25%
Vattenfall	Kraft	45 129			15%*		A-rating
SJ	Transport	-149			13%*	1/3	50%
Lernia	Arbeidsmarked	305			13%*		40-50%
Rymdbolaget	Telekom	696			11%*	35%	
Posten	Transport	2 587		1,7 %	10%*		30%
LKAB	Basisindustri	8 673			15% f.sk*	40%	
Sveaskog	Basisindustri	12 727			5% realisert*		
Vasallen	Eiendom	2 229			EVA: +0,5% *	50%	
Swedcarrier	Transport	1 429			Konk.dyktig	50%	30%
Exportkreditt	Finans	3 765		0,6 %	Tilfredsstillende		
		104 908					
<i>Selskaper med spesielle samfunnsinteresser (9 av 26)</i>							
Systembolaget	Dagligvarer	1 410	Legalt		10år + 4%	50%	30%
Luftfartsverket	Transport	2 985	Delvis		8 %	1/3	25%
SOS Alarm	Alarmsentral	156	Delvis	24%	8 %	3% EK	
Svenska kraftnät	Kraft	6 701	Legalt	7%	7 %	65%	35%
Sjöfartsverket	Transport	794		9%	7 %	1/3	30%
Swedfund	Finans	937			1år stat		
Apoteket	Medisiner	1 648	Legalt		Langsiktig sunn	Ja	
SP	Forskning	262		12%	Langsiktig sunn	Nei	
Svenska Spel	Tipping	4 211	Delvis			100%	
		19 104					

¹ Selskapene er ordnet etter type og størrelse av egenkapitalkrav.

² EK-kravene merket med * er nok styrets/ledelsens målsetning, mer enn eiers krav. «5 år» = 5-års statsrente.

Kilde: årsrapport for foretak med statligt ägande 2002; Näringsdepartementet.

pitalandel på 60%, øker premien til 6% hvis egenkapitalandelen faller til 40% (= 4% □ 0,60 / 0,40). Dette betyr at egenkapitalkravet kan variere betydelig over en konjunktursykkel, når egenkapitalens markedsverdi varierer, eller som følge av andre, midlertidige eller strukturelle endringer i markedsverdien. Totalkravet vil derimot være konstant så lenge selskapets forretningsrisiko ikke endres.

Eierforvaltningen spesifiserer også et langsiktig krav til selskapenes egenkapitalandel. Det er uklart hvorvidt dette kan oppfattes som et mini-

mums- eller maksimumsnivå, jf diskusjonen i kap 4.2 om selskapenes manglende fokus på sin kjernevirksomhet. Dette vil ikke fjerne problemet med en varierende egenkapitalandel i forhold til bruk av et fast egenkapitalkrav. For det første, fordi selskapene kan ha betydelig variasjon i egenkapitalandelen, selv om den langsiktige andelen er spesifisert. For det andre, fordi kravet til langsiktig egenkapitalandel er satt ut fra bokførte verdier, mens avkastningskravet reagerer på variasjoner i egenkapitalandelen regnet til markedsverdier. Dette vil normalt ikke være noe problem i forhold

Tabell 8.6 EK-rentabilitet og utbytte 2002 relativt EK-krav¹

	Bransje	Egenkapital (mill.)	EK-krav ² (etter skatt)	EK-rentabilitet 2002	Utbytte 2002 (mill.)
<i>Markedsmessige krav (19)</i>					
Vin & Sprit	Dagligvarer	4 222	5år + 6%	32%	500
Vasakronan	Eiendom	9 116	5år + 5%	5%	216
SBAB	Finans	4 544	5år + 5%	10%	137
Akademiske Hus	Eiendom	7 249	5år + 2,5%	7%	245
Specialfastigheter	Eiendom	1 275	5år + 2,5%	6%	40
Skeppshypotek	Finans	1 011	5år + 2,5%	7%	
Kasernen	Eiendom	100	5år + 2,5%	22%	10
Vattenfall	Kraft	45 129	15%*	18%	1 485
SJ	Transport	-149	13 %*	-118%	
Lernia	Arbeidsmar- ked	305	13 %*	9%	9
Rymdbolaget	Telekom	696	11%*	5,5%	1
Posten	Transport	2 587	10%*	-27%	
LKAB	Basisindustri	8 673	15% f.sk*	3,5%	231
Sveaskog	Basisindustri	12 727	5% realisert*	5,4%	296
Vasallen	Eiendom	2 229	EVA +0,5%*	1,3%	17
Swedcarrier	Transport	1 429	Konk.dyktig	-27%	
Exportkreditt	Finans	3 765	Tilfredsstillende	13%	320
Venantius	Finans	6 034	Nei	16%	
Green Cargo	Transport	467		-46%	
		111 409		5%	3 507
<i>Børsnoterte (4)</i>					
TeliaSonera	Telekom	50 061		-9,6%	847
Nordea	Finans	20 145		7,5%	1122
SAS	Transport	3 250		-0,9%	0
OM	Finans	192		-3,3%	8
		73 648		-1%	1 977
<i>Spesielle samfunnsinteresser (10)</i>					
Systembolaget	Dagligvarer	1 410	10år+4%	10,3%	80
Luftfartsverket	Transport	2 985	8 %	3,6%	35
SOS Alarm	Alarmsentral	156	8 %	0,0%	5
Svenska kraftnät	Kraft	6 701	7 %	7,8%	356
Sjöfartsverket	Transport	794	7 %	2,3%	6
Swedfund	Finans	937	1år stat	3,7%	
Apoteket	Medisiner	1 648	Langsiktig sunn	0,7%	100
SP	Forskning	262	Langsiktig sunn	4,7%	
Svenska Spel	Tipping	4 211		105%	4 210
Teracom	Telekom	662		-27%	
		19 766		18%	4 792
Totalt 33 selskaper		204 823		4,4%	8 049

¹ Rentabilitet etter skatt på årets gjennomsnittlige egenkapital² EK-kravene merket med * er nok styrets/ledelsens målsetning, mer enn eiers krav. «5 år» = 5-års statsrente.

Kilde: årsrapport for foretak med statligt ägande 2002; Näringsdepartementet.

til andre feil og skjønn ved kravsettingen, men kan være et betydelig problem for selskaper med spesielt dårlig eller god lønnsomhet, f.eks. *Vin & Sprit*.

4.5 Markedsverdien av den svenske statlige selskapsporteføljen

Eierrapporten for 2002 anslår markedsverdien av den svenske statlig eide selskapsporteføljen til SEK 350–410 milliarder, eller 1,6-1,9 ganger den bokførte verdien av egenkapitalen på SEK 216 milliarder. Tabell 8.7 presenterer en enkel, aggregert etterprøving av dette verdianslaget, og er ment som en illustrasjon av verdimodellen i kap. 5. Mitt anslag SEK 370 milliarder på totalverdien ligger nær midten av departementets verdiintervall.

De børsnoterte selskapene er priset til statens andel av børsverdiene ved årsslutt 2002. For TeliaSonera kan det argumenteres for en 20-30% oppjustering av verdiene, for å hensynta en statlig kontrollpremie (eller rabatt). Dette vil tilsi at mitt anslag på porteføljens totale markedsverdi økes til ca SEK 390 milliarder. For de ikke-børsnoterte selskapene gjør jeg fire grovanslag på marked/bokfaktorer, angitt ved kursive tall i siste kolonne i tabellen. For *Vattenfall* anslår jeg markedsverdien

til 2,5 ganger bokført verdi av egenkapitalen, som er i samsvar med prisingen av norske kraftselskaper. Anslaget bygger også på at selskapet forventer en etter skatt EK-rentabilitet på 15%, som tilsvare et statistisk marked/bok-forhold på ca 1,9, gitt mitt anslag 8% for selskapets EK-krav (jf kap. 5.4, at statistisk $P/B = R/k = 15\%/8\%$). Selskapet kan dessuten antas å ha en viss verdiskapning på sin vekst, som tilsier et høyere P/B-forhold (her fordres en vurdering av bl.a. de store oppkjøpene som allerede er gjennomført). Jeg har derfor priset *Vin & Sprit* til 6 ganger bokført egenkapital, hvor merkevareverdien til Absolut Vodka dominerer. Resten av de ikke-børsnoterte selskapene er sjablonmessig og aggregert priset til 1,5 ganger bokført egenkapital, både for selskapene med markedsbaserte krav og med spesielle samfunnsmessige interesser. En skikkelig individuell verdsettelse av de statlige selskapene vil nok møte problemer, bl.a. ved vurderingen av *SJ* («Statsbaner»; her priset til negativ markedsverdi), *Sveaskog* («Statskog») og *LKAB*, men i særdeleshet selskapene med spesielle samfunnsmessige interesser. Her vil en teoretisk salgsverdi avhenge av statens inntektsregulering eller deregulering av monopolene som dominerer gruppen.

Tabell 8.7 Verdi av svensk statlig egenkapital 2002
Milliarder SEK

	Egenkapital		<i>Marked/Bok</i> ²
	Bokført	Marked ¹	
<i>Børsnoterte (statens andel)</i>			
TeliaSonera	50	69	1,4
Nordea	20	21	1,0
SAS	3,3	1,7	0,5
OM	0,2	0,3	1,7
	74	92	1,3
<i>Andre med markedsmessige krav</i>			
Vattenfall	45	113	2,5
Vin & Sprit	4,2	25	6,0
23 m/markedsmessige krav	68	102	1,5
	117	239	2,0
26 m/samfunnsinteresser	26	38	1,5
Totalt statlig eiet	216	370	1,7

¹, ² For børsnoterte selskaper er markedsverdier statlig andel av børsverdier pr 31.12.02. For andre selskaper har jeg «skjønet» marked/bok-forhold, og avledet markedsverdier fra bokført egenkapital.

Kilde: årsrapport för företag med statligt ägande 2002; Näringsdepartementet.

4.6 Rapportering og organisering av statlig eierskap: Sverige vs Norge

Rapporteringen fra den svenske eierskapsforvaltningen er fokusert på den interne lønnsomheten og verdiskapningen i de enkelte selskaper (jf måltype (ii) i kap. 2-3, «god industriell utvikling»). Vurderingen av porteføljens aggregerte verdiutvikling berører kun de børsnoterte selskapene, og er begrenset til en enkel sammenligning mot årets verdiutvikling for Stockholmbørsen (jf måltype (i) i kap. 2-3, «sikre verdier»).

Det er nok flere grunner til den manglende fokus på porteføljens verdivekst. For det første at eierskapsorganet i sitt arbeid fortsatt er belastet med strukturelle problemer og utfordringer i enkelte selskaper. For det andre at næringsdepartementets eierorgan har utviklet en sterk forretningsmessig kompetanse i forbindelse med restruktureringsarbeidet før de mange, store privatiseringssalgene på 1990-tallet. Organet mangler nok fortsatt en finansiell forvaltningskompetanse eller -interesse. For det tredje, at den svenske staten har et relativt begrenset børs-eierskap, og det signaliseres at dette eierskapet vil bli ytterligere redusert. Analyser og vurderinger av verdiutviklingen for totalporteføljen (relativt til f.eks. en internasjonalt diversifisert benchmark) forutsetter en vurdering av markedsverdi-utviklingen også for ikke-børsnoterte selskapene. Slike verdivurderinger kan lett bli uinteressante, akademiske øvelser dersom de gjøres hyppig, og spesielt når ikke-børsnoterte selskaper utgjør anslagsvis 70% av porteføljens markedsverdi. Analyser av porteføljens aggregerte verdivekst bør derfor begrenses til kun tidvise analyser – f.eks. hvert femte år – av porteføljens langsiktige, relative verdiutvikling.

Eierskapsavdelingen i det norske næringsdepartementet har den motsatte vektleggingen i sin første eierberetning for de 20 selskapene forvaltet av avdelingen. Her vektlegges porteføljens markedsverdiutvikling fremfor forretningsmessig verdiskapning for de enkelte selskapene. Forskjellen kan nok delvis forklares ved at verdien av de børsnoterte selskapene utgjør mer enn halvparten av porteføljens totalverdi, NOK 87 milliarder i forhold til totalt ca NOK 156 milliarder. Dette forsvaret allikevel ikke skjevheten i rapporteringen, siden informasjon om de børsnoterte selskapene er løpende tilgjengelig fra andre informasjonskilder, mens de egentlige eierne (norske folket) har svært begrenset informasjon om de ikke-børsnoterte selskapene. Samtidig bør eierskapsorganets oppmerksomhet være fokusert nettopp på de ikke-børsnoterte selskapene, for å legge et press på

selskapenes ledelse og styre. For de børsnoterte selskapene er presset allerede stort fra den løpende børsprisingen, markedsanalytikere og pressen. Porteføljens børsnoterte selskaper inkluderer DnB, Hydro, Telenor og SAS, mens ikke-børsnoterte selskaper inkluderer bl.a. Arcus, Cermaq, Eksportfinans og Statkraft. Ut fra min diskusjon ovenfor, mener jeg at eierskapsavdelingens portefølje av større selskaper bør utvides med Statoil, NSB, og Posten. Bruk av de svenske kriteriene vil tilsa at alle disse selskapene defineres å ha markedsmessige krav. Dette ville nok også inkludere flesteparten av porteføljens andre 7 småselskaper, med unntak for NOAH Holding og Store Norske, som nok ville blitt definert å ha spesielle samfunnsinteresser (utover den strategiske verdien av et nasjonalt eierskap). Eierskapsavdelingens portefølje av selskaper med spesielle samfunnsmessige interesser bør nok også vurderes å bli utvidet med Statnett.

Den norske eierrapporten har ingen informasjon om eiers kravsetting overfor de enkelte selskapene. Det er kjent at eierskapsavdelingen har utviklet (overraskende presise) avkastningskrav for selskapenes egenkapital, som er kommunisert til selskapene. Denne informasjonen bør også rapporteres til de egentlige eierne, dvs. det norske folket. Den verbale presentasjonen av de enkelte selskapene inneholder intet om ledelsens eller eiers vurdering, men begrenser seg til leksikografiske opplysninger. *Her er åpenhet og gjennomlysning foreløpig svakere enn i den svenske eierskapsrapporteringen.*

Utvalget av regnskapstall for selskapene i den norske rapporteringen virker noe tilfeldig. Det er en uklar blanding av regnskaps og markedstall, f.eks. er regnskapsmessig «egenkapitalavkastning» oppgitt ved siden av en markedsbasert «totalavkastning», uten at forskjellen mellom disse tallene klargjøres. Jeg er ellers forundret over den tilsynelatende vektleggingen av EBITDA, spesielt siden mange av selskapene er børsnoterte, eller har problemer med å møte sitt avkastningskrav. Rapporten inneholder ingen presisering eller diskusjon av eventuelle samfunnsmessige mål eller måloppfyllelse for de spesielle selskapene.

Disse mangler og svakheter kan nok skrives på kontoen for «barnesykdommer». Det er ellers imponerende hvor langt man tilsynelatende er kommet på relativt kort tid i en profesjonell rapportering av eierskapsforvaltningen. Det svenske næringsdepartementet har tross alt «øvet» på en profesjonell eierskapsforvaltning siden de store privatiseringssalgene tidlig på 1990-tallet. Mer generelt tror jeg den norske statlige eierskapsforvalt-

ningen kan lære mye av selve organiseringen av den svenske forvaltningen. Det er påfallende hvordan man der har fått til en samling i samme eierorgan (næringsdepartementet) av alle selskaper av betydning med markedsmessige krav, og også av flesteparten av selskapene med spesielle samfunnsmessige interesser. Dette har skjedd på tross av åpenbare «vested interests» fra byråkratene i andre fagdepartementer, som naturligvis ville finne denne eieroppgaven spennende. Det har også hjulpet at det svenske næringsdepartementet har et bredere fagansvar enn det norske.

På denne måten har man fått et langt klarere skille mellom statens eierrolle og statens mange andre roller overfor selskapene, som regulator, konsesjonsgiver og kunde. En rendyrking og beskyttelse av eierrollen kan tillate en klarere og mer enhetlig forretningsmessig kravsetting overfor selskapenes styre/administrasjon, og en mer effektiv oppfølging av disse kravene. En samling av flesteparten av selskapene med statlig eierskap tillater også at man kan utnytte stordriftsfordeler, og utvikle et profesjonelt forvaltermiljø. Samtidig kan man oppnå en mer effektiv og uavhengig håndtering av de andre statlige oppgavene, som regulering, konsesjoner og statlige kjøp/bidrag. Dette er spesielt viktig innenfor integrasjonen av de europeiske økonomiene, med krav om likebehandling av bedrifter, uansett hovedkontorets nasjonale adresse.

Det norske statlige eierskapet er fortsatt preget av en betydelig fragmentering av eierrollen mellom fagdepartementer, og en tilsynelatende sammenblanding med andre statlige oppgaver. Dette gjelder spesielt innenfor energi- og kommunikasjonssektoren. Jeg tror dette er uheldig for utøvelsen både av eierrollen og de andre statlige rollene, og spesielt fordi dette kan hindre utviklingen av en *enhetlig og profesjonell eierrolle*.

Enkelte vil hevde at en ytterligere konsentrasjon av de statlige eide selskapene i ett eierorgan kan medføre en uheldig maktkonsentrasjon. Jeg tror ikke dette er riktig. Når det gjelder de store beslutningene, f.eks. endringer i størrelsen på eierskapet, fusjoner/oppkjøp, kapitalinnskudd og endringer i utbyttepolitikken, vil disse fortsatt ligge i Regjeringen eller Stortinget. En uheldig maktkonsentrasjon er derfor en konsekvens av det store norske statlige eierskapet, og ikke av hvordan dette er organisert. Når det gjelder de «mindre» beslutningene knyttet til avkastningskrav, oppfølging av virksomheten, kontakt med styret/administrasjonen, osv, tror jeg at en konsentrasjon av eierrollen faktisk kan bety en ønskelig flytting av makt fra selskapets ledelse (eller enkeltpolitikere) til eie-

ren. Dette gjelder også eierorganets saksforberedelse i forbindelse med de store spørsmålene. En eierkonsentrasjon klargjør *hvor* viktige vurderinger gjøres, og hvor eventuelt beslutninger fattes, og man slipper «bak døren» ukklarhet. En konsentrasjon av eierskapet vil vanskeliggjøre ledelsens lobbyvirksomhet, bl.a. fordi man vil møte en mer åpen konkurranse med andre selskaper, også fra andre bransjer. *En enhetlig og mer åpen organisering av eierrollen er essensielt for et demokratisk og legitimt statlig eierskap.*

Enkelte økonomer hevder at statlige oppgaver som regulering, konsesjoner og kjøp/bidrag ofte håndteres best gjennom statlig eierskap, fordi dette kan gi synergievinster på informasjons- og kontrolliden. Dette forutsetter i så fall en (viss) organisatorisk kobling mellom håndteringen av disse oppgavene og selve eierrollen. Jeg er uansett ikke overbevist om at denne påstanden, om positive synergieffekter mellom regulering og eierskap, egentlig har så mye for seg. Den forutsetter at det ikke er vesentlige agentkostnader knyttet til det statlige byråkratiet, eller at byråkratene er ensidig styrt av samfunnets interesser. Det er i så fall forunderlig hvordan slike uegennyttige personer har samlet seg i offentlige sektor, mens forholdet mellom eiere og ledelse i privat sektor synes å være preget av ledelsen egeninteresse og tilhørende agentkostnader.

4.7 Konklusjoner fra en gjennomgang av svensk statlig eierskapsforvaltning

Jeg har brukt mye plass på en gjennomgang av den svenske statlige eierskapsforvaltningen. Dette skyldes at denne fremstår som svært forbilledlig. For det første, fordi man så klart, og tilsynelatende konsistent har skilt mellom selskaper som kan behandles ut fra vanlige markedsmessige krav – uavhengig av at eieren tilfeldigvis er staten – og selskaper som også ivaretar mer samfunnsmessige eller sektorpolitiske mål. For første selskapsgruppe vil en klargjøring og oppfølging av resultatkravene kunne gi en nødvendig legitimitet for det statlige eierskapet, unngå konkurransemessige vridninger i forhold til andre selskaper, og sikre en samfunnsøkonomisk optimal ressursutnyttelse.

Dette reduserer antallet «spesielle» selskaper i den andre gruppen, hvor man må forfølge flere mål, både bedriftsøkonomiske og samfunnsøkonomiske. For det andre er forvaltningen forbilledlig fordi man fått til en relativt enhetlig behandling og rapportering av alle selskaper, uansett hvilken gruppe de tilhører. Dette betyr at man kan klargjøre rene effektivitetskrav, i tillegg til samfunns-

messige hensyn. I denne forbindelse har man akseptert at vurderingen av måloppfyllelsen av spesielle samfunnsmessige hensyn er mer en kvalitativ enn kvantitativ øvelse. Jeg liker også vektleggingen av forretningsmessig og finansiell styrekompetanse, herunder at eierorganet selv kan ta styreplass. Denne gjennomgangen tillot, for det fjerde, en god illustrasjon av min prinsipielle diskusjon i kap. 2-3 og av verdiskapningsmodellen i det følgende kapittel 5.

5 Selskapets lønnsomhet og eiers avkastning og verdiskapning

5.1 Litt avgrensing: eksterne effekter

En eier er opptatt av avkastningen på sin investering i selskapet. For en vanlig finansiell investor vil avkastningen være bestemt av løpende utbyttebetalinger etter investeringstidspunktet og sluttverdien ved salg av investeringen (justert for eventuelle mellomliggende kapitalinnskudd). Dette bestemmer verdiveksten for den investerte formuen ut fra en vanlig internrenteberegning. En forretningsmessig eier vil kunne realisere ytterligere gevinster fra sitt eierskap, f.eks. gjennom samhandel eller strategiske synergigevinster med andre selskaper han eier.

For Staten vil det analogt kunne være et spørsmål om eksterne, samfunnsøkonomiske gevinster realisert gjennom arbeidsmarkedet (utkantsbedrifter), råvaremarkedet (bedre utnyttelse av naturressurser), produktmarkedet (bedriftsøkonomisk ulønnsomme tilbud; ikke utnyttelse av monopolstilling) eller gjennom kapitalmarkedet/eierskap (hovedkontorseffekten; klyngeeffekter; «national champions»). Dette er eierskapsgevinster for Staten kun dersom de fordrer direkte eierskap for å realiseres. I de fleste tilfeller ville mesteparten av disse gevinstene bedre kunne realiseres utenfor den statlige eierrollen, gjennom f.eks. statlige kjøpsordninger, regulering eller konsesjonskrav. Markedssvikt i kapitalmarkedet kan derimot være problematisk, f.eks. som følge av en begrenset privat norsk investeringskapital. En vurdering av ønskeligheten av et vedvarende, betydelig stat-

lig børsierskap ligger utenfor mitt mandat, men jeg går ut fra at dette hovedsakelig er motivert ut fra ønsket om å beskytte et nasjonalt eierskap. Det vil være meningsløst, og faktisk unødvendig å forsøke løpende å måle denne merverdien innenfor en statlig eierskapsforvaltning. I forvaltningen kan man derfor fokusere på den bedriftsøkonomiske verdiskapningen ved eierskapet, relativt en internasjonal benchmark, dvs fokusere på mål (i) og (ii). Vurderingen av en eventuell bedriftsøkonomisk mindreverdi i kap. 2-3, i forhold til en mer kvalitativ merverdi ved et nasjonalt eierskap, kan overlates til politikere (og folket i valg). Jeg vil derfor i det følgende fokusere på bedriftsøkonomisk verdiskapning

5.2 Markedet vs regnskapet: en enkel modell

Jeg vil diskutere verdiskapning ved finansielt eierskap, og være spesielt opptatt av eiers avkastning på sin investering (*markedet*) i forhold til selskapets egen lønnsomhet og verdiskapning (*regnskapet*). Dette er sentralt ved utformingen av lønnsomhetsmål for de enkelte selskapene i statens eierportefølje, spesielt for ikke-børsnoterte selskaper. Jeg vil også diskutere betydningen av selskapets investeringer, forholdet mellom intern og ekstern egenkapitalfinansiering (utbyttepolitikken i kap. 6) og bruk av gjeldsfinansiering (kap. 7).

Jeg bruker et enkelt talleksempel som beskriver utviklingen i sentrale regnskaps- og markedstall for egenkapitalen i et lønnsomt selskap med rentabilitet 10% som overstiger egenkapitalkravet på 8%.³ Avkastningskravet er avledet fra forventet avkastning på risikomessig sammenlignbare markeds plasseringer, f.eks. ved den såkalte kapitalverdimodellen (CAPM),

$k = \text{risikofri} + \text{beta} \cdot \text{markedspremie} = 4\% + 1 \cdot 4\%$,
dvs som summen av risikofri statsrente (4% mellomlang statsrente) og en betajustert markedspremie (representativ aksjebeta 1, og 4% forventet kronemeravkastning på en internasjonalt diversifisert aksjeinvestering⁴). Selskapets aksjebeta reflekterer den konjunkturelle forretningsrisikoen for virksomheten, men også andelen gjeldsfinansiering, jf kap 7.

Selskapet investerer for å opprettholde inntjeningen (gjenanskaffelsesinvesteringer), og eventuelt også for å øke fremtidig kapitalbase og inntjening (vekst- eller nettoinvesteringer). Dersom regnskapsmessige avskrivninger korrekt reflekterer det økonomiske kapitalslitet, vil tilsvarende investeringer pr definisjon garantere et konstant overskudd. Vekstinvesteringer antas å utgjøre en

³ Tallene i eksempelet kan tolkes som totalverdier (f.eks. milliarder kroner), eller som kroner pr aksje, og kan alternativt tolkes ut fra selskapets totale investert kapital (sysselsatt kapital) og driftsresultat.

⁴ Forventet meravkastning på 4% er i samsvar med bl.a. konklusjonene fra en større studie av 102 års avkastningsdata for 17 land (Dimson, Marsh og Staunton; London Business School & ABN Amro), og fra 84 års data for Norge (T. Johnsen).

konstant andel 60% av årlige overskudd, og vil gi en konstant vekst i selskapets overskudd, utbytte og investeringer. Vekstraten vil avhenge av lønnsomheten på vekstinvesteringene. Jeg ser bort fra variasjoner i selskapets lønnsomhet og vekst (tilfeldige, konjunkturelle eller mer permanente).

Selskapets investeringer er antatt finansiert ved tilbakeholdte overskudd i tillegg til gjeld, som opprettholder et konstant forhold mellom gjeld og egenkapital. Uten vekstinvesteringer vil selskapet dele ut hele overskuddet som utbytte, men kun 40% av årlige overskudd ved vekstinvesteringer. Jeg vil diskutere betydningen av antagelsen om

internfinansiering av egenkapitalandelen av investeringene i kap. 6. Dette vil tilsynelatende innebære en direkte kobling mellom selskapets utbyttepolitikk og vekst og verdiskapning.

Tabellene 8.8-8.10 viser utviklingen første fire år for tre varianter av selskapet, hhv uten vekst (tabell 8.8), vekst med marginal lønnsomhet 8% (tabell 8.9), og lønnsom vekst med samme rentabilitet 10% som for eksisterende virksomhet (tabell 8.10). Øverste del av hver tabell viser selskapets regnskapstall og nederste del viser markedstall. Siste kolonne gir relevante nåverdier regnet pr i dag, med diskontering over en uendelig horisont.

Tabell 8.8 Statisk selskap

10% rentabilitet; 8% avkastningskrav

	0	1	2	3	4 ...	□ NV(8%)
<i>Regnskapet:</i>						
1 Kapital	100	100	100	100	100	
2 rentabilitet	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	
3 Resultat (10%)		10,0	10,0	10,0	10,0	125
4 Kalk. kapitalkost (8%)		-8,0	-8,0	-8,0	-8,0	-100
5 <i>Verdiskapning</i>		2,0	2,0	2,0	2,0	25
6 Utbytte (100%)		10,0	10,0	10,0	10,0	125
7 Nto. investering		0	0	0	0	
<i>Markedet:</i>						
8 Kapital	125	125	125	125	125	
9 <i>Merverdi</i>	25	25	25	25	25	
10 Marked/Bok (P/B)	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	
11 Marked/Res. ₊₁ (P/E)	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	
12 Utbytte + kap.gev.		10,0	10,0	10,0	10,0	

Tabell 8.9 Marginalt lønnsom vekst

10% basisrentabilitet; 8% vekstrentabilitet = avkastningskrav

	0	1	2	3	4 ...	□ NV(8%)
<i>Regnskapet:</i>						
1 Kapital	100,0	106,0	112,3	118,9	125,8	
2 rentabilitet	10,0 %	9,9 %	9,8 %	9,7 %	9,6 %	
3 Resultat (10%□ 8%)		10,0	10,5	11,0	11,5	313
4 Kalk. kapitalkost (8%)		-8,0	-8,5	-9,0	-9,5	-288
5 <i>Verdiskapning</i>		2,0	2,0	2,0	2,0	25
6 Utbytte (40%)		4,0	4,2	4,4	4,6	125
7 Nto. investering		6,0	6,3	6,6	6,9	188
<i>Markedet:</i>						
8 Kapital	125,0	131,0	137,3	143,9	150,8	
9 <i>Merverdi</i>	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	
10 Marked/Bok (P/B)	1,25	1,24	1,22	1,21	1,20	
11 Marked/Res. ₊₁ (P/E)	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	
12 Utbytte + kap.gev.		10,0	10,5	11,0	11,5	

Tabell 8.10 Verdiskapende vekst
10% rentabilitet; 8% avkastningskrav

	0	1	2	3	4	...	\square NV(8%)
<i>Regnskapet:</i>							
1	Kapital	100,0	106,0	112,4	119,1	126,2	
2	rentabilitet	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	
3	Resultat (10%)		10,0	10,6	11,2	11,9	500
4	Kalk. kapitalkost (8%)		-8,0	-8,5	-9,0	-9,5	-400
5	<i>Verdiskapning</i>		2,0	2,1	2,2	2,4	100
6	Utbytte (40%)		4,0	4,2	4,5	4,8	200
7	Nto. investering		6,0	6,4	6,7	7,1	300
<i>Markedet:</i>							
8	Kapital	200,0	212,0	224,7	238,2	252,5	
9	Merverdi	100,0	106,0	112,4	119,1	126,2	
10	Marked/Bok (P/B)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	
11	Marked/Res ₊₁ (P/E)	20	20	20	20	20	
12	Utbytte + kap.gev.		16,0	17,0	18,0	19,1	

Det statiske selskapet A begrenser investeringene til å dekke årlig kapitalslit (avskrivninger), og har derfor konstant bokført kapital 100 og overskudd 10 (rentabilitet 10% i linje 2). Etter belastning for årlig kalkulatorisk kapitalkostnad på 8 i linje 4 (avkastningskrav 8%), gir driften en konstant årlig verdiskapning 2 i linje 5, dvs utover kapitalens alternativkostnad.⁵ Hele overskuddet deles ut, og gir en konstant utbyttebetaling på 10 (linje 6). Diskontert med avkastningskravet 8% får vi egenkapitalens markedsverdi på 125 (10 / 0,08). Kapitalen har derfor en total merverdi på 25 i forhold til bokført verdi.

Merverdien kan beregnes direkte som sum diskontert årlig verdiskapning 2 i linje 5 (2 / 0,08). La oss vente med markedstallene i nedre del av tabellen, men notere at selskapets totale markedsverdi

og merverdi vil være konstante over tid, hhv 125 og 25 (linje 8 og 9).

5.3 Vekst, lønnsomhet og verdiskapning

Vekstselskapene B og C reinvesterer 60% av årlige overskudd (linje 7). I selskap B har nettoinvesteringene rentabilitet lik avkastningskravet 8%, mens selskap C oppnår rentabilitet 10% også på veksten. Forskjellen i vekstlønnsomhet gir små forskjeller de første årene mellom selskapenes gjennomsnittlige rentabilitet, overskudd og utbyttebetalinger. Forskjellen mellom selskap B og C blir langt større ut i tid, det er tross alt en betydelig forskjell i årlige vekstrater. Veksten i overskudd, utbytte og nettoinvesteringer er bestemt av *marginal* rentabilitet på vekstinvesteringene, multiplisert med reinvesteringsandelen 0,60. Dette gir en årlig vekst på 4,8% for selskap B (0,60 \square 8%), men hele 6% for selskap C (0,60 \square 10%). Veksten i bokført kapital og kalkulatorisk kapitalkostnad vil derimot reflektere *gjennomsnittlig* rentabilitet på samlet investert kapital (linje 2), og vil derfor være 6% første året for begge selskaper. Dette vil også være langsiktig vekstrate for bokført kapital i selskap C, mens kapitalveksten for selskap B vil gradvis falle mot 4,8%, siden gjennomsnittlig rentabilitet vil falle mot 8% (linje 2 i tabell 8.9).

Den *kvalitative* forskjellen mellom selskapenes vekstlønnsomhet demonstreres av utviklingen i regnskapsmessig verdiskapning (linje 5). Kun selskap C med lønnsom vekst har vekst i årlig verdiskapning, som øker markedsverdien til 200 fra statisk verdi 125 (A), og firedobler merverdien fra 25 til 100!⁶ Selskap B med kun marginalt lønnsom

⁵ Regnskapsmessig verdiskapning går under ulike betegnelser, f.eks. residualinntekt, renprofit eller «abnormal earnings» for egenkapitalen, eller EVA (Economic Value Added) for syssel-satt kapital; jf Johnsen (2000).

⁶ Med de svært forenklete antakelsene om konstant vekstrentabilitet (10%) vil hvert års investeringer skape en merverdi (netto nåverdi) lik 25% av investeringsbeløpet (jf prosent merverdi for det statiske selskapet A). Første års vekstinvestering på 6 vil derfor skape en merverdi på 1,50. Med konstant reinvesteringsandel (0,60) vil vekst-investeringene vokse med 6% årlig, og det samme gjelder derfor for årlig merverdi. Nåverdien av den evigvarende, voksende strømmen av merverdier er lik $75 = 1,50 / (0,08 - 0,06)$.

Det kan argumenteres for et høyere avkastningskrav for selskaper med betydelige merverdier knyttet til fremtidig vekstinvesteringer. Det er normalt usikkerhet om vekstmulighetene faktisk vil bli realisert, og verdien i dag kan derfor vurderes i et (real-) opsjonsperspektiv. Disse vekstposisjoner er som belånte posisjoner i de fremtidige prosjektene, og belåningen betyr at forventet verdiskapning skal diskonteres med et tilsvarende høyere avkastningskrav enn de ordinære prosjekt-kravene (jf «gjelds-gearing» av risikopremier i kap. 7).

vekst har samme konstante verdiskapning 2 som det statiske selskapet, og starter derfor med samme markedsverdi 125 og merverdi 25. Selskapets forventede markedsverdi vokser, men ikke mer enn kroner vekst i investert kapital.

Selskap B kunne like gjerne ha betalt ut hele overskuddet som utbytte, siden eierne kan oppnå vekstrentabiliteten 8% på egne markedsinvesteringer. *For slike selskaper, som ikke kan forventes å skape merverdier på veksten, kan markedsverdien derfor beregnes som om selskapet betaler ut fremtidige overskudd som utbytte*, dvs utbytte = overskudd er konstant og lik første års overskudd. Dette vises ved en sammenligning av tabell 8.9 og 8.8. Markedsverdien for selskap B kan for det første beregnes som nåverdien av de virkelige utbyttebetalingerne i tabell 8.9 (linje 6), dvs 4 første år og årlig vekst på 4,8%, som gir nåverdien på 125.⁷ Samme markedsverdi kan alternativt beregnes som nåverdien av det evigvarende, statiske overskuddet 10 i tabell 8.8 (linje 3), jf at selskap A og B har samme P/E-forhold (linje 11 i tabell 8.8-8.10).

For et selskap med vekstrentabilitet som kun tilsvarende avkastningskravet vil økte kalkulatoriske kapitalkostnader spise opp hele økningen i overskuddene. En sammenligning av tabell 8.8 og 8.9 viser således at nåverdien av kalkulatoriske kapitalkostnader (linje 4) og av overskuddet (linje 5) begge øker med 188, og som er lik nåverdien av vekstinvesteringene (linje 7). Her passer noen ord fra den velkjente, forretningsmessige investoren Warren Buffett: «*Any manager can grow earnings, adding value is something else*» (fritt etter hukommelsen).

Lav, eller negativ verdiskapning på vekstinvesteringer er typisk for raskt voksende selskaper. At ledelsen allikevel velger en vekststrategi er et velkjent symptom på svak «Corporate Governance» (agentkostnader). Veksten koster, bl.a. fordi ledelsens og ansattes oppmerksomhet tas bort fra for edling av eksisterende virksomhet (eks. Kværner på 1990-tallet), eller som følge av marginpress og økt konkurranse i et modent marked. Vekstkostnadene er ofte spesielt store for selskaper som vokser gjennom oppkjøp. Dette tillater en raskere

vekst, men da på bekostning av lønnsomheten, f.eks. som følge av for store oppkjøpspremier. Markedsprisen for det kjøpte selskap kan antas å diskontere normal lønnsomhet, og eventuelt også en (sannsynlighetsveiet) forventet oppkjøpspremie. Selv om det kjøpende selskap forventer å realisere synergigevinster fra kjøpet, vil kjøpsprisen ofte reflektere mesteparten av gevinstene (kjøpsprisen er erfaringsmessig, i gjennomsnitt ca 30% over markedsprisen). Slike oppkjøp har derfor liten merverdi (netto nåverdi) allerede i utgangspunktet, og som ofte blir en mindre verdi ex post, pga urealistiske eller vanskelig realiserbare synergigevinster.

5.4 Markedsverdier, P/B og P/E

Linje 8-9 i nedre markedsdel av tabellene 8.8-8.10 gir forventet utvikling i selskapenes markedsverdier og merverdier i forhold til bokført kapital. Selskap A og B har samme, konstante merverdi 25. Selskap B øker den investerte kapitalen, men skaper ingen ytterligere merverdi. For det lønnsomme vekstselskapet C starter merverdien på et langt høyere nivå, 100, og den vokser med 6% årlig, i takt med veksten i egenkapitalen.

Nivå og utvikling for de to nøkkeltallene P/B (pris/bok) og P/E («price/earnings») i linje 10-11 bekrefter den kvalitative forskjellen mellom de to vekstselskapene B og C. Disse nøkkeltallene setter selskapets markedsverdi i forhold til hhv bokført kapital og neste års forventede overskudd. Selskap A og B starter med samme P/B 1,25, som reflekterer at merverdien kun er knyttet til allerede investert kapital (100).⁸ For slike «normale» selskaper vil P/B være lik forholdet R/k mellom rentabilitet på investert kapital (R) og avkastningskravet (k), dvs $1,25 = 10\% / 8\%$. Dette kan betraktes som en benchmarkverdi for P/B-tallet, jf tabell 8.11. For det lønnsomme vekstselskapet C vil markedsverdien også reflektere verdiskapningen på fremtidige vekstinvesteringer, og P/B vil holde seg konstant lik 2,0.⁹

Nøkkeltallet P/E i linje 11 tabellene 8.8-8.10 skiller tilsvarende ikke mellom de «normale» selskapene A og B, hvor P/E-forholdet vil være lik det inverse av avkastningskravet, $1/k$, dvs konstant lik $1/0,08 = 12,5$.¹⁰ Dette gjelder uavhengig av lønnsomheten for eksisterende kapital, og av kapitalveksten, gitt at denne ikke skaper mer- eller mindre verdier. Slike «normale» selskaper kan verdsettes som om de deler ut alle fremtidige overskudd.

Selskaper med verdiskapende vekst vil derimot ha P/E-forhold som er høyere enn $1/k$. Det lønnsomme vekstselskapet C har således en konstant P/E på 20. Slike «superselskaper» vil ha en P/E

⁷ Bruker den såkalte Gordons utbytte prisingsmodell: $p = d / (k - g) = 4,0 / (8\% - 4,8\%) = 125$; dvs d er første års utbytte, g er prosent årlig vekst i utbyttet og k er avkastningskravet.

⁸ P/B for selskap B vil falle i takt med vekstutvanningen av selskapets gjennomsnittlige rentabilitet (linje 2).

⁹ Jf fotnote 6.

¹⁰ Denne regelen forutsetter at markedsverdien er satt i forhold til neste års forventede, normaliserte fortjeneste («forward P/E»; rentabilitet og fortjeneste er justert for sykliske eller tilfældige variasjoner).

Tabell 8.11 Nøkkeltall: benchmarkverdier og selskapene A-C

		Benchmark (statisk)	=	Selskap A og B _{t=0}	»Super-selskap» C
Pris	P	E_1 / k	=	125 = 10/0,08	□ 200
Marked / Bok	P/B	R / k	=	1,25 = 0,10/0,08	□ 2,0
'Price-Earning'	P/E	$1 / k$	=	12,5 = 1/0,08	□ 20,0
'Earnings yield'	E/P	k	=	8 %	□ 5 %

som er høyere, dess større er forventet vekst og vekstmargen ($R_{\text{ekst}} - k$). Omvendt vil P/E være lavere enn $1/k$ for verdiødende vekstselskaper ($R_{\text{ekst}}[k]$), og lavere, dess større er veksten og dess mer negativ er vekstmarginen. Markedsverdien (P) vil også reflektere forventet verdiskapning (eller verdiøding) på fremtidige vekstinvesteringer, mens overskuddet (E) reflekterer verdiskapningen kun på eksisterende kapital.

Inverteres P/E-forholdet, får vi et annet velkjent nøkkeltall, $E/P = \text{«Earnings yield»}$, som kan oppfattes som «verdijustert» rentabilitet, dvs hvor forventet overskudd settes i forhold til kapitalens markedsverdi. Alle selskaper i tabell 8.8-8.10 har 10% rentabilitet på eksisterende bokført kapital. Brukes isteden kapitalens markedsverdi, vil verdijustert rentabilitet være lik avkastningskravet 8% for de «normale» selskapene A og B, men kun 5% for «superselskapet» C. Dette følger også av egenkaper ved P/B-forholdet: for selskaper med (hhv uten) verdiskapende vekst vil forholdet markedsverdi til bokført verdi være større enn (hhv lik) forholdet regnskapsmessig rentabilitet til avkastningskravet ($R/k = 10\% / 8\% = 1,25$).

For selskaper med verdiskapende vekst vil verdijustert rentabilitet altså være mindre enn avkastningskravet, og mindre dess større er vekstmarginen. Omvendt for selskaper med verdiødende vekst, verdijustert rentabilitet vil være større enn avkastningskravet, og større dess mer negativ er vekstmarginen. Dette gir en viktig lærdom i forhold til vanlig praksis å bruke «verdijustert egenkapital» ved beregning av rentabilitet. Dette kan gi mer realistiske rentabilitetstall dersom justeringe-

ne begrenser seg til korrigerings av skjeve regnskaper, f.eks. som følge av for store historiske avskrivninger, eller inflasjon. Men, dersom kapitalens verdi justeres opp til markedsverdier, vil beregningene i beste fall ikke gi noen ny informasjon (gir oss avkastningskravet for «normale» selskaper), og vil ellers gi svært villedende informasjon om lønnsomheten.

5.5 Eiernes avkastning

Siste linje 12 i tabellene 8.8-8.10 gir forventet krone avkastning for eierne som summen av utbytte og forventet endring i markedsverdier. Disse tallene illustrerer flere viktige forhold.¹¹ For det første, at forventet kapitalgevinst i vekstselskapene B og C kompenserer for lavere utbyttebetalinger i forhold til det statiske selskapet A. Forventet prosent avkastning er uansett lik avkastningskravet 8%, regnet i forhold til markedsverdier ved begynnelsen av året.

For det andre, siden selskapene forventes å gi samme 8% årlige avkastning, vil krone avkastning være vesentlig større for «superselskapet» C, gitt selskapets vesentlig høyere markedsverdi. Forskjellen i kapitalgevinster første året kan knyttes til reinvesteringen på 6 i selskap B og C. Denne er priset til 1x6 i selskap B, men 2x6 i C.¹²

Dette kan gi en intuitiv forklaring på hvorfor «earnings yield» E/P systematisk undervurderer investorenes lønnsomhet for selskaper med verdiskapende vekst ($E/P \square k$), og overvurderer lønnsomheten ved verdiødende vekst ($E/P \square k$). I selskap A og B tjener investorene årets overskudd på 10, uansett om dette deles ut eller reinvesteres. Dette utgjør 8% av markedsverdien. Det samme gjelder for selskap C, men her må investorenes krone avkastning økes med investeringsmerverdien på 6.¹³ I verdiødende vekstselskaper vil årets overskudd omvendt overvurdere investorenes lønnsomhet, siden det ikke reflekterer mindreværdien på årets investering.

For det tredje illustrerer tabell 8.8-8.10, mer generelt, at markedsverdier i et effektivt kapitalmarked diskonterer *forventet* lønnsomhet, inkludert forventet verdiskapning på fremtidige investe-

¹¹ Utbyttet er antatt betalt allerede ved regnskapsårets slutt, og markedsverdiene er derfor regnet ex. utbytte for siste år.

¹² P/B er 2,0 også for vekstinvesteringer i C (inkludert merverdier på fremtidige, avledede netto-investeringer), men kun 1,0 i B. C's markedsverdi på 200 i dag diskonterer også merværdien 6 på første års netto-investering, slik at min tolkning må mer oppfattes som en illustrasjon.

¹³ Verdiskapningen i C er knyttet til investeringen, og ikke til at denne tilfeldigvis er internfinansiert ved tilbakeholdt overskudd, jf utbyttepolitikken nedenfor. Merværdien 6 på investeringen inkluderer også merverdier på fremtidige, avledede netto-investeringer, jf også presiseringer i fotnote 12.

Tabell 8.12 Ulønnsomt selskap med marginalt lønnsom vekst

10% basis rentabilitet, 8% vekstrentabilitet = avkastningskrav

	0	1	2	3	4	...	□ NV(8%)
<i>Regnskapet:</i>							
1	Kapital	100,0	103,6	107,4	111,3	115,5	
2	rentabilitet	6,0 %	6,1 %	6,1 %	6,2 %	6,3 %	
3	Resultat (6%)		6,0	6,3	6,6	6,9	188
4	Kalk. kapitalkost (8%)		-8,0	-8,3	-8,6	-8,9	-213
5	<i>Verdiskapning</i>		-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-25
6	Utbytte (40%)		2,4	2,5	2,6	2,8	75
7	Nto. investering		3,6	3,8	4,0	4,1	113
<i>Markedet:</i>							
8	Kapital	75,0	78,6	82,4	86,3	90,5	
9	Merverdi	-25,0	-25,0	-25,0	-25,0	-25,0	
10	Marked/Bok (P/B)	0,75	0,76	0,77	0,78	0,78	
11	Marked/Res. ₋₁ (P/E)	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	
12	Utbytte + kap.gev.		6,0	6,3	6,6	6,9	
13	% avkastning		8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	

Tabell 8.13 Uventet snuoperasjon for ulønnsomt selskap

6% basis rentabilitet blir 8% etter et år (8% vekstrentabilitet)

	0	1	2	3	4	...	□ NV(8%)
<i>Regnskapet:</i>							
1	Kapital	100,0	103,6	108,6	113,8	119,2	
2	rentabilitet	6,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	
3	Resultat (6%□ 8%)		6,0	8,3	8,7	9,1	245
4	Kalk. kapitalkost (8%)		-8,0	-8,3	-8,7	-9,1	-247
5	<i>Verdiskapning</i>		-2,0	0,0	0,0	0,0	-1,9
6	Utbytte (40%)		2,4	3,3	3,5	3,6	98,1
7	Nto. investering		3,6	5,0	5,2	5,5	147
<i>Markedet:</i>							
8	Kapital	75,0	103,6	108,6	113,8	119,2	
9	Merverdi	-25,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
10	Marked/Bok (P/B)	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00	
11	Marked/Res. ₋₁ (P/E)	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	
12	Utbytte + kap.gev.		31,0	8,3	8,7	9,1	
13	% avkastning		41,3 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	

ringer. I forhold til avkastningskravet, vil investorene derfor oppnå en meravkastning (eller mindreavkastning) kun dersom resultatene blir bedre (eller dårligere) enn opprinnelig forventet.¹⁴ Effekten av positiv overraskelse er forsøkt illustrert ved tabellene 8.12-8.13.

¹⁴ De ekstraordinære gevinster eller tap kan reflektere overraskelser mht realiserte eller forventede resultater og investeringer. En reprising av selskapet kan også være en konsekvens av et endret avkastningskrav.

Tabell 8.12 viser utviklingen i regnskaps- og markedstall for en ulønnsom variant av selskapene A-C. Selskapet har rentabilitet kun 6% på eksisterende kapital. Etter fradrag for 8% kalkulatorisk kapitalkostnad forventes selskapet derfor å tape 2 årlig i forhold til alternativ anvendelse av kapitalen. Selskapets nettoinvesteringer tilfredsstiller avkastningskravet 8%, slik at gjennomsnittlig rentabilitet vil gradvis øke, men uten å endre verdiødingen for eksisterende virksomhet. Egenkapitalen er priset

til 75, eller med en 25% verdiødingsrabatt, i forhold til bokførte verdi (kostpris). Dette verditapet ble båret av opprinnelige investorer da investeringene ble gjort, eller da forventet rentabilitet falt. Nye investorer kan derimot forvente å tjene 8% på sine investeringer, tilsvarende forventet avkastning på de lønnsomme selskapene i tabellene 8.8-8.10.

Tabell 8.13 illustrerer hvordan investorene oppnår en ekstraordinær avkastning når markedet oppfatter at ledelsen har bedret selskapets basislønnsomhet, f.eks. til en rentabilitet som tilfredsstillende avkastningskravet på 8%. I tabellen er dette antatt å skje i løpet av første året, slik at selskapet ved utgangen av året er repriset til $P/B = 1,0$. Dette vil gi en avkastning på hele 41,3% første år (ex post). Deretter vil forventet avkastning være lik avkastningskravet 8% forutsatt ingen endringer i selskapets risiko.

Vi ser ellers at reprisingen av selskapet kun påvirker nøkkeltallet P/B , men ikke P/E , som er $12,5 = 1/0,08$ både før og etter reprisingen (fortsatt ingen verdiskapning/-øding på veksten).

At *børsens prising er forventningsdrevet* kan forklare en rekke tilsynelatende paradokser eller «ineffektiviter» ved børsmarkedet, f.eks.

- kursene kan falle på gode og stige på dårlige nyheter: kursen reagerer i forhold til hvilke nyheter i investorene hadde forventet,
- en kurs eller en indeks kan bevege seg kraftig, selv om det ikke har skjedd noe merkbart i selskapet eller i økonomien: forventninger kan være svært volatile, og reagere på selv små nyanser i ny informasjon,
- markedet synes å være altfor kortsiktig fokusert, f.eks. på kvartalsrapporter, og spesielt for «supervekstselskaper»: prisingen av slike selskaper er nødvendigvis svært følsom overfor forventninger om langsiktig vekst og verdiskapning. Disse forventningene er ofte basert på relativt liten informasjon om disse forholdene, og vil derfor rasjonalt kunne påvirkes av relativt svake signaler fra selskapet, jf Opticom. Problemet ved prisingen av slike selskaper er ofte at investorene kanskje har for langsiktig, snarere enn for kortsiktig lønnsomhetsfokus,
- en investering i et svært lønnsomt selskap, med meget lønnsomme vekstmuligheter kan ofte gi en dårligere avkastning for investor, enn en investering i dårligere selskap: realisert avkastning er avhengig av hvilke forventninger som var diskontert i kjøpsprisen, jf eksempelet

ovenfor, og sammenligningen av Norsk Hydro og Exxon i kap. 8,

- dette forholdet skaper et velkjent forventingspress for ledelsen i gode selskaper («rat race»). Koblet med et godt bonussystem kan dette gi gode fremtidige resultater, men dessverre også insentiver til manipulasjon av regnskap og annen informasjon, jf Enron, Worldcom og telekomselskaper på slutten av 1990-tallet.

I kap. 8 vil jeg benytte modellen presentert i det foregående til en sammenligning av de to selskapene Norsk Hydro og Exxon Mobil. Jeg vil være opptatt av forholdet mellom selskapenes regnskapsmessige verdiskapning og eierne relative avkastning over perioden 1987-2003. Dette vil også tillate en innledende vurdering av statens bedriftsøkonomiske verdiskapning ved sitt eierskap i Norsk Hydro i denne perioden. Men først vil jeg benytte modellen for å diskutere betydningen av selskapers finansielle strategivalg, hva angår utbyttepolitikken og valget en kapitalstruktur (gjeldsgrad).

6 Om vekstfinansiering: utbyttepolitikken

6.1 Generelt¹⁵

Veksten i selskapene B og C er antatt finansiert ved tilbakeholdte overskudd, i tillegg til gjeld (slik at forholdet rentebærende gjeld og egenkapital holdes konstant). Her vil jeg diskutere betydningen av intern i forhold til ekstern genkapitalfinansiering (*utbyttepolitikken*), mens kap. 7 tar for seg betydningen av selskapets langsiktige blanding av egenkapital og gjeld (*kapitalstruktur-politikken*). I begge tilfeller starter jeg med en antagelse om «perfekte kapitalmarkeder», som innebærer at disse valgene ikke har noen betydning for eierne avkastning og verdiskapning (Miller & Modigliani teorien). Deretter vil jeg antyde hvorfor vanlige markedsimperfeksjoner innebærer at disse valgene allikevel kan ha stor betydning for eierne.

Antagelsen om internfinansiert egenkapitalvekst for selskapene B og C innebærer at eierne kun mottar en andel 40% av de årlige overskuddene, mens resten reinvesteres og gir eierne en tilsvarende høyere verdi for aksjene. Dette er selvsagt dersom investeringene som finansieres ved det tilbakeholdte overskuddet er marginalt lønnsomme, dvs med internrente eller rentabilitet lik avkastningskravet. I så fall virker dette som en vanlig bankkonto, at kontoverdien øker med ikke

¹⁵ Mye av kap. 6.1 og hele kap. 6.2 inneholder detaljer som med fordel kan skippes ved en kursorisk lesing.

uttatte renteinntekter. Poenget er at denne verdikonserveringen i prinsippet også gjelder når tilbakeholdte overskudd finansierer verdiskapende (eller verdiødende) investeringer, siden samme verdiskapning (-øding) kunne alternativt vært oppnådd ved eksterntfinansiert egenkapital. I perfekte kapitalmarkeder kan eierne mao få både «i pose og sekk». Man kan disponere hele årets overskudd, men allikevel få merverdien på årets vekstinvesteringer, ved at disse finansieres ved en aksjeemisjon, til kostnad lik eiernes avkastningskrav.

Dette er forsøkt illustrert i tabellene 8.14-8.16 for første års nettoinvesteringer i det lønnsomme vekstselskapet C. I tabell 8.14 benyttes tilbakeholdte overskudd (identisk med tabell 8.10), mens tabell 8.15 forutsetter eksternt, «frisk» egenkapital gjennom en aksjeemisjon til markedskurs (markedsemisjon). Tabellene beskriver selskapets totall, f.eks. i milliarder kroner. Tallene i tabell 8.16 er regnet pr. aksje, og sammenligner resultatet av markedsemisjonen i tabell 8.15 med en tegningsrettsemisjon, til rabattert emisjonskurs.

Tabell 8.15 deler årlige utbyttebetalinger (linje 6), markedsverdier (linje 8) og krone avkastningstall (linje 12) mellom gamle og nye aksjer. Utbyttelinjen for de nye aksjene starter med emisjonsbeløpet på 6 milliarder, og følges av de nye aksjenes utbyttebetalinger. Sum nåverdi for utbyttebetalingene er også 6 milliarder, regnet til emisjonstidspunktet, utgangen av første år, og netto nåverdi for de nye aksjene er derfor lik 0, jf siste kolonne.

Emisjonsbeløpet utgjør 2,8% av egenkapitalens totale markedsverdi på emisjonstidspunktet (6mld/112mld). Dette er også nye aksjers andel av

etterfølgende utbyttebetalinger, markedsverdier for egenkapitalen og kroner markedsavkastning. De gamle aksjene beholder en andel 97,2% av selskapets verdier. Delingen av selskapet mellom gamle og nye aksjer kan beskrives som om selskapets ledelse på emisjonstidspunktet gir et ekstra 6 milliarder utbytte med den ene hånden (til gamle aksjer), og tar samtidig 6 milliarder i emisjonen med den andre (fra kjøperne av de nye aksjene). Emisjonen skaper ingen netto verdi for alle eierne som gruppe, det skjer kun en overføring på emisjonstidspunktet av markedsverdier fra gamle til nye aksjer, tilsvarende emisjonsbeløpet. *De gamle eierne betaler ekstra utbyttet på 6 milliarder med et tilsvarende formuestap i selskapet.* «Pluss og minus er null» forutsetter et perfekt kapitalmarked, definert ved følgende fire krav:

1. nøytralt skattesystem
 - samme effektive skatt på kontantutbytte og kapitalgevinster
2. ingen transaksjonskostnader
 - emisjoner (og tilbakekjøp av aksjer) gratis å gjennomføre for selskapet
 - heller ingen kostnader for aksjonærene ved kjøp/salg av aksjer (og tegningsretter)
3. symmetrisk informasjon
 - alle aksjonærer og ledelsen har samme informasjon om selskapets fremtidige lønnsomhet og investeringer; ingen innside-problematikk
4. ingen agentkostnader
 - ledelsen opptre i eiernes interesse; verdimaksimerende drift og investeringer.

Tabell 8.14 Verdiskapende vekst finansiert internt (= tabell 8.10)

	0	1	2	3	4	□ NV(8%)
<i>Regnskapet:</i>						
1 Kapital	100,0	106,0	112,4	119,1	126,2	
2 rentabilitet	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	
3 Resultat (10%)		10,0	10,6	11,2	11,9	500
4 Kalk. kapitalkost (8%)		-8,0	-8,5	-9,0	-9,5	-400
5 Verdiskapning		2,0	2,1	2,2	2,4	100
6 Utbytte (40%)		4,0	4,2	4,5	4,8	200
7 Nto. investering		6,0	6,4	6,7	7,1	300
<i>Markedet:</i>						
8 Kapital	200,0	212,0	224,7	238,2	252,5	
9 Merverdi	100,0	106,0	112,4	119,1	126,2	
10 Marked/Bok (P/B)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	
11 Marked/Res. ₊₁ (P/E)	20	20	20	20	20	
12 Utbytte + kap.gev.		16,0	17,0	18,0	19,1	

Tabell 8.15 Første års investering finansieres eksternt ved en markedsemisjon

	0	1	2	3	4 ...	□ NV(8%)
<i>Regnskapet (mld kroner):</i>						
Utbytte – gamle		10,0	4,12	4,37	4,63	200
– nye		-6,0	0,12	0,13	0,13	0
6 <i>Utbytte</i>		4,0	4,2	4,5	4,8	200
<i>Markedet (mld kroner):</i>						
Kapital – gamle	200,0	206,0	218,36	231,46	245,35	
– nye		6,0	6,36	6,74	7,15	
8 <i>Kapital</i>	200,0	212,0	224,7	238,2	252,5	
(Utbytte + kap.gev.) – gamle		16,0	16,48	17,47	18,52	
– nye			0,48	0,51	0,54	
12 <i>(Utbytte + kap.gev.)</i>		16,0	17,0	18,0	19,1	

Tabell 8.16 Markeds- vs tegningsrett-emisjon

	0	1	2	3	4
1 A. Markedsemisjon/kurs:		206,0			
2 antall aksjer emitert (mill):		29,1			
3 Antall aksjer totalt (mill)	1 000	1 029,1	1 029,1	1 029,1	1 029,1
<i>Pr aksje tall:</i>					
4 Kurs	200,0	206,0	218,36	231,46	245,35
5 Utbytte		10,0	4,12	4,37	4,63
Avkastning %		8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
1' B. Tegningsrett-emisjon/kurs:		150,0			
2' antall aksjer emitert (mill):		40,0			
3' Antall aksjer totalt (mill)	1 000	1 040,0	1 040	1 040	1 040
<i>Pr aksje tall:</i>					
4' Kurs	200,0	203,8	216,1	229,04	242,78
5' Utbytte		10,0	4,08	4,32	4,58
6 Tegningsrett		2,2			
Avkastning %		8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %

Disse betingelsene innebærer at intern og ekstern egenkapital har samme effektive kostnad, lik markedets avkastningskrav 8%. Selskapets fremtidige verdiskapning (linje 5) og eiernes avkastning (linje 12) er derfor uavhengig av hvordan investeringene finansieres, og er kun bestemt av investeringenes størrelse og rentabilitet i forhold til markedets avkastningskrav. Nåverdien av fremtidige utbyttebetalinger for eierne er uansett 200 milliarder. 6 milliarder større utbytte første året tapes ved tilsvarende nåverdi av lavere, fremtidige utbetalinger for de gamle aksjene.

6.2 Emisjonstype: betydningen av emisjonskursen

Tabell 8.16 illustrerer at emisjonskursen for de nye aksjene ikke har betydning for eiernes avkastning,

forutsatt at gamle aksjer har fortrinnsrett i kursrabatterte emisjoner. Øvre del A av tabell 8.16, og totaltallene i tabell 8.15 beskriver resultatet av en såkalt markedsemisjon, som er den dominerende emisjonsformen i det amerikanske aksjemarkedet. Her selges de nye aksjene fritt i markedet, til en kurs (tilnærmet) lik markedskursen på emisjonstidspunktet. Nedre del B av tabellen beskriver en rabatterte tegningsrettsemisjon med fortrinnsrett for gamle aksjonærer. Dette er den dominerende emisjonsformen i Europa, siden de fleste lands lovgivning kun tillater en fri markedsemisjon etter eget vedtak i eiernes generalforsamling.

Jeg antar 1 milliard utestående aksjer før emisjonen (linje 3). Kursen pr aksje ved begynnelsen av året er derfor kr 200, og forventet kurs ved slutten av året er kr 206, umiddelbart etter utbyttebetaling og emisjonen, som også vil være emi-

Tabell 8.17 Tegningsrettsemisjon: totaltall

	0	1	2	3	4 ...	□ NV(8%)
<i>Regnskapet (mld kroner):</i>						
Utbytte – gamle		10,00	4,08	4,32	4,58	198,0
– nye		-6,00	0,16	0,17	0,18	2,0
<i>Markedet (mld kroner):</i>						
Kapital – gamle	200,0	203,85	216,08	229,04	242,78	
– nye		8,15	8,64	9,16	9,71	
8 Kapital		212,0	224,7	238,2	252,5	
(Utb.+ kap.gev.) – gamle		13,85	16,31	17,29	18,32	
– nye		2,15	0,65	0,69	0,73	
12 (Utb.+ kap.gev.)		16,0	17,0	18,0	19,1	

sjonskursen i en (perfekt) markedsemisjon. Dette betyr at ca 29,1 millioner aksjer må selges for å bringe inn 6 milliarder kroner. At kr 206 er riktig emisjonskurs kan kontrolleres ved å dividere total markedsverdi 212 milliarder etter emisjonen¹⁶ med 1 029,1 millioner aksjer. Alternativt ved å kontrollere at gamle aksjonærs markedsavkastning fortsatt er lik avkastningskravet på 8%. De gamle aksjene får 6 kroner i ekstra utbytte, men taper 6 kroner fra en lavere aksjekurs, kr 206 i forhold til kr 212 fra tabell 8.14.

En korrekt markedsemisjon gir (pr definisjon) ingen gevinst for kjøperne, og ingen verdiutvanning for gamle aksjonærer. De nye aksjene kan derfor tilbys fritt i markedet. Dette er ulikt tegningsrettsemisjonen i nedre del B av tabell 8.16. Her selges de nye aksjene til en (betydelig) lavere kurs enn markedskursen, og derfor normalt med fortrinnsrett for gamle aksjonærer. Hver aksje får tildelt en tegningsrett, og forholdet mellom antall nye og gamle aksjer bestemmer hvor mange tegningsretter som kreves for å kjøpe en ny aksje. Tegningsrettene er vanligvis fritt omsettelige, og en gammel aksjonær kan derfor velge å selge sine retter fremfor å delta i emisjonen. Omsetningsver-

dien av tegningsrettene kan forventes å reflektere emisjonsrabatten.

I tabellen antas at emisjonskursen er satt til kr 150 pr aksje, og 40 millioner nye aksjer må derfor selges for å bringe inn 6 milliarder kroner. Dette gir en (teoretisk) markedskurs på emisjonstidspunktet på kr 203,85, dvs total markedsverdi 212 milliarder dividert med 1 040 millioner aksjer. De gamle aksjonærene får en kursutvanning på kr 2,15 pr aksje i forhold til markedsemisjonen i tabell A. Dette tapet blir kompensert ved kjøp av rabatterte aksjer i emisjonen, eller ved salg av tegningsretter.¹⁷

Tabell 8.17 viser utvalgte totaltall (milliarder kroner) for denne tegningsretts-emisjonen, som kan sammenlignes med tallene i tabell 8.15. Vi ser at en slik rabattert emisjon innebærer en ekstra verdioverføring fra gamle til nye aksjer på 2,15 milliarder kroner, jf markedsverdilinen for de nye aksjene (markedsverdi 8,15 milliarder, mens kjøpsverdien var kun 6 milliarder kroner), eller netto nåverdi 2,0 milliarder for nye aksjer (siste kolonne av utbyttelinjene; 2,15 milliarder diskontert til tidspunkt 0). Denne verdioverføringen er uproblematisk siden de gamle aksjene blir kompensert av den tilsvarende gevinsten på kjøpet av de nye aksjene, evt. ved salget av tegningsrettene (total markedsverdi 2,15 milliarder, jf fotnote 17).

Igjen oppnår de gamle aksjonærene 8% avkastning første året, dvs at ekstrautbyttet på kr 6 tapes på aksjenes markedskurs, inkludert tegningsrettsverdien. Det er enkelt å vise at dette gjelder uavhengig av hvilken emisjonskurs som velges. Hva aksjonærene tjener på kjøpet av rabatterte aksjer (eller på salget av tegningsrettene) taper de på kursutvanningen for sine gamle aksjer. Også aksjemarkedet reflekterer fysiske lover om verdipermanens, i hvert fall et perfekt aksjemarked: sum

¹⁶ F.eks 212 milliarder fra tabell 8.14, minus 6 milliarder i ekstra utbytte, pluss 6 milliarder i emisjonsproveny.

¹⁷ En ny aksje selges til en rabatt på kr 53,85 (203,85–150). Det kreves 25 gamle aksjer, eller tegningsretter, for å kjøpe en ny aksje (1 mld gamle / 40 mill nye). Kjøpsgevinsten pr gammel aksje er derfor nettopp kr 2,15 (53,80/25), dvs full kompensasjon for kursutvanningen. Dette er også hver tegningsretts (teoretiske) markedsverdi, og et salg til andre investorer vil derfor gi samme kompensasjon (den effektive kjøpskostnaden for hver ny aksje er derfor lik markedskursen på 203,85 = 150 + 25 tegningsretter @ kr 2,15). Verdsettelsen av tegningsrettene ignorerer en ekstra opsjonsverdi, at disse omsettes i mange uker før aksjetegningen avsluttes, og vil derfor gi en mulighet for å høste en ekstraordinær kursoppgang for aksjen.

verdier ut tilsvarende verdien inn, aksjonærene «kan ikke løfte seg selv etter håret», og det er heller ingen verdilekkasje (f.eks. til en investeringsbank).

6.3 Betydningen av kapitalmarkedsimperfeksjoner

Vi har så langt operert i et perfekt kapitalmarked, definert ved Miller & Modigliani kravene ovenfor. Vanlige imperfeksjoner i virkelige kapitalmarkeder endrer vår konklusjon at valget av utbyttepolitikk (eller emisjonskurs) er irrelevant. Skjeve investorskatter tilsier f.eks. at mange aksjonærer vil foretrekke kapitalgevinster fremfor kontantutbytter (lavere effektiv skatt på kapitalgevinster, evt. ved utsettelse av realisasjonstidspunktet; gjelder for de fleste land, men ikke personlige norske investorer, hvor effekten ofte er den motsatte). Tilsvarende vil mange investorer foretrekke en høyest mulig emisjonskurs (reduserer skatten på evt. salg av tegningsretter). Investorenes transaksjonskostnader ved reinvestering av utbytte, eller salg av tegningsretter trekker i samme retning, dvs lavere kontantutbytter i favør av tilbakeholdte overskudd eller tilbakekjøp av egne aksjer¹⁸

Betydelige direkte og indirekte emisjonskostnader er i særdeleshet et argument for lave utbyttebetalinger. De direkte kostnadene utgjør normalt 5%-10%, hvorav mesteparten er betaling til bankene/meglerhusene som forestår emisjonen. Kostnadene betales i siste hånd av aksjonærene, og trekker i retning av lave kontantutbytter for å unngå fremtidige emisjoner. Det samme gjelder for de indirekte emisjonskostnadene, i form av et ekstraordinært fall i aksjekursen (ofte permanent) når et selskap annonserer en emisjon. Dette er en velkjent empirisk egenskap spesielt ved markedsemisjoner, at aksjekursen i gjennomsnitt faller med 3% på annonseringstidspunktet. Kursfallet gjelder for alle selskapets aksjer. Siden antall emiterte aksjer typisk utgjør kun ca 10% av utestående aksjer, innebærer kursfallet en gjennomsnittlig kostnad på ca 30% i forhold til emisjonsbeløpet! Også tegningsrettsemisjoner preges av en viss negativ markedsreaksjon, spesielt hvis emisjonskursen er satt relativt høyt.

¹⁸ Tilbakekjøp virker for selskapet på samme måte som en utbyttebetaling; samme beløp går ut fra selskapet. Forskjellen ligger på investorsiden, at den enkelte investor selv kan bestemme hvorvidt hun ønsker å motta en betaling fra selskapet, ved å selge aksjene i tilbakekjøpet. Et tilbakekjøp har også skattemessige fordeler for investorene i forhold til kontantutbytte, siden beløpet vil normalt bli beskattet som en kapitalgevinst.

En forklaring på slike kursfall finnes vanligvis i investorenes mistanke om at selskapet vil forsøke å selge undervurderte aksjer (dvs et brudd på perfektjonsantakelsen om symmetrisk informasjon mellom alle aksjonærer og ledelsen). Man kan derfor forvente et større prosentvis kursfall ved en markedsemisjon enn i en tegningsrettsemisjon hvor en større del av emisjonen kjøpes av gamle aksjonærer (kjøper overvurderte aksjer fra seg selv, dvs null netto tap), at kursfallet er større ved et konsentrert eierskap (dominerende eiere kan mistenkes å være i allianse med ledelsen om å utnytte mindre informerte investorer), og dersom det er stor usikkerhet om selskapets lønnsomhet (jf Opticom).

Markedsimperfeksjoner synes derfor gjennomgående å trekke i retning av lavest mulige utbytter, eller i favør av tilbakekjøp av egne aksjer istedenfor et kontantutbytte. Dette forutsetter selvfølgelig at tilbakeholdte overskudd finansierer verdiskapende investeringer. *De fleste større, lønnsomme selskaper betaler allikevel årlige kontantutbytter, og gjennomgående 30-50% av normale overskudd.* Forklaringen på dette tilsynelatende paradokset kan søkes i perfektjonsantakelsen om samsvar mellom ledelsens og eierne interesser. I virkeligheten er de fleste (profesjonelle) investorer skeptiske til ledelsens antatte omsorg for eierne, og har gjennomgående mistanke om at store tilbakeholdte overskudd vil kunne lede til verdiøsende overinvestering og sløsing. Dette er en sentral problemstilling innenfor området «Corporate Governance», spesielt for selskaper med spredt (markeds-) eierskap, eller med en dominerende, men relativt impotent eier (les: staten).

Innenfor dette perspektivet utgjør utbyttepolitikken en sentral disiplineringsmekanisme innenfor arbeidsdelingen mellom eiere og ledelse. Ledelsen skal fritt kunne disponere av årlige overskudd for å finansiere verdiskapende vekstinvesteringer (gjenskaffelsesinvesteringer kan i prinsippet finansieres «over bunnlinjen», ved avskrivingsfradraget). Resten av overskuddene skal utbetales til eierne som kontantutbytte, eller ved tilbakekjøp av aksjer. Disse midlene kan eierne selv investere i kapitalmarkedet til en forventet avkastning lik avkastningskravet.

Utbyttepolitikken kan på denne måten beskrives som en implisitt kontrakt mellom ledelsen og eierne. Kontrakten balanserer mellom ledelsens behov for finansiering av interessante vekstmuligheter og eierne legitime behov for å sikre at «interessante» investeringer også er verdiskapende. For eierne er det viktig å unngå at ledelsen lager et internt kapitalmarked som eliminerer markedets kontroll med

fremtidige investeringer, gjennom akkumulering av finansielle plasseringer (finansiert ved tilbakeholdte overskudd). Dette gjelder spesielt i selskaper med spredt eierskap (les: USA, eller generelt børsnoterte selskaper), og i selskaper med en dominerende, men impotent eier (les: staten).

6.4 Utbyttepolitikk i praksis

Utbyttepolitikken formuleres av ledelsen, og annonseres som en forventet utbytteandel av normale overskudd. Selskapet forventes mao. å betale en høyere andel av (unormalt) dårlige resultater, men en lavere andel av spesielt gode resultater. Den «garanterte» utbytteandelen vil normalt være høyere, dess høyere er forventet, fremtidig lønnsomhet i forhold til forventede investeringsmuligheter, dess lavere er inntjeningsrisikoen, og dess mindre gjeld i forhold til egenkapital. *En relativt høy gjeldsandel er således en alternativ disiplineringmekanisme til eiernes krav om en høyest mulig utbytteandel; begge innebærer et «hardere» avkastningskrav for ledelsen* (jf den svenske statens bekymring om en for høy egenkapitalandel i svenske statlig eide selskaper, og derfor et manglende fokus på kjernevirksomheten, kap. 4.2).

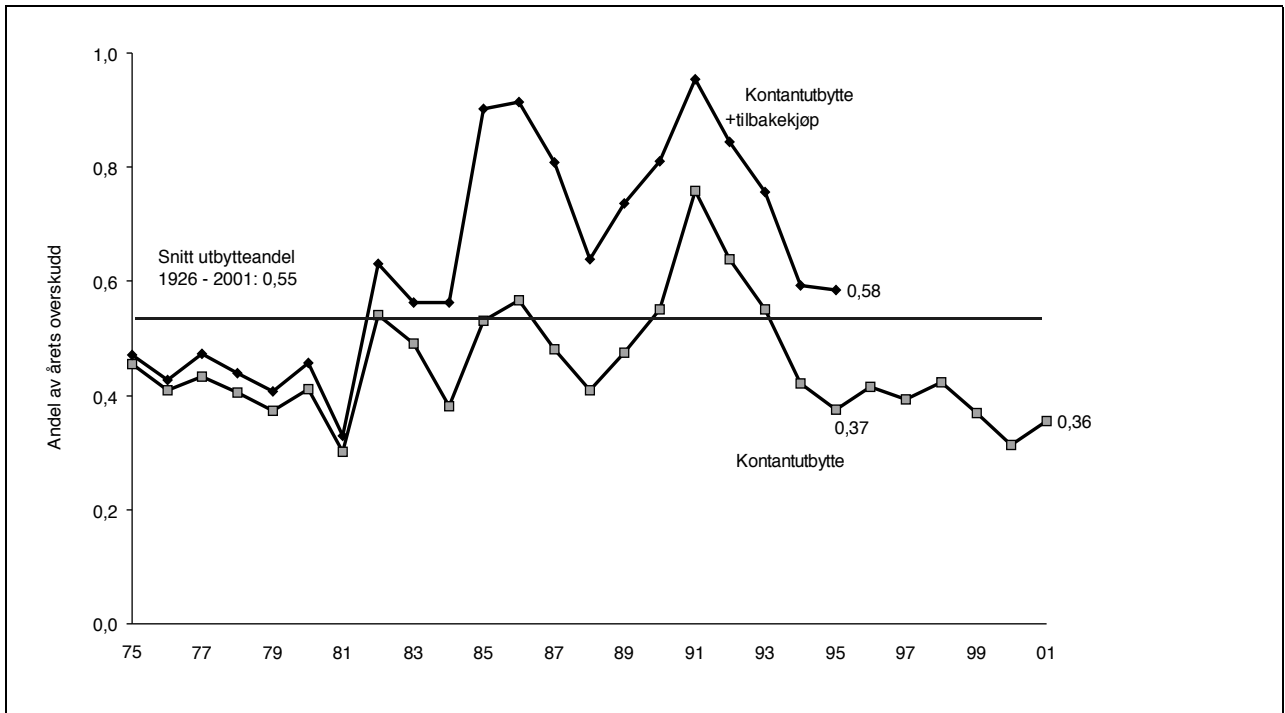
Dette betyr at utbytteandelen vil normalt øke gjennom selskapets livsfase. Fra null, eller en svært lav utbytteandel i et selskaps tidlige vekstfase. Her vil investeringsbehovet normalt langt overgå inntjeningen, og det er dessuten få alternative finansieringsmuligheter; mindre lånemuligheter¹⁹ og vanskelig å få en god prising i emisjonsmarkedet pga stor usikkerhet mht fremtidig inntjening. Utbytteandelen vil så normalt øke med en større og mer stabil inntjening i forhold til investeringsmulighetene (jf at Microsoft nå har startet å betale utbytter). For modne selskaper og bransjer med «fet» inntjening i forhold til verdiskapende investeringsmuligheter, vil eierne forvente en høy utbytteandel, godt over 50% (jf utbytteandelen for S&P 500 selskaper i figur 8.3 nedenfor). Utbyttepolitikken er formulert som en gjennomsnittlig utbytteandel av årlige overskudd, eller som andelen utdelt av et normalresultat. Dette betyr at andelen av de enkelte års overskudd vil falle (hhv øke) ved et unormalt stort (hhv lite) overskudd. Her benyttes selskapets finansplasseringer som en utjevne buffer mellom spesielt gode og spesielt dårlige år.

Eierne forventer på den annen side at normal utbytteandel økes etter en permanent bedring av selskapets lønnsomhet eller en reduksjon i verdiskapende investeringsmuligheter. Børsnoterte selskaper vil her være forsiktig med å annonsere en økt utbytteandel inntil man er relativt sikker på at en bedret inntjening kan forventes å være permanent. Denne forsiktigheten skyldes at et senere tvunget kutt i et overmodig utbyttensnivå vil normalt gi en svært negativ kursreaksjon. Et utbyttekutt er minst like upopulært hos investorene som en annonsering av en aksjeemisjon, og vil ofte tolkes som at selskapets lønnsomhetsproblemer er større og mer permanente enn det ledelsen forteller (nok et eksempel på betydningen av asymmetrisk informasjon i virkelige kapitalmarkeder). Ledelsen vil derfor ofte velge en økning i tilbakekjøp fremfor en signifikant økning i kontantutbyttet, inntil en resultatforbedring viser seg å være permanent.

Figur 8.3 viser nivå og årlig variasjon for gjennomsnittlig utbytteandel for S&P 500 selskapene for perioden 1975-2001, dvs de 500 mest verdifulle amerikanske børsnoterte selskapene. Historisk gjennomsnittlig (kontant-) utbytteandel tilbake til 1926 har vært hele 55%. Nederste kurve i figuren viser at denne andelen har gjennomgående vært vesentlig lavere i perioden 1975-2001. Dette gjaldt spesielt på 1970-tallet hvor andelen varierte rundt 40% av årlige overskudd. Forklaringen var en kombinasjon av spesielt stor konjunkturrisiko (tilsatt forsiktighet) og høy inflasjon (regnskapsmessige avskrivninger undervurderte nødvendige gjenanskaffelsesinvesteringer, og nødvendig med større investeringer i arbeidskapital).

Den enda lavere kontantutbytteandelen fra 1993 har en annen forklaring. For det første at selskapene har skiftet til mer skatteeffektive tilbakekjøp av aksjer (langt lavere effektiv skatt på kapitalgevinster enn kontantutbytte; motsatt av beskatningen av personlige norske investorer i norske aksjer). For det andre at S&P 500 i større grad ble preget av lønnsomme vekstselskaper med langt større verdiskapende investeringsmuligheter (eks. Microsoft og Lucent). Når vi justerer for tilbakekjøp av aksjer (20-25% av årlige overskudd) var effektiv utbytteandel allikevel på det historiske snittet, og har økt ytterligere i løpet av de siste par år.

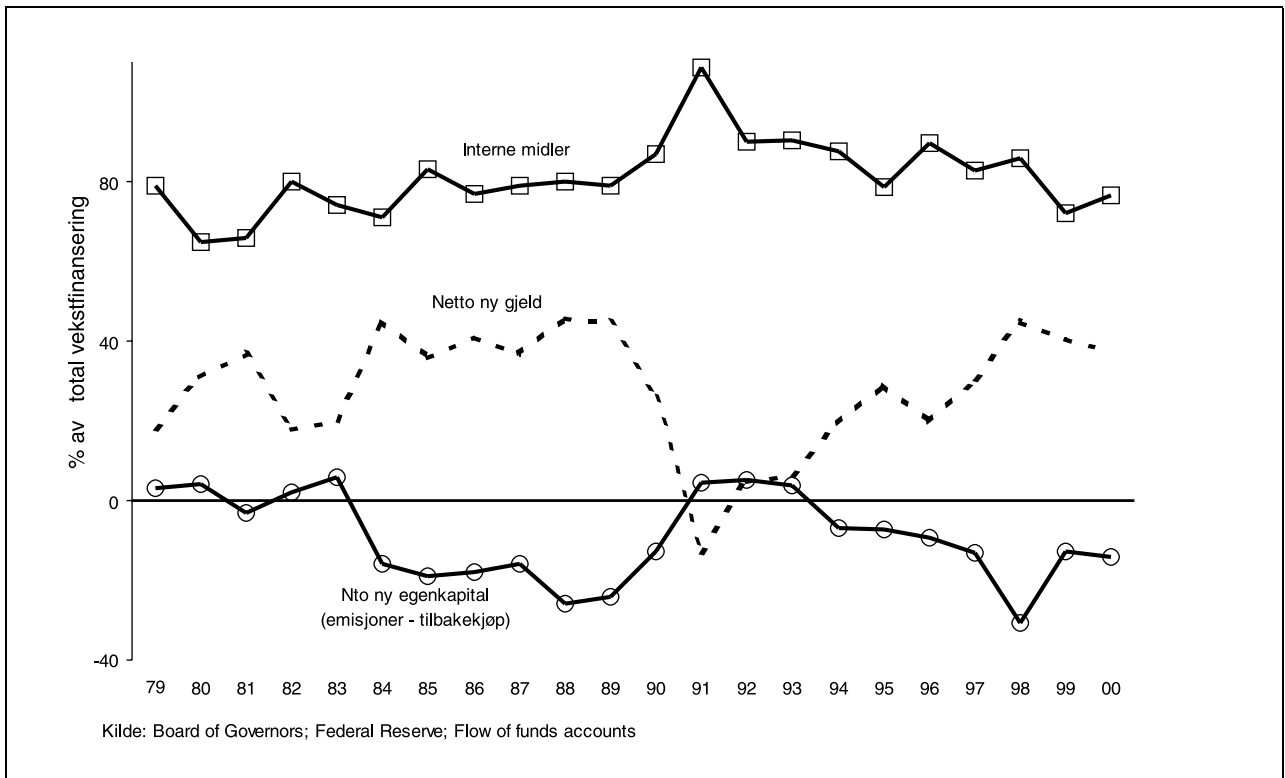
¹⁹ Banker og andre kreditorer krever aktivisikkerhet og er lite villige til å gi lån kun mot fremtidig cash flow. Situasjonen for et ungt vekstselskap er den motsatte, selskapet har få aktiva, men store fremtidige cash flow muligheter.



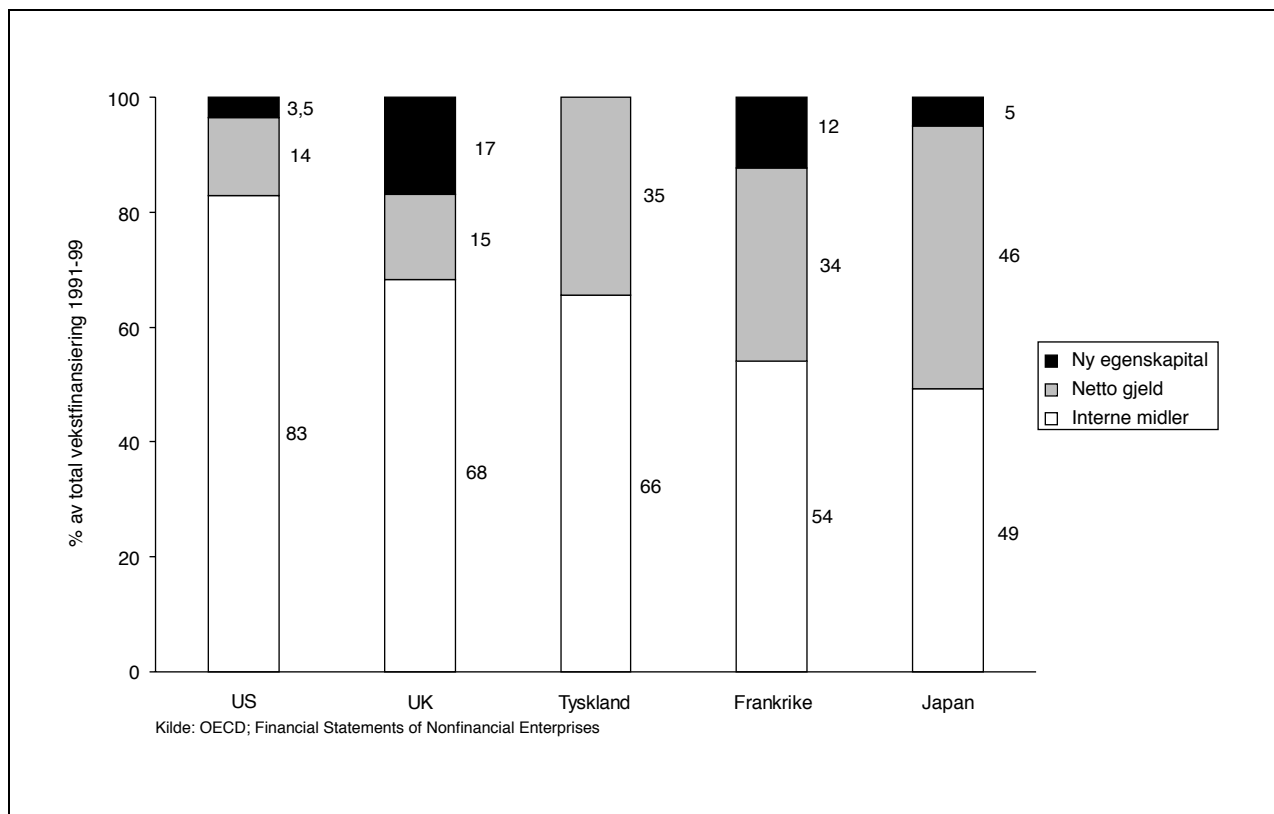
Figur 8.3 Utbytteandel for S&P 500 selskaper 1975-2001

Til sammenligning betalte industriselskapene på Oslo Børs i gjennomsnitt kun 25-30% av årlige resultater som utbytte. Den langt lavere utbytteandelen for de norske selskapene fremstår som et para-

doks, gitt at disse selskapene gjennomgående har hatt langt mindre verdiskapende vekstmuligheter enn S&P 500 selskapene, jf diskusjonen i tilknytning til figur 8.6 nedenfor.



Figur 8.4 Vekstfinansiering USA for 1979-2000, ikke-finansielle selskaper



Figur 8.5 Vekstfinansiering internasjonalt for 1991-96; ikke-finansielle selskaper

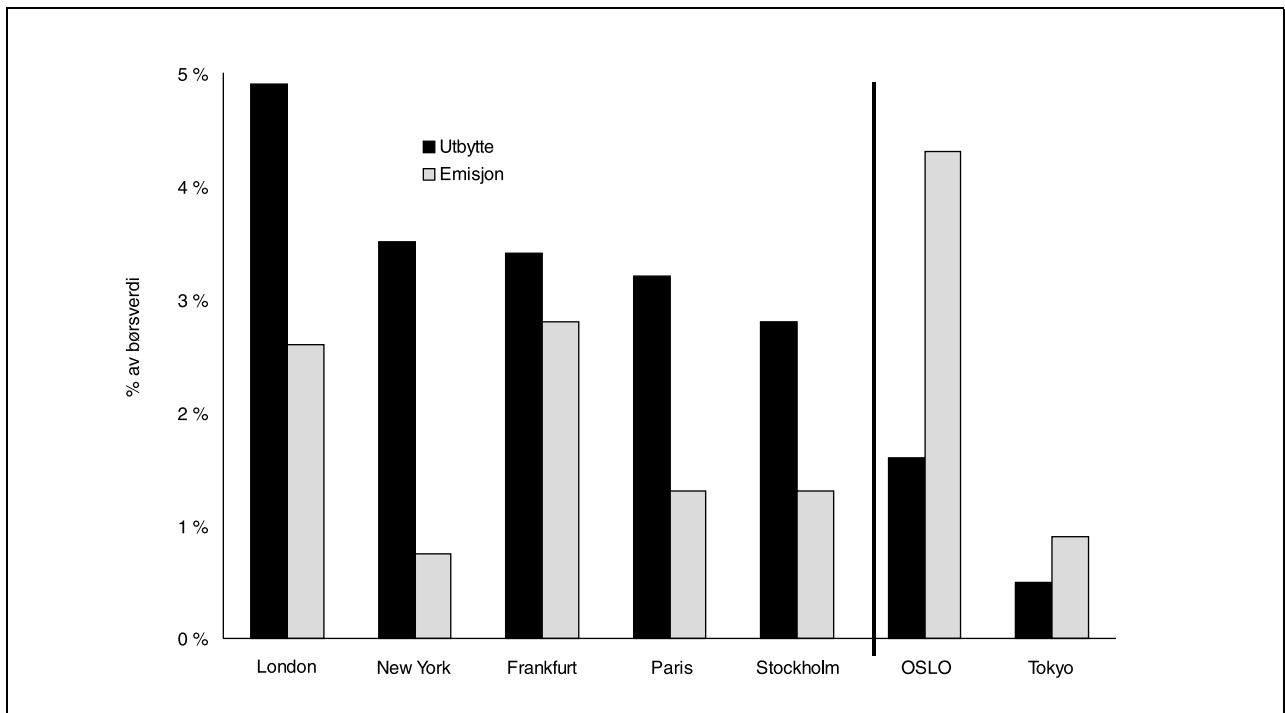
Til tross for betydelige løpende utbyttebetalinger er interne midler uansett den dominerende kilden for å finansiere selskapers kapitalvekst. Tilbakeholdte overskudd har således gjennomgående utgjort ca 80% av amerikanske selskapers vekstfinansiering, jf figur 8.4, og gjennomsnittlig 60-80% av vekstfinansieringen i de fleste OECD-land, jf figur 8.5. Ekstern, ny egenkapital er derimot en sjelden finansieringskilde, som følge av store effektive emisjonskostnader, og har i gjennomsnitt utgjort kun 5-10% årlig i de fleste OECD-land (jf figur 8.5²⁰), og har faktisk ofte vært negativ i USA (store tilbakekjøp av egne aksjer, delvis som en beskyttelse mot fiendtlige oppkjøp på 1980-tallet, og som ledd i en skatteeffektiv utbyttepolitikk på 1990-tallet; jf figur 8.4). Den reelle alternative kilden til internfinansiering av veksten er derfor gjeld, og da gjennomgående bankgjeld eller rulering av kortsiktig markedsgjeld.

Oslo Børs har et større innslag av modne selskaper og bransjer enn andre børser. Det er derfor påfallende at Oslo Børs, gjennom hele 1980-tallet og mesteparten av 1990-tallet, allikevel har vært preget av mindre årlige utbyttebetalinger enn emi-

sjonsinnskudd. Figur 8.6 viser forholdet mellom utbyttebetalinger og emisjonsbeløp for årene 1988-90 for utvalgte børser, regnet i prosent av børsverdiene. Selv om prosentallene for flesteparten av børsene er høye i forhold til senere på 1990-tallet (spesielt for USA og UK), er forholdet mellom utbytter og emisjoner representativt for hele perioden 1980-1999, også for Oslo Børs.

For flesteparten av børsene betalte selskapene langt mer i utbytte enn de tok inn i emisjoner. Dette bør også være hovedregelen, siden børsnoterte selskaper (færre verdiskapende investeringsmuligheter) gjennomgående er mer lønnsomme og modne enn selskaper utenfor børsen. Netto utbetaling av utbytter er derfor avgjørende for å få en nødvendig resirkulering av kapital til nye bedrifter og prosjekter utenfor børsen, hvor mesteparten av økonomiens vekstmuligheter ligger. Det er derfor påfallende hvordan Oslo Børs fremstår som et kapitalens «black hole» (sammen med Tokio-børsen som da fortsatt var preget av stor, verdiøsende selskapsvekst). Her finnes nok noe av forklaringen på den vedvarende, påståtte mangelen på norsk risikovillig kapital. Figuren gir i hvert fall ikke særlig støtte til norske politikeres gjentatte kritikk av manglende børsemisjoner (i forhold til handelsvolumet), og store årlige utbyttebetalinger.

²⁰ Bemerk at figuren mangler størrelsen på nyemisjoner for Tyskland.



Figur 8.6 Gjennomsnittlig utbytte og emisjonsbeløp for 1988-90 (% av børsverdi)

For 1980-tallet kan den strukturelle skjevheten for Oslo Børs nok delvis forklares ved Norsk Hydros dominerende posisjon og store sokkelinvesteringene (Hydro utgjorde nær 50% av den totale børsverdien frem til midten av 1980-tallet). Men dette forklarer langt fra alt, og en viktigere forklaring, også for 1990-tallet ligger nok i kombinasjonen av følgende tre forhold:

- (i) gjennomgående svakere selskapslønnsomhet enn for andre børser, jf. sammenligningen mellom Hydro og Exxon i kap. 8,
- (ii) større konjunkturell selskapsrisiko («råvarebørs»; derfor forsiktige utbytteandeler), og
- (iii) svak «Corporate Governance» fra eiernes side, og derfor ulønnsomme vekstinvesteringer, jf OECDs gjentatte kritikk av norske overinvesteringer, både statlige og private.

Lønnsomhetsproblemet (i) vil i seg selv ikke tilsi en lavere utbytteandel, siden svakere lønnsomhet normalt også betyr færre lønnsomme investeringsmuligheter. Kombinasjonen av svak lønnsomhet og svak eierdisiplinering, problem (iii), har nok derimot gitt grunnlaget for en selvforsterkende, negativ utvikling. Statens forsøk på en mobilisering av eierrollen er i så måte et lyspunkt, sammen med de senere års generelle aktivisering av norske og utenlandske institusjonelle eiere, og inntreden

på Oslo Børs av forretningsmessige, mer aktive eiere.

6.5 Etableringen av en utbyttepolitikk, statlig eide selskaper

Jeg har nevnt at utbyttepolitikken kan oppfattes som en *implisitt* kontrakt mellom eiere og ledelse om selskapets vekst og finansiering. Politikken fastsettes formelt av selskapets styre og administrasjon. Generalforsamlingen kan riktignok redusere styrets forslag til utbyttebetaling for det enkelte år, men uten at dette har betydning for utbyttepolitikken. Eiernes reelle maktmidler for å øke gjennomsnittlig utbytteandel og redusere en ulønnsom vekst, ligger normalt i kombinasjonen av ubehagelige spørsmål på generalforsamlingen, kritiske «Letter to Management» fra institusjonelle investorer (jf amerikanske, offentlige pensjonsfond), og i siste hånd en «exit» fra selskapets aksjer (vedvarende lav prising). På 1990-tallet trodde vi at også opsjoner og aksjer for ledelsen kunne virke disiplinerende, men dette ga dessverre andre problemer (kortsiktighet, informasjonsmanipulasjon fra ledelsens side, og i mange tilfeller nærmest ran av eiernes verdier).

Det mest effektive eiervåpenet for børsnoterte selskaper er derfor fortsatt trusselen om et fiendtlig oppkjøp, med en utskifting av styret og evt ledelsen. Her er utfordringen spesielt stor for staten, ved sin blokke-

rende eierposisjon i børsnoterte selskaper. Dette fjerner disiplineringen via oppkjøpstrusselen. Et verdimaksimerende eierskap vil derfor forutsette at staten viser større aktivitet via andre mekanismer, f.eks. styrking av eierskapsorganets kompetanse (herunder bedre beskyttelse mot politiske innspill), løpende lønnsomhetsanalyser, styrking av styrets kompetanse, kontakt med styret/administrasjonen, og størst mulig offentlighet rundt vurderingen av selskapenes (manglende) verdiskapning. Jeg har diskutert dette i kap. 2-3 ovenfor, og ved beskrivelsen av den svenske, statlige eierskapsorganiseringen i kap. 4.

I heleide statlige selskaper bør eiers mistillit til ledelsen ikke være et vedvarende problem. Her kan staten fritt skifte ut styret, og effektivt også selskapets ledelse. Disiplineringseffekten *ex ante* bør derfor være minst like effektiv som trusselen om et fiendtlig oppkjøp for et børsnotert selskap. Jeg er derfor forundret over håndteringen av utbyttekonflikten i Statkraft. Denne illustrerer samtidig et uheldig forhold ved statlige særlovsselskaper, at eieren (generalforsamlingen) kan fritt fastsette de årlige utbyttebetalingene. Dette kan risikere å ødelegge grunnlaget for en utbytte *politikk*. I børsnoterte selskaper er det kun den ene parten, ledelsen/styret, som kan misligholde utbyttekontrakten. I Statkrafts tilfelle virker det som om det er et gjensidig mislighold. Ledelsen hevder at den ikke får det «avtalte» finansielle armslaget for en interessant vekst, mens eieren, på sin side, synes overbevist om at den planlagte veksten ikke vil være verdiskapende. Her risikerer man å få ødelagt den nødvendige, grunnleggende arbeidsdelingen mellom en finansiell eier og en profesjonell administrasjon (isteden for at man tar den mer kortsiktige kostnaden ved å skifte ut selskapets styre). Problemet blir ikke mindre av at eieren ikke kan ta en styreplass. I så måte er situasjonen kanskje enklere innenfor den svenske, statlige eierforvaltningen, hvor eierdepartementet fortsatt kan ha styreplass.

Det er også interessant å notere den svenske eierforvaltningens forsøk på å forbedre muligheten for direkte kapitalinnskudd i selskapene, jf kap. 4.2. Ledelsens vilje til å akseptere en høy utbytteandel er åpenbart avhengig av en rimelig tillit til at eierne vil tilføre frisk kapital i en fremtidig situasjon med et uventet avvik mellom investeringsbehov og inntjening (pluss finansplasseringer). Statkraft er (muligens) en god illustrasjon på hvorfor denne tilliten ofte mangler i statlig eide selskaper,

delvis som følge av manglende stabilitet i utbyttekravene fra eieren (eks. budsjettsalderingskravet), eller pga politisk varierende vurderinger om verdien av kapitalinnskudd. *Forskjellen mellom private og statlig heleide selskaper er at de private kan henvende seg til kapitalmarkedet for nye kapitalinnskudd, og at de ikke er så avhengig av aksept fra bestemte eiere. De statlig heleide selskapene har fordel av langt lavere økonomiske emisjonskostnader, men har på den annen side en politisk «emisjonsrisiko».*

7 Gjeld og betydningen av selskapets kapitalstruktur²¹

7.1 Generelt

Jeg har så langt vært opptatt av selskapets egenkapitalfinansiering. Dette gjelder også de numeriske eksemplene i tabellene 8.8-8.10, som ble utvidet til å illustrere betydningen av en uventet lønnsomhetsendring i tabellene 8.12-8.13, og til valget mellom intern og ekstern egenkapitalfinansiering i tabellene 8.14-8.16. I tabellene 8.18-8.19 nedenfor har jeg utvidet selskapenes regnskaper også til gjeldsfinansiering. Jeg benytter det lønnsomme vekstselskapet C som illustrerende eksempel, og vil være spesielt opptatt av forholdet mellom selskapets egenkapital og sysselsatte kapital (egenkapital + rentebærende gjeld), og forholdet mellom markedsverdier og forventet rentabilitet, avkastningskrav og vekst.

Først la oss rekonstruere de viktigste egenskapene for egenkapitalen i selskap C fra tabell 8.10, kopiert i tabell 8.18. Selskapet starter med 100 milliarder i investert egenkapital med forventet rentabilitet 10% og et 8% risikojustert avkastningskrav. Selskapet opprettholder kapitalens verdi og inntjening ved gjenanskaffelsesinvesteringer lik regnskapsmessige avskrivninger, og reinvesterer i tillegg 60% av årlige overskudd, og veksten har også forventet rentabilitet 10%. Alle regnskapsstørrelser vokser derfor årlig med 6% (vekstrentabiliteten 10% multiplisert med reinvesteringsandelen 0,6). Veksten finansieres ved tilbakeholdte overskudd, og forventet utbytteandel er 40%. Linje 1, 8 og 15 i tabell 8.18 viser utviklingen i hhv bokført egenkapital, årsresultat og utbytte i milliarder kroner. Første års utbyttebetalinger er 4 milliarder, som forventes å vokse med 6%. Diskontert med avkastningskravet 8% gir dette en markedsverdi for egenkapitalen på 200 milliarder = 4mld / (0,08-0,06), dvs 2x bokført verdi. Forventet vekst i markedsverdien er også 6% (linje 17). Utviklingen i tre sentrale

²¹ Dette kapitlet inneholder mye detaljstoff. En kursorisk lesing kan derfor begrenses til kap. 7.4.

nøkkeltall for egenkapitalen vises i tabell 8.19, linje 4, 7 og 9, dvs gjennomsnittlig rentabilitet 10%, P/B på 2,0 og P/E på 20. De tre linjene 1'-3' i tabell 8.19 viser utviklingen i selskapets regnskapsmessige verdiskapning for egenkapitalen, etter belastning av årsresultatet med 8% kalkulatorisk kapitalkostnad.

Så til selskapets rentebærende gjeld og sysselsatte kapital. Jeg antar at selskapet holder en konstant gjeldsandel 40% av bokført sysselsatt kapital. Dette innebærer at gjeld og sysselsatt kapital begge vokser med 6% (linje 2 og 3 i tabell 8.18). Gjelden er regnet netto av finansplasseringer, og netto finanskost er 5,55%, eller +1,55% i forhold til statsrenten på 4% (finanskost er satt for å gi passende tall). Linjene 5-8 i tabell 8.18 viser beregningen av årsresultatet, som driftsresultatet (*EBIT* = «Earnings Before Interest & Taxes»), minus netto rentekost 5,55% av inngående gjeld, og redusert med 28% skatt.

Tabelldel 8.18.B viser beregningen av to sentrale kontantstrømstall for verdsettelse av hhv sysselsatt kapital og egenkapitalen. «Fri Cash Flow» (*FCF*) er definert som forretningsmessig kontantstrøm fra driften, minus investeringer i driftsrelatert anleggskapital og arbeidskapital (driftsrelaterte omløpsmidler minus ikke-rentebærende gjeld). *FCF* er netto kontantstrøm for sysselsatt kapital, og kan (fritt) disponeres til å betjene selskapets netto gjeld (skattejustert rentekost, pluss netto avdrag, minus finansplasseringer) og egenkapitalen (utbytte og tilbakekjøp minus emisjon av aksjer).

²² Dette er ulikt vanlige regnskapsmessige kontantstrøm definisjoner. Her blander man forretningsmessige og finansielle poster og transaksjoner. Kontantstrøm fra driften beregnes således etter skattejustert, netto finanskost, som vi har trukket ut og inkludert i disponeringen av *FCF*, jf linje 13 i tabell 8.18.B. Kontantstrømmer knyttet til investeringsaktiviteter vil i regnskapet også inkludere kjøp/salg av ikke-driftsrelaterte finansplasseringer, som vi isteden inkluderer i de finansielle kontantstrømmer (for enkelthets skyld har jeg nettet finansplasseringer mot selskapets rentebærende gjeld – «netto gjeld» – og min finanskost er derfor netto av finansinntekter).

²³ Selskapets effektive skattesats for driftsresultatet vil kunne avvike betydelig fra marginal skattesats for (netto) finanskost, som følge av f.eks. skjeve skattemessige avskrivninger, skattemessige disposisjoner, eller grunnrente-skatt. *NOPAT* defineres derfor mer korrekt som årsresultatet pluss skattejustert (netto) finanskost

²⁴ Avskrivninger er en kalkulatorisk kostnad som reduserer selskapets skatter, men som ellers ikke har noen kontantstrømeffekt (reflekterer tidligere kontantutgifter på investeringer). Jeg har for enkelthets skyld ikke skilt mellom investeringer i arbeidskapital og anleggskapital, uten at dette har noen betydning for de viktige tallene i tabellene. Dette betyr at avskrivningene i realiteten utgjør en større prosent av relevant anleggskapital, f.eks. ca 13% dersom anleggskapitalen utgjør 60% av sysselsatt kapital.

Etter belastning for gjeldsbetjeningen fremkommer «Fri Cash Flow til egenkapitalen» (*FCFE*).

*Hovedprinsippet for FCF er at vi skiller mellom på den ene side poster relatert til selskapets forretningsmessige drift og investeringer i driftrelaterte aktiva, og på den annen side alle finanstransaksjoner.*²² Beregningen av *FCF* starter med beskattet driftsresultat, dvs. driftsresultatet redusert med 28% skatt, men uten fradrag for rentekost (såkalt *NOPAT* = «Net Operating Profit After Tax»).²³ Deretter belastes med forretningsmessige nettoinvesteringer (linje 10 minus 11), dvs brutto investeringer i anleggs- og arbeidskapital minus regnskapsmessige avskrivninger. Jeg viser separate tall for brutto investeringer og avskrivninger, som tillater beregning av *EBITDA* i linje 16. Regnskapsmessige avskrivninger antas å utgjøre 8% av sysselsatt kapital.²⁴ Nettoinvesteringene for sysselsatt kapital utgjør f.eks. 10 milliarder første året, og etter fradrag for økt gjeld på 4 milliarder får vi egenkapitalfinansiert nettoinvestering på 6 milliarder, jf tabell 8.10 og 8.14 ovenfor.

FCF utgjør 2,7 milliarder første år, som forventes å vokse årlig med 6%, og kan diskonteres med selskapets veide avkastningskrav (*VAK*) for sysselsatt kapital. *VAK* bestemmes som et markedsverdivektet snitt av egenkapitalkravet (k_e) på 8% og skattejustert netto gjeldskostnad (r_g) på 4% = 0,72 \square 5,55%. Dette gir en *VAK* på 7,0%:

$$\begin{aligned} \text{VAK} &= \frac{\text{VE}}{\text{VE} + \text{VD}} \cdot k_e + \frac{\text{VD}}{\text{VE} + \text{VD}} \cdot (1-s) \cdot r_g \\ &= \frac{200}{266,7} \cdot 8\% + \frac{66,7}{266,7} \cdot 0,72 \cdot 5,55\% \\ &= 0,75 \cdot 8\% + 0,25 \cdot 4,0\% = \underline{7,0\%} \end{aligned}$$

Den bokførte andelen egenkapital på 60% av sysselsatt kapital øker til 75% ved bruk markedsverdier, jf linje 17-19 i tabelldel 8.18.C (*EV* = «Enterprise Value» = markedsverdi av sysselsatt kapital).

Diskontering av FCF med VAK-kravet gir en markedsverdi for sysselsatt kapital på 266,7 milliarder = 2,7mld/(0,07-0,06), eller en implisitt markedsverdi 200 milliarder for egenkapitalen, etter fradrag for 66,7 milliarder i netto gjeld.²⁵ Dette bekrefter den tidligere direkte beregningen av egenkapitalens markedsverdi, som ikke kommer som noen overraskelse.

Merverdien for sysselsatt kapital er 100 milliarder, dvs forskjellen mellom markedsverdien 266,7 milliarder og bokført verdi 166,7 milliarder. Dette tilsvarer merverdien for egenkapitalen, og bekrefter at bruk av gjeld ikke skaper noen merverdi for eierne. Dette signaliseres også ved at Marked/Bok-forholdet for sysselsatt kapital (*EV/SK*) faller til 1,60 fra verdien 2,0 for egenkapitalen (linje 7-8 i tabell 8.19), dvs at egenkapitalens merverdi deles på den større sysselsatte kapitalen.

Kap. 5.2 illustrerte ulike generelle egenskaper ved egenkapitalens markedsverdi i forhold til forventet rentabilitet (ROE), avkastningskrav (k_e) og investeringsvekst for egenkapitalen. Disse egenskapene er generiske, og kan direkte overføres til sysselsatt kapital etter en passende redefinering av rentabilitet (ROE til ROCE), avkastningskrav (k_e til VAK) og investeringsvekst (samme som for egenkapitalen, gitt konstant bokført gjeldsgrad). Marked/bok-forholdet for sysselsatt kapital *EV/SK* kan derfor vurderes i forhold til statistisk benchmarkverdi ROCE/VAK (dvs marked/bok-forholdet for et selskap uten verdiskapende vekst; ROCE_{ekst} = VAK). For selskap C er benchmark *EV/SK* kun 1,09 (ROCE/VAK = 7,6%/7,0%), og selskapets *EV/SK* på 1,60 bekrefter den betydelige verdiskapningen på veksten, jf kap. 7.5 om skattemessige variasjoner i dette nøkkeltallet og i et P/E-forhold for sysselsatt kapital.

La oss først se på enkelte prinsipielle sider ved forholdet mellom egenkapitalen og sysselsatt kapital, og betydningen av selskapets gjeldsgrad.

²⁵ Nåverdien 66,7 milliarder for netto gjeldsstrømmer i linje 13-14 i tabelldel 8.18.B kan beregnes ved bruk av «knepet» i kap. 5.2 ovenfor, at vi kan ignorere veksten i kontantstrømmene for en investering, dersom vekstinvesteringene ikke skaper mer- eller mindreverdier. Her er «investeringen» lik selskapets gjeld, og vekst-investeringene svarer til de nye låneopptakene hvert år. Låneopptakene er antatt å skje til markedsbetingelser (5,55%), og kan derfor ignoreres ved nåverdi beregningene. Verdien av netto gjeldsstrøm er derfor ganske enkelt lik den konstante etter-skatt rentekostnaden på 2,7 milliarder for start-gjelden: 66,7 = 2,7mld/0,04 (diskonterer med skattejustert gjeldsrente; og antar at gjelden rulleres evig). Dette er selvfølgelig kun formalisme, siden også start-gjelden er priset til markedsbetingelser, og har derfor verdi lik bokført verdi.

7.2 Bruk av gjeld øker gjennomsnittlig rentabilitet for egenkapitalen

Rentabilitet etter skatt for sysselsatt kapital er konstant lik 7,6% (linje 5 i tabell 8.19). Dette er beregnet som forholdet mellom skattejustert driftsresultat (NOPAT) og inngående bokført verdi av sysselsatt kapital. Dette rentabilitetstallet har ulike betegnelser, f.eks. *ROCE* = «Return On Capital Employed», eller *ROIC* = «Return On Invested Capital». *ROCE* på 7,6% kan sammenlignes med VAK-kravet på 7%, og gir en 0,6% verdiskapningsmargin for sysselsatt kapital, eller langt mindre enn marginen 2% for egenkapitalen (10% - 8%). Disse margintallene er ikke direkte sammenlignbare. For det første må vi justere for forskjellen i kroner investert, f.eks. justere ned egenkapitalmarginen til 1,2% (2% margin ganger bokført egenkapitalandel 0,60). For det andre må vi justere for den høyere marginrisikoen for egenkapitalen. Vi viser i kap. 7.3 at summen av justeringene gir samme totale nåverdi for årlig verdiskapning (hele merverdien tilfaller eierne).

Forholdet mellom rentabilitet 10% for bokført egenkapital (*ROE* = «Return On Equity») og 7,6% for sysselsatt kapital kan beskrives ved følgende sammenheng:

$$\begin{aligned} ROE &= ROCE + \frac{\text{Gjeld}}{\text{EK}} \cdot [\text{ROCE} - (1-s) \cdot r_g] \\ &= 7,6\% + \frac{0,4}{0,6} \cdot [7,6\% - 4,0\%] = 10\% \end{aligned}$$

Eierne oppnår rentabilitet 7,6% direkte på den bokførte egenkapitalen, og i tillegg en forventet marginfortjeneste 2,4% på investering av gjelden, dvs totalt 10%. Selskapet har lånt 2/3 krone pr krone bokført egenkapital (4 deler gjeld og 6 deler egenkapital), og hver gjeldskrone gir en forventet margin på 3,6% (investert rentabilitet 7,6% minus skattejustert kost 4%).

Denne «vektstangsformelen» innebærer at forventet egenkapitalrentabilitet øker med andelen gjeld, forutsatt at forventet *ROCE* overstiger skattejustert gjeldskost. En sammenligning av egenkapitalrentabilitet på tvers av selskaper eller for samme selskap over tid, må derfor justere for forskjeller i gjeldsgrad, i særdeleshet siden eiernes avkastningskrav også vil variere med gjeldsgraden.

7.3 Bruk av gjeld øker også risiko og avkastningskrav for egenkapitalen

Vektstangsformelen viser at økt gjeldsgrad («gearing») også øker den årlige variasjonen i rentabili-

teten for egenkapitalen, i forhold til for sysselsatt kapital. Egenkapitalen får store gjeldsgevinster i gode ROCE år, men store tap i dårlige ROCE år, og denne variasjonen vil forsterkes dess høyere er gjeldsgraden. Mer gjeld vil mao innebære både «good news», større gjennomsnittlig rentabilitet, men også «bad news», større risiko. Eierne krever kompensasjon for den økte risikoen ved et høyere avkastningskrav. La oss se hvordan egenkapitalkravets risikopremie reflekterer selskapets gjeld.

Et første inntrykk av hvordan gjelden påvirker eiernes avkastningskrav får vi fra en omskrivning av formelen ovenfor for beregning av VAK-kravet:

$$\begin{aligned} k_e &= \text{VAK} + \frac{\text{VG}}{\text{VE}} \cdot [\text{VAK} - (1-s) \cdot r_g] \\ &= 7,0\% + \frac{0,25}{0,75} \cdot [7,0\% - 4,0\%] = 8\% \end{aligned}$$

VAK-kravet 7% reflekterer selskapets forretningsrisiko, og fordrer en 3% risikopremie i forhold til risikofri rente 4%. Eiernes bærer denne risikoen både på egen og kreditorenes investerte kapital (finansiell risiko). Eiernes avkastningskrav på 8% kan derfor deles i tre deler: 4% risikofri rente + 3% premie for forretningsrisiko + 1% premie for finansiell risiko for gjelden. Gjelden utgjør 1/3 krone pr egenkapitalkrone (25 deler gjeld og 75 deler egenkapital til markedsverdi), og hver investert gjeldskrone fordrer en forretningsrisikopremie på 3% (regnet i forhold skattejustert gjeldskostnad).²⁶

Forholdet mellom eiernes forretningsmessige og finansielle risikopremie kan mer direkte illustreres ved CAPM-relasjonen i kap. 5.2. Denne ga egenkapitalens risikopremie ved å skalere en antatt markedspremie på 4% med egenkapitalens betaverdi, antatt lik representativ aksjebeta 1,0:

$$k_e = \text{risikofri} + \beta_e \cdot \text{markedspremie} = 4\% + 1 \cdot 4\% = 8\%.$$

Betaverdien for sysselsatt kapital (β_{SK}) kan vises å være et verdivektet snitt av egenkapital- og gjeldsbetaen:

$$\beta_{SK} = \frac{\text{VE}}{\text{VE} + \text{VD}} \beta_e + \frac{\text{VD}}{\text{VE} + \text{VD}} \beta_g = 0,75 \cdot 1,0 + 0,25 \cdot 0 = 0,75$$

Mesteparten av kreditorenes risiko i et normalt lån er bedriftsspesifikk, og derfor diversifiserbar. Beta reflekterer konjunkturell avkastningsrisiko, og det er rimelig å anta at denne er svært liten for et normalt selskapslån (middels til god rating). Jeg har derfor antatt null gjeldsbeta. Misligholdsrisikoen vil variere med konjunkturene, men mesteparten av kredittpremien i en normal lånerente vil allikevel reflektere en selskaps- eller bransjespesifikk variasjon i forventede misligholdstap.

Beta på 0,75 for sysselsatt kapital og markedspremie på 4% gir oss direkte forretnings-risikopremien på 3% og VAK-kravet på 7%:

$$\text{VAK} = \text{risikofri} + \beta_{SK} \cdot \text{markedspremie} = 4\% + 0,75 \cdot 4\% = 7\%.$$

Egenkapitalen ville hatt en betaverdi 0,75 uten bruk av gjeld, og derfor en risikopremie på 3%. Gjelden øker eiernes betarisiko og risikopremie fordi eierne bærer den konjunkturelle risikoen på den investerte gjelden. Egenkapitalbetaen og risikopremien øker derfor med forholdet 4/3 mellom investert kapital og egenkapital (regnet til markedsverdier), eller til hhv 1,0 og 3%.

Denne fremstillingen skygger unna en rekke prinsipielle forhold²⁷, siden mitt formål er begrenset til å illustrere gjeldens betydning for risikopremien i eiernes avkastningskrav. Forventet egenkapitalrentabilitet øker proporsjonalt med forholdet gjeld/egenkapital, og det samme gjelder for egenkapitalens risikopremie (med egenkapitalen målt til markedsverdi).

Sammenligningen av årlig regnskapsmessig verdiskapning mellom sysselsatt kapital og egenkapitalen i tabell 8.19.A viser at bruk av gjeld ikke skaper merverdi for eierne. Forventet årlig verdiskapning for egenkapitalen (linje 3') er to ganger forventet verdiskapning for sysselsatt kapital (linje 3), sum nåverdier er like, nemlig 100 milliarder. Vi har tidligere forklart beregningen av verdiskapningstallene for egenkapitalen («residualinntekt»). Den tilsvarende beregningen for sysselsatt kapital belaster skattejustert driftsresultat (NOPAT) med VAK på 7% av årets inngående sysselsatte kapital (linje 1-3). Dette gir de såkalte EVA-tall = «Economic Value Added», introdusert og markedsført av det amerikanske konsulentselskapet Stern & Stewart.²⁸

²⁶ Eierne setter sitt avkastningskrav i forhold til egenkapitalens markedsverdi, siden dette er det beløpet som alternativt kunne investeres i kapitalmarkedet, derfor bruk av markedsverdiandeler i VAK-formelen (men bokførte andeler i vektstangsformelen for ROCE).

²⁷ F.eks. at VAK-premien er 3% både relativt risikofri rente og skattejustert lånerente. Dette er en (konstruert) tilfeldighet, men inneholder problemstillinger knyttet til korrekt definisjon av et gjeldskrav, eiernes forventede konkurskostnader og skattesubsidier.

²⁸ Stern & Stewart anbefaler at man først justerer sysselsatt kapital og driftsresultatet for et utall av regnskapsmessige skjevheter. Dette gjelder spesielt justering av skjeve avskrivninger, tilbakeføring av goodwill fra oppkjøp/fusjoner og kapitalisering av leasing-finansiering. Mitt talleksempel er antatt å være «perfekt», og slipper unna slike justeringer.

En grunnleggende tese i moderne finans er at eierne økte risikokostnad ved gjeld vil oppveie den forventede rentabilitetsgevinsten. Bruk av gjeld kan derfor ikke forventes å skape noen merverdi for eierne. Dette bør ikke komme som noen overraskelse, siden en verdiskapning ville innebære at kreditorene er villige til å subsidiere eierne. Gjeld er nominelt billigere enn egenkapitalen, men dette reflekterer at kreditorene bærer mindre risiko. På risikojustert basis er kostnaden den samme for gjeld og egenkapital. Økt bruk av gjeld kan allikevel ha en skattefordel for eierne (f.eks. som følge av dobbeltbeskatning av eierinntekter, eller skjevheter i grunnrenteskatten på den norske sokkelen). Denne skattefordelen må veies opp mot en økt sannsynlighet for en finansiell selskapskrise, med tilhørende betydelige kostnader. Disse kostnadene kan inkludere tapt verdiskapning fra kutt/utsettelse av lønnsomme investeringer (med fare for at konkurrentene får et forsprang), utbyttekutt eller nyemisjoner (med en negativ markedsreaksjon for børsnoterte selskaper), eller mer generelt en økende skepsis hos ansatte, kunder og leverandører om selskapets fremtid.

Vi har allerede diskutert noen av disse krisekostnadene under valget av utbyttepolitikk, og det er klart at disse to strategivalgene henger nøye sammen. Ekspansiv bruk av gjeld vil normalt fordele større forsiktighet i valget av utbytteandel, og *vice versa*. Hensynet til å redusere sannsynligheten for finansielle kriser er spesielt viktig for lønnsomme selskaper med betydelige vekstmuligheter, selskaper som selger produkter som er avhengig av senere vedlikehold, garantier eller reservedeler, eller selskaper med betydelig «human capital» (selskapsspesifikk kompetanse hos ansatte). Det er vanlig at slike selskaper er forsiktig med bruk av gjeld, og det er påfallende at de meste lønnsomme selskapene i en bransje gjennomgående bruker minst gjeld, selvom disse har størst gjeldskapasitet. Dette er i ledelsens interesse og gjennomgående også i eierne interesse. For selskaper med en fet inntjening men begrensede verdiskapende vekstmuligheter skiller interessene seg ad. Eierne ønsker mye gjeld og høy utbytteandel for å disiplinere ledelsen «vekstkåthet», mens ledelsen ønsker mest mulig egenkapital og lavest mulig utbytteandel!

7.4 Litt oppsummering om finansielle strategivalg og verdiskapning.

Utgangspunktet for en eiers vurdering av sin investering i et selskap bør være at ledelsen kan skape merverdier ved effektiv drift og gode inves-

teringer, men ikke på hvordan investeringene finansieres (utbyttepolitikk og gjeldsgrad). Selskapet kan ha forretningsmessige fortrinn og kvaliteter som gir verdiskapning i forhold til «gjennomsnittlige selskaper», som pr definisjon har rentabilitet lik avkastningskravet. Det er derimot vanskelig å tenke seg at et vanlig selskap vil ha vedvarende konkurransemessige fortrinn i finansmarkedet, hvor man konkurrerer med millioner av profesjonelle, finansielle aktører. Finanstransaksjonene kan derfor ikke forventes å skape merverdier, og er beste fall gode nok til å støtte den verdiskapende forretningsmessige virksomheten.

Derfor skiller vi også mellom forretningsmessige og finansielle transaksjoner ved definisjonen av selskapets frie cash flow, FCF. Uten forventet finansiell verdiskapning er selskapets totale markedsverdi og merverdi entydig bestemt av FCF, og er uavhengig av hvordan FCF disponeres. Dette betyr f.eks. at selv om utbyttepolitikken har betydning for å realisere selskapets investeringer, skaper den i seg selv ingen merverdier, men kan i verste fall øde verdier ved å forhindre realiseringen av selskapets vekstmuligheter. Det samme gjelder for selskapets kapitalstrukturpolitikk (langsiktede gjeldsgrad).

Endringer i utbyttepolitikk eller kapitalstruktur vil i første hånd kun påvirke disponeringen av FCF, ikke dens størrelse og vekst. Dårlige finansielle veivalg kan allikevel ha negativ betydning for fremtidige investeringer, og i verste fall for selskapets overlevelse, som følge av for høy gjeldsgrad. Mye gjeld er uheldig for selskaper/bransjer med gode vekstmuligheter (*risiko for underinvestering*), mens mye egenkapital kan være like uheldig for selskaper/bransjer med få verdiskapende vekstmuligheter (*risiko for overinvestering*). Finansielle veivalg kan mao ødelegge verdier. Et godt strategivalg vil avhenge av forretningsmessige egenskaper ved selskapet, og av forholdet mellom eiere og ledelse.

7.5 Bruk av ROCE, EBITDA og «verdibasert» måling

Bruk av egenkapitalrentabilitet (ROE) er nyttig ved vurdering av eierne aksjeavkastning i forhold til selskapets regnskapsmessige lønnsomhet og vekst. Dette forutsetter at man justerer for variasjoner i selskapets gjeldsgrad i rentabilitetstallene eller i egenkapitalkravet. Tilsvarende må sammenligninger på tvers av selskaper eller bransjer justere rentabilitetstall eller avkastningskrav for forskjeller i gjeldsgrad. Dette kan være problematisk.

Tabell 8.20 Variasjoner på ROCE og VAK

Skatt driftsres.			ROCE	VAK	
1	Før skatt	EBIT	10,6 %	9,7 %	$VAK_3 / (1-s^*)$
2	Virkelig skatt	EBIT – Skatt	8,2 %	7,4 %	r_g
3	<i>Juster skatt</i>	$(1-s^*) \times EBIT$	7,6 %	7,0 %	$(1-s) \times r_g$

NB: s^* er lik selskapets effektive skattesats for driftsresultatet, jf fotnote 25.

Bruk av sysselsatt kapital som analysenivå og ROCE som rentabilitetsmål vil automatisk eliminere effekten av forskjeller i kapitalstruktur.

I praksis benyttes forskjellige ROCE-definisjoner. Disse varierer mht definisjonen av sysselsatt kapital i nevneren, og spesielt den skattemessige behandlingen av driftsresultatet i telleren. Når det gjelder definisjonen av sysselsatt kapital, har jeg benyttet inngangsverdier for hvert år. Ved sterk vekst er det nok mer fornuftig å bruke en gjennomsnittsverdi for året. Så lenge man er konsistent, er det uansett av mindre betydning hvilken definisjon som brukes.

Kravet om konsistens gjelder også for den skattemessige definisjonen av driftsresultatet i telleren for ROCE. Her er det viktig at man benytter et konsistent definert VAK-avkastningskrav. Tabell 8.20 viser hvordan ROCE og det tilhørende VAK-kravet varierer mellom de tre vanligste definisjonene av driftsresultatet, hhv ubeskattet driftsresultat (EBIT), driftsresultat etter virkelig skatt, og skattejustert driftsresultat (NOPAT). Jeg har benyttet siste NOPAT-variant (linje 3), hvor VAK skal beregnes ut fra skattejustert gjeldskostnad 4%. Brukes isteden driftsresultatet etter virkelig skatter (linje 2), må VAK beregnes uten skattejustering av gjeldskostnaden (unngår dobbeltregning av rentefradraget i skatten). Her økes ROCE til 8,2%, og VAK øker til 7,4%.

Ofte brukes før skatt rentabilitet, f.eks. internt i divisjonaliserte selskaper. Dette gir en ROCE på 10,6% for selskap C, (jf linje 6 i tabell 8.19.B), som må sammenlignes med et før skatt VAK-krav på 9,7%. Før skatt VAK fremkommer i prinsippet ved å dividere etter skatt VAK med $(1 - \text{effektiv skattesats for driftsresultatet}) = (1-0,28)^{29}$.

Tolkningen av nøkkeltallene Marked/Bok («P/B») og Marked/Resultat («P/E») for sysselsatt kapital kan enkelt konverteres mellom bruk av hhv før og etter skatt ROCE og VAK. Forholdstallet EV/SK mellom markedsverdi (EV = «Enterprise Value») og bokført sysselsatt kapital (SK) er uav-

hengig av hvordan skatt håndteres. Det samme gjelder i prinsippet for benchmarkverdien, dvs EV/SK for et selskap uten verdiskapende vekst. Benchmarkverdien er lik forholdet ROCE/VAK, som er uavhengig av skattebehandlingen siden skatten reduserer begge tall med effektiv skattesats for driftsresultatet. For selskap C er EV/SK lik 1,60, som er betydelig høyere enn benchmarkverdien på 1,09, beregnet ved før skatt forholdet 10,6%/9,7%, eller ekvivalent ved etter skatt forholdet 7,6%/7,0%. Skattebehandlingen bør således ikke skape problemer ved tolkningen av selskapets marked/bok-forhold.

Bruken av nøkkeltallet Marked/Resultatet er derimot avhengig av før eller etter skatt måling. Analytikere bruker vanligvis før skatt varianten EV/EBIT, som er lik $15 = 266,7/17,6$ for selskap C (jf linje 10 i tabell 8.19.C). Benchmarkverdien er lik $1/VAK^* = 1 / 0,097 \approx 10$, for et selskap uten verdiskapende vekst. På etter skatt basis er selskapets EV/NOPAT = $266,7/12,7 = 21$, med tilhørende benchmarkverdi $1/VAK = 1/0,07 = 14$. En fornuftig tolkning av selskapets verdiskapning/-øding ut fra marked/resultat-forholdet er mao avhengig av bruk av korrekt VAK.

Bruk av før skatt analyser har andre og større problemer. Et etter skatt VAK-krav kan i prinsippet konverteres til et før skatt VAK-krav ved å dividere med $(1 - \text{effektiv skattesats for driftsresultatet})$. Problemet oppstår når selskapets effektive skattesats varierer over tid, eller mellom prosjekter. Før skatt analyser har faktisk enda større problemer. Diskontering av ubeskattede kontantstrømmer med før skatt VAK vil gi korrekt markedsverdi kun dersom prosjektet er marginalt lønnsomt. Før skatt beregninger gir mao korrekte markedsverdier når vi allerede vet svaret (= kapitalens bokførte verdi)!

Før skatt analyser vil kun gi kvalitative signaler om hvorvidt et prosjekt/selskap er verdiskapende eller -ødende, men er nærmest ubrukelige for å bestemme markedsverdier og merverdier (godt illustrert ved diskusjonen i NOU 18/2000, om endringer i sakkelskattesystemet). Dette skaper problemer i statlige selskaper som ikke er underlagt skatt, f.eks. Petoro (jf *Kapitalkostnad for Petoro*; Johnsen, NHH, juni 2002).

²⁹ Effektiv skattesats for driftsresultatet vil normalt avvike fra 28%, jf fotnote 23. Den kan anslås i et normalår ved $[1 - (\text{årsresultat} + \text{etter skatt nto finanskost}) / \text{driftsresultat}]$; her $[1 - (10 + 2,7) / 17,6] = 28\%$, dvs lik den nominelle skattesatsen.

Dette illustrerer et mer generelt problem knyttet til bruken av regnskapsstørrelser som ligger «over bunnlinjen», f.eks. *EBITDA* = «Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization». *EBITDA* fremkommer som driftsresultatet etter tilbakeføring av avskrivninger og nedskrivninger av goodwill (forskjellen mellom kjøpspris og bokført kapital i kjøpte selskaper). *EBITDA* ble svært populært i «den nye økonomien» på slutten av 1990-tallet. Mange av selskapene og analytikerne som var mest aktive i bruk og markedsføring av *EBITDA* forsvant fra markedet i løpet av 2000-01, eller har fortsatt store lønnsomhetsproblemer (eller juridiske problemer).

EBITDA er hverken et mål på lønnsomhet eller cash flow. Regnskapsmessige avskrivninger reflekterer en reell kostnad for selskapet, som andre driftskostnader, og signaliserer nødvendige investeringer for å opprettholde årets resultat i fremtidige år. Avskrivninger er allikevel holdt utenfor *EBITDA*. Det kan også være problematisk at nedskrivning av goodwill fra oppkjøp er holdt utenfor *EBITDA*, siden dette tillater selskapets ledelse å «skjule» resultateffekten av mislykkede eller for dyre oppkjøp³⁰. *EBITDA* er heller ikke et godt mål på selskapets cash flow for verdsettelse, siden det ignorerer årets investeringer i arbeids- og anleggskapital, herunder gjenanskaffelsesinvesteringer. Slutten på den «nye økonomien» har derfor redusert bruken av *EBITDA*, og målet er nok av større interesse for kreditorer enn for eierinvestorer. Det brukes allikevel fortsatt bl.a. i rapporteringen fra Næringsdepartementets eierskapsavdeling, jf kap. 4.5.

Bruk av mer sofistikerte cash flow mål (isteden for resultatmål) har derimot fått en økende utbredelse. Her forsøker man å eliminere effekten av skjeve regnskapsmessige avskrivninger, jf Norsk Hydros bruk av *CROGI* = «Cash Return On Gross Investment», som er en tilpasning av Holth Associates velkjente *CFROI*-system (jf *Overgang til Verdi basert ledelse i Norsk Hydro: En diskusjon av CFROI og CROGI*; Rasmussen og Olberg, siviløkonomutredning NHH, 2001). Her forsøker man å bestemme årlige rentabilitetstall som bedre reflekterer den økonomiske rentabiliteten for kapitalen (internrenten). Dette kan være fornuftig, men forutsetter at også andre enn selskapets ledelse virkelig forstår disse tallene.

³⁰ I telekomselskaper ble *EBITDA* også brukt som grunnlag for ledelsesbonussystemer, dvs at store bonuser ble utløst når selskapet tilfredsstilte en målverdi for *EBITDA*. Således ble toppledelsen i Vodafone visstnok svært formuende som følge av kjøpet av Mannesman, mens eierne tapte langt større verdier på dette kjøpet.

Her bør det også nevnes at bruk av ulike nøkkel tall fra driftsregnskapet er nyttige, og ofte nødvendige for å forstå grunnlaget for selskapets verdiskapning, f.eks. i forhold til sammenlignbare selskaper («peer group» analyser). Dette gjelder f.eks. at rentabilitet kan dekomponeres i et produkt av en resultatmargin (driftseffektivitet) og kapitalens omløpshastighet (kapitaleffektivitet), f.eks. for før skatt *ROCE*:

$$\text{ROCE} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Syss.kapital}} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Salg}} \times \frac{\text{Salg}}{\text{Syss.kapital}} = (\text{Margin}) \times (\text{Omløp})$$

Både marginen og omløpshastigheten kan eventuelt dekomponeres i underliggende «verdidrivere», som kan tillate interessante vurderinger av årsakene til forskjeller i *ROCE* for et selskap over tid, på tvers av selskapets forretningsområder, eller i forhold til en «peer group». Et mer omfattende system er «Balanced Score Card» (utviklet av prof. Robert Kaplan ved Harvard Business School). Her er fokus på mer fundamentale verdidrivere, både innenfor og utenfor selskapet (ansatte, kunder, leverandører og miljøet rundt selskapet).

Slike analysesystemer kan være svært nyttige i «de rette hender», men er ofte altfor detaljerte for bruk i en (statlig) eierforvaltning, dette gjelder f.eks. «Balanced Score Card». Her bør man respektere og utnytte den naturlige arbeidsdelingen mellom en forretningsmessig kompetent ledelse og et mer finansielt kompetent eierorgan. For eierorganet bør fokus være mer på verdiskapningsresultatet av ledelsens innsats enn på detaljerte årsaker til et spesielt dårlig eller godt resultat. Det er uansett viktig at man opprettholder fokus på overordnet verdiskapning (eiernes verdivekst), og at de ulike elementene i «Balanced Score Card» oppfattes som verdidrivere, og ikke som selvstendige verdimål.

8 Hydro vs Exxon: verdiskapning og eieravkastning

8.1 Generelt

Jeg vil illustrere verdiskapningsmodellen fra kap. 5 på regnskaps- og markedsdata for Norsk Hydro (Hydro) og Exxon Mobil (Exxon) for perioden desember 1987 til desember 2003. Dette vil være bakgrunnen for en enkel vurdering av statens avkastning i perioden på sitt eierskap i Hydro, hvor jeg benytter markedsavkastningen for Exxon som en alternativkostnad. Dette er kun ment som en illustrasjon av en skikkelig analyse, og ignorerer

bl.a. forskjeller mellom selskapenes størrelse, virksomhetsfokus og internasjonale spredning innenfor petroleumsvirksomheten. Exxon er 10-15 ganger større enn Hydro, målt ved periodens regnskapstall, og 15-20 ganger større målt ved markedsverdier. Exxon har sin virksomhet innenfor olje, gass og petrokjemi, mens Hydro er et konglomerat med gjennomgående kun ca 50% av aktiva og resultater innenfor dette området. Exxon er et globalt virkende selskap, mens Hydros petroleumsvirksomhet er konsentrert i Norge og Europa.

De følgende tall viser at Exxon har vært et langt mer lønnsomt selskap, og har hatt en forbløffende historisk stabilitet i sin verdiskapning i forhold til Hydro. I denne sammenligningen fremstår Hydro som et relativt middelmådig selskap. Det spennende spørsmål er derfor, hvor mye staten har tapt finansielt på sitt eierskap i Hydro i forhold til en investering i et mer lønnsomt selskap, f.eks. Exxon Mobil.

Tabellene 8.21-8.22 inneholder en rekke nøkkeltall for Hydro og Exxon, for utvalgte år (årslutt 1987, 1992, 1996 og 2003) og gjennomsnitt for mellomliggende perioder og for hele perioden. Utviklingen i de viktigste tallene er også illustrert i de følgende figurer 8.7-8.14. Alle verditall er målt i milliarder, hhv NOK for Hydro og USD for Exxon. Rentabilitets- og avkastningstall er tilsvarende regnet i NOK for Hydro og USD for Exxon, bortsett fra sammenligningen av selskapenes aksjeavkastning i figur 8.13 og 8.14 hvor alle tall er regnet om til NOK.

Den nederste delen av hver tabell viser rentabilitetstall for egenkapitalen i de fire første linjene, hhv. regnskapsmessig rentabilitet, avkastningskrav og totalavkastning og utbytteavkastning for aksjonærene. De fire første tallkolonnene viser her enkle (aritmatiske) årssnitt for hele perioden 1987-2003, og for de angitte delperiodene. De fire siste kolonnene viser geometriske snittall for avkastningstallene for de samme periodene. Disse snitte-

Tabell 8.21 Norsk Hydro nøkkeltall 1988 - 2003

	87	92	98	03	Årlig vekst % / snitt				
					88-03	88-92	93-98	99-03	
<i>Regnskapet (NOK mld)</i>									
1 Egenkapital	12	20	48	88	13,3 %	10,9 %	15,7 %	12,8 %	
2 Nto. lån	25	22	26	20	-1,4 %	-2,9 %	3,3 %	-5,3 %	
3 Årsresultat	2,1	-0,2	3,8	11,0	10,9 %			23,9 %	
4 Utbytte	0,51	0,6	1,7	2,8	11,3 %	3,7 %	18,6 %	10,5 %	
5 Utbytte/Resultat	0,24		0,46	0,26	0,30	0,28	0,29	0,34	
6 Lån/Sys.kap.	0,68	0,52	0,35	0,19	0,40	0,57	0,34	0,27	
<i>Markedet (NOK mld)</i>									
7 Egenkapital	12	31	82	106	14,6 %	21,0 %	11,2 %	12,5 %	
8 P/B	1,0	1,5	1,8	1,2	1,5	1,5	1,7	1,3	
9 – statisk	1,2		0,9	1,3	1,1	0,8	1,1	1,2	
11 P/E (snitt)	4		18	10	13	16	14	10	
12 – statisk	6	7	9	11	8	6	9	9	
<i>Rentabilitet / eieravkastning (NOK)</i>									
		Aritmetisk snitt			Geometrisk snitt				
		88-03	88-92	93-98	99-03	88-03	88-92	93-98	99-03
13 EK-rentabilitet	12,5 %	10,3 %	14,2 %	12,7 %	12,3 %	9,8 %	14,1 %	12,6 %	
14 EK-krav (aritm)	12,7 %	15,8 %	11,6 %	10,8 %	12,6 %	15,7 %	11,6 %	10,8 %	
(geom)					11,1 %	14,2 %	10,1 %	9,3 %	
15 Avkastning	17,7 %	25,1 %	14,2 %	14,4 %	14,6 %	20,3 %	11,6 %	12,7 %	
15' beta = 0,6	13,9 %	19,6 %	11,4 %	11,3 %	12,8 %	17,9 %	10,5 %	10,7 %	
16 Utb.avkastn.	2,6 %	2,9 %	2,0 %	3,0 %	2,5 %	2,7 %	2,0 %	2,9 %	

Kilder: Markedsdata fra Datastream; regnskapsdata fra Årsrapporter og Pareto Securities. Regnskapstall etter US GAAP.

Tabell 8.22 Mobil Exxon nøkkeltall 1988 - 2003

* Bokført egenkapital er justert opp med USD 63,6 mld i goodwill fra kjøpet av Mobil i 1999.

	87	92	98	03	Årlig vekst % / snitt				
					88-03	88-92	93-98	99-03	
<i>Regnskapet (USD mld)</i>									
1 Egenkapital*	34	34	44	148	9,7 %	0,1 %	4,4 %	27,6 %	
2 Nto. lån	5	12	7	4	-2,6 %	17,3 %	-7,8 %	-13,6 %	
3 Årsresultat	4,8	4,8	6,4	15,8	7,7 %	-0,4 %	5,2 %	19,7 %	
4 Utbytte	2,7	3,5	4,0	6,5	5,6 %	5,3 %	2,2 %	10,2 %	
5 Utbytte/Resultat	0,56	0,74	0,62	0,41	0,58	0,61	0,60	0,51	
6 Lån/Sys.kap.	0,14	0,26	0,14	0,02	0,16	0,24	0,17	0,05	
<i>Markedet (USD mld)</i>									
7 Egenkapital	54	76	178	271	10,6 %	6,9 %	15,2 %	8,8 %	
8 P/B*	1,6	2,2	4,1	1,8	2,3	2,0	2,8	2,0	
9 - statistisk	1,6	1,5	1,4	1,9	1,6	1,5	1,8	1,4	
10 P/B uten goodwill				3,2	2,8			3,8	
11 P/E	11	15	20	17	16	13	17	20	
12 - statistisk	10	11	11	17	11	9	11	13	
<i>Rentabilitet / eieravkastning (USD)</i>									
		Aritmetisk snitt			Geometrisk snitt				
		88-03	88-92	93-98	99-03	88-03	88-92	93-98	99-03
13 EK-rentabilitet*		14,3 %	15,9 %	16,3 %	10,3 %	14,3 %	15,9 %	16,3 %	10,3 %
13' - u/goodwill		17,0 %			18,9 %	16,9 %			18,8 %
14 EK-krav (geom)		9,1 %	10,9 %	8,8 %	7,7 %	9,1 %	10,8 %	8,8 %	7,7 %
15 Avkastning		4,4 %	15,7 %	20,7 %	5,4 %	13,6 %	15,4 %	20,1 %	4,7 %
16 Utb.avkastn.		4,1 %	5,5 %	4,4 %	2,4 %	4,1 %	5,5 %	4,4 %	2,4 %
17 Usd/Nok		0,9 %	2,5 %	1,9 %	-1,9 %	0,4 %	2,2 %	1,6 %	-2,6 %

Kilder: Markedsdata fra Datastream; regnskapsdata fra Årsrapporter og I/B/E/S.

ne vil være lavere enn de enkle årssnittene, og forskjellen er større dess mer variable er de årlige avkastningstallene. Geometriske snitt kan tolkes som gjennomsnittlig periodeavkastning for en passiv investor som reinvesterer utbyttebetalinger i aksjen.

8.2 Hydro har hatt langt sterkere kapitalvekst

Figur 8.7 og 8.8 viser utviklingen i selskapenes egenkapital målt til bokførte verdier (hvite søyler) og markedsverdier (totale søyler), samt marked/bok-forholdet (stiplede kurver). Hydro startet perioden med en bokført egenkapital på NOK 12 mld. Denne ble 7-doblet til NOK 85 mld pr utgangen av

2003. Dette tilsvarer en årlig vekst på 13,3% nominelt (jf linje 1 i tabell 8.21), eller en realvekst på hele 10,6% (gjennomsnittlig inflasjon 2,7%). Exxon hadde en vesentlig lavere vekst over hele perioden 1988-2003. Bokført egenkapital økte fra USD 34 mld til USD 148 mld, med 9,7% årlig vekst, eller en realvekst på 6,7% (3% inflasjon). Størrelsesforholdet mellom Exxon og Hydros bokførte egenkapital falt derfor fra 18 til 11 ganger (USD/NOK steg fra 6,2 til 6,7).

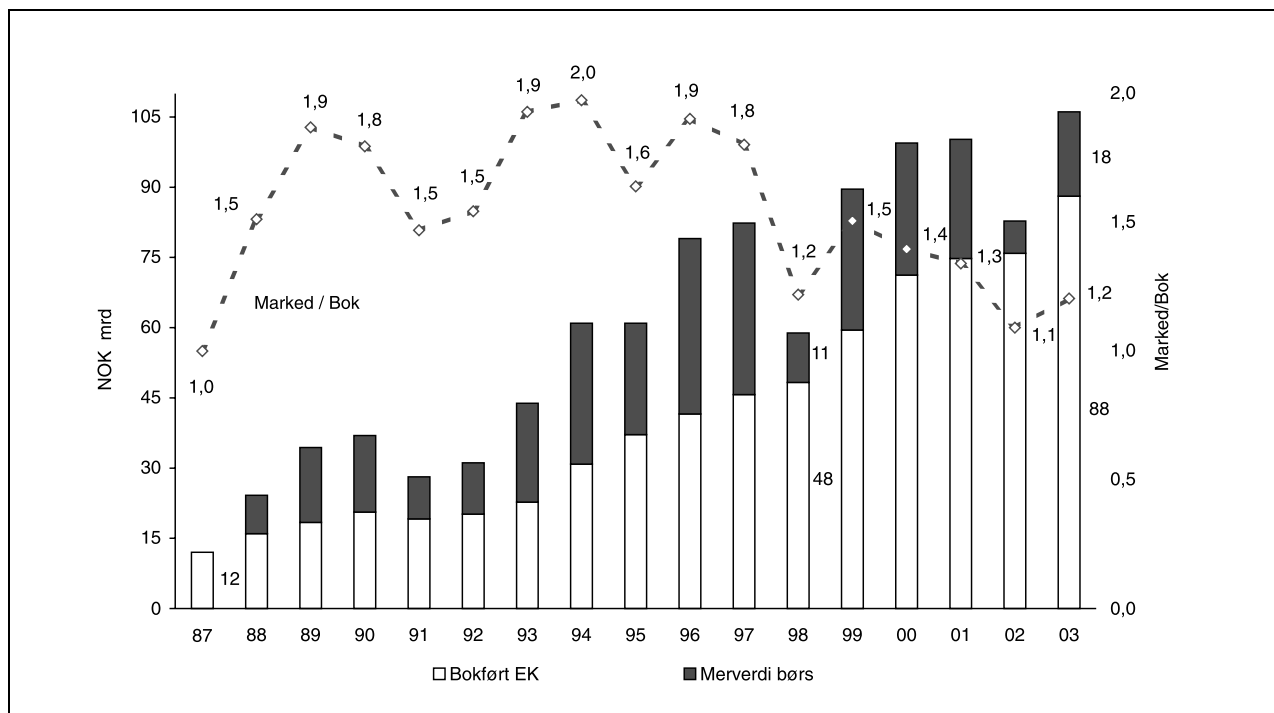
Hydro hadde en jevnt sterk vekst i egenkapitalen gjennom hele perioden, mens veksten for Exxon var konsentrert til siste delen av perioden (fusjonen med Mobil i 1999). I løpet av de første 11 årene 1988-98 4-doblet Hydro sin bokførte egenkapital til NOK 48 mld (13,5% årlig vekst), mens Exxons egenkapital økte med totalt kun ca 30% til USD 44 mld (ca. 2,5% årlig vekst). Forskjellen skyldes nok tildels Hydros investeringsmuligheter på norsk sokkel, men det er uansett grunn til å stille spørsmål ved selskapets sterke vekst i denne perioden.³¹ En kikk på utviklingen i selskapets rentabi-

³¹ En interessant analyse av selskapets ulike forretningsområder indikerer at det faktisk er petroleums-virksomheten som har spesielt svak verdiskapning, og som forklarer selskapets lave børsprising, jf Klaus de Vibe; *Norsk Hydro – A breakup case*, siv.øk.-utredning NHH 2002 (konfidensiell).

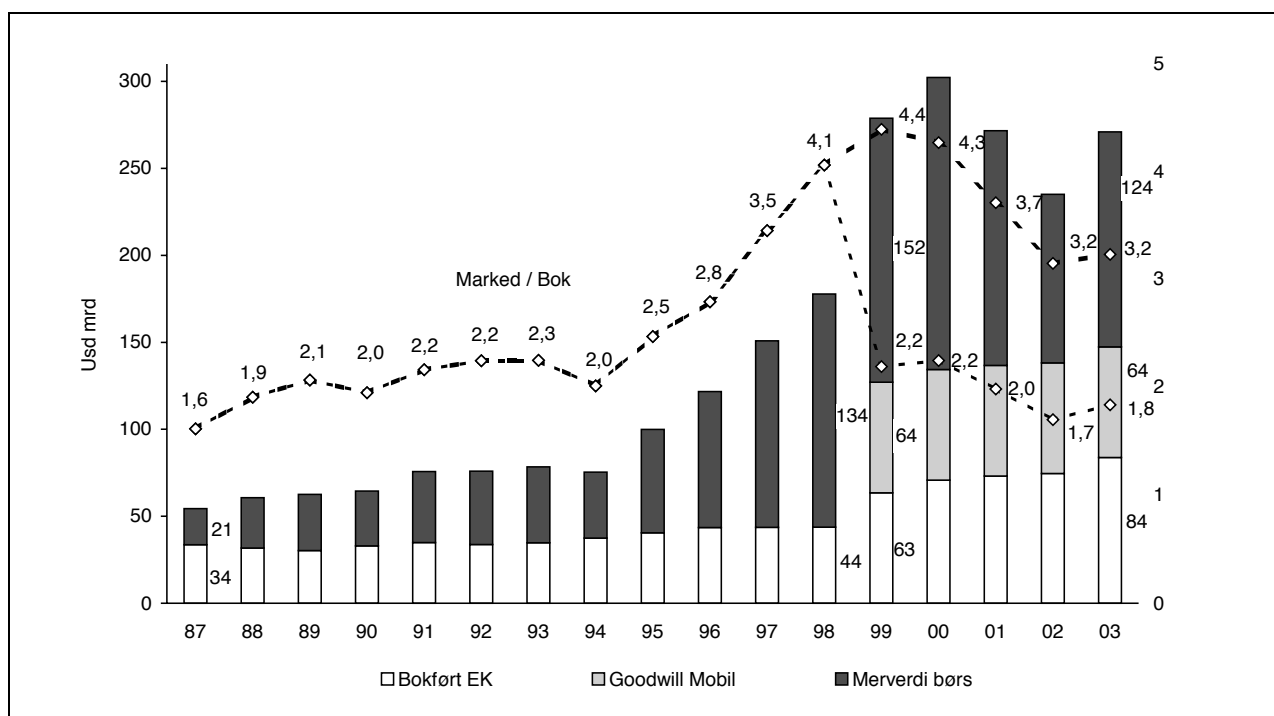
litetsmargin i figur 8.9, og spesielt utviklingen i kumulert, kroner verdiskapning i figur 8.11 gir liten støtte til at dette var en fornuftig vekststrategi for eierne. Det er påfallende at selskapet med svakest lønnsomhet hadde den klart sterkeste kapitalveksten i perioden, jf også diskusjonen av relativ

lønnsomhet (kap. 8.3) og finansieringen av veksten (kap. 8.5).

Begge selskaper gjorde et relativt betydelig oppkjøp av et oljeselskap i 1999. Hydro kjøpte Saga Petroleum (sammen med Statoil), mens Exxon kjøpte det langt større selskapet Mobil. Hydro bok-



Figur 8.7 Hydros egenkapital: Marked vs regnskap



Figur 8.8 Exxons egenkapital: marked vs regnskap

førte den fulle kjøpsprisen av Saga i sitt regnskap, inkl. goodwill (forskjellen mellom kjøpsprisen og bokført verdi av Sagas egenkapital). Exxon gjennomførte kjøpet formelt som en fusjon (av likeverdige parter), som tillot selskapet å bokføre kun den bokførte verdien av Mobils egenkapital, eller ca USD 18 milliarder. For å sammenligne med Hydros regnskapstall har jeg derfor økt Exxons bokførte egenkapital fra 1999 med beregnet Mobilgoodwill på ca USD 64 mld.³² Dette tillater dessuten en mer meningsfull analyse av regnskapsmessig verdiskapning over perioden for Exxons (opprinnelige) eiere.

Ved starten av perioden var Hydros egenkapital var priset lik bokført verdi, dvs med et P/B-forhold på 1,0 (jf linje 8 i tabell 8.21). Her signaliserte investorene at de ikke forventet noen netto verdiskapning i selskapet.³³ Exxon hadde et P/B-forhold på 1,6, som signaliserte forventninger om en betydelig verdiskapning, f.eks. at selskapets egenkapitalrentabilitet ville i gjennomsnitt bli ca 1,6 ganger avkastningskravet. Vi skal se at begge prognoser var forbløffende presise i forhold til selskapenes faktiske inntjening i løpet av de etterfølgende 16 årene.

Markedsverdien for begge selskaper vokste noe sterkere enn bokført verdi over perioden, slik at P/B-forholdet økte til hhv 1,2 for Hydro og 1,8 for Exxon. Veksten i Hydros børsverdi var spesielt stor i de første par årene, og doblet P/B-forhold til ca 2,0. Dette gikk parallelt med en økning i oljeprisen, og en bedret investorholdning etter børskrakket i 1987. Med unntak for et kursfall i 1991-92 (etterdønninger fra en internasjonal nedgangskonjunktur og Kuwait-krisen), holdt P/B-forholdet seg på dette nivået frem til sommeren 1998, da Hydro fikk en lønnsomhetsprekk i flere av sine virksomhetsområder. Deretter har selskapets egenkapital

vært priset til 1,2-1,3 ganger bokført verdi. Dette er i samsvar med en statisk prising av selskapet, dvs tilsvarende forholdet mellom gjennomsnittlig rentabilitet og avkastningskrav, jf figur 8.9. Heller ikke ved utgangen av perioden er det noen forventning om verdiskapning fra vekst i selskapets kapital.

Også for Exxon var det en viss økning i P/B-forholdet de første par årene, og verdien var relativt stabil lik 2,0 frem til 1994. I perioden 1989-94 var således Hydro og Exxon priset likt i forhold til bokført egenkapital. Deretter blir prisingen svært forskjellig. Exxons P/B øker jevnt til hele 4,1 ganger bokført i 1998, mens Hydro her hadde en P/B på kun 1,2. Det er åpenbart at selskapenes verdiskapningsevne her ble vurdert svært forskjellig.³⁴ Etter fusjonen med Mobil i 1999 benytter jeg to P/B-tall i figur 8.8 og tabell 8.22 (linje 8 og 10), dvs med og uten justering for goodwill knyttet til Mobil. Ved utgangen av 1999 var Exxon Mobil priset til et «brutto» P/B-forhold på hele 4,4 ganger sum bokført egenkapital i de to selskapene, uten justering for Mobils goodwill. Dette var også forholdet mellom effektiv kjøpspris for Mobil for Exxons gamle aksjonærer. Anslått bytteverdi for Mobils aksjer var ca USD 82 mld i forhold til en bokført Mobil egenkapital på ca USD 18 mld. Brutto P/B-forhold falt jevnt etter (mars) 2000, og er nå ca. 3,2 ganger bokført. Dette forholdet tilsvarende forholdet mellom «brutto» rentabilitet (ca 20%, uten goodwilljustering av bokført kapital) og avkastningskravet (5,8%) pr 2003, som tilsier et statisk P/B-forhold på 3,4, jf figur 8.10. Investorene forventer mao. ingen betydelig verdiskapende vekst for selskapet, som de heller ikke synes å ha forventet i 1987. Dette er et selskap i en (over-) moden bransje.

For vårt formål er «netto» P/B-forhold mer relevant, dvs hvor Mobils merverdi på fusjonstidspunktet er inkludert i Exxons bokførte egenkapital. Denne justeringen gir en halvering av P/B-forholdet til 2,2 i fusjonsåret, og forholdet har falt marginalt frem til utgangen av 2003, til 1,8 ganger justert egenkapital. Dette er fortsatt i samsvar med en statisk prising av selskapet, basert på forholdet mellom «netto» rentabilitet (ca 11%) og avkastningskravet (5,8%), dvs et statisk P/B-forhold på 1,9.

8.3 Exxon har hatt langt bedre lønnsomhet og verdiskapning

Over perioden 1988-2003 har Hydro i gjennomsnitt kun tilfredsstillt sitt avkastningskrav. Gjennomsnittlig EK-rentabilitet har vært 12,3% (geometrisk

³² I fusjonen ble de to selskapene lagt inn i et nytt holdingselskap Mobil Exxon Corp. Eierne av Exxon beholdt sine aksjer, mens eierne av Mobil mottok ca 13 nye aksjer i holdingselskapet i bytte for hver 10 aksjer i Mobil. Resultatet var at de to eiergruppene kontrollerte hhv 70% og 30% av aksjene i det nye selskapet, jf fusjonsprospektet Form DEFM14A Exxon Mobil Corp – XOM (forelagt det amerikanske børstilsynet SEC den 8. april 1999, tilgjengelig via Exxon Mobils webside, eller fra Edgar database). Markedsverdien av det nye selskapet på fusjonstidspunktet var ca USD 275 milliarder, hvorav Mobils eiere mottok ca USD 82 mld i nye aksjer (30%). Dette betød at Exxons opprinnelige eiere betalte en merverdi (goodwill) på ca USD 64 mld utover Mobils bokførte egenkapital på USD 18 mld.

³³ Dette er en grunn for at jeg valgte 1987 som starttidspunkt, en annen grunn er tilgjengelighet av regnskapsdata for Exxon Mobil.

³⁴ Markedets skepsis til Hydro var nok i det vesentlige knyttet til petroleumsvirksomheten, jf fotnote 31.

snitt) mot et gjennomsnittlig EK-krav på 12,6%, jf tabell 8.21 (linje 13 og 14, fjerdesiste kolonne). Avkastningskravet er satt årlig ut fra mellomlang norsk statsrente pluss en 5% risikopremie, basert på en gjennomsnittlig aksjebeta på 1,0 (relativt en internasjonal aksjeindeks), og en ex ante internasjonal markedspremie på 5% for perioden. For Exxon Mobil var gjennomsnittlig EK-rentabilitet 14,3% i USD i forhold til goodwill-justert bokført egenkapital. Dette kan sammenlignes med et gjennomsnittlig USD egenkapitalkrav på 9,1%, satt årlig ut fra 5-års amerikansk statsrente pluss en 3% risikopremie (gjennomsnittlig aksjebeta på 0,6 og en ex ante markedspremie på 5%).³⁵

Figurene 8.9-8.10 viser den årlige utviklingen i forholdet mellom selskapenes regnskapsmessige rentabilitet og egenkapitalkrav på den ene side (kurver) og P/B-forholdet på den annen side (søyler). Vi ser at P/B-forholdet er korrelert med variasjoner i rentabilitets-marginen (rentabilitet minus avkastningskrav). Dette er illustrert ved de hvite søylene i figurene, som gir et enkelt estimat for selskapenes statiske verdi, dvs at søylenes høyder er lik forholdet mellom løpende rentabilitet og avkastningskrav (jf kap. 5).

Her har jeg benyttet et enkelt gjennomsnitt av siste og neste års rentabilitet. Korrelasjonen mellom høyden på disse søylene og på totalsøylene er spesielt fremtredende for Hydro, som har en langt sterkere lønnsomhetsvariasjon enn Exxon. Dette gjelder spesielt de internasjonale lavkonjunkturene i 1990-91 (med en forsinket effekt i 1992), og det gjelder det kraftige oljeprisfallet i 1998.

Det er forbløffende hvor liten effekt disse oljeprisfallene hadde på rentabiliteten for Exxon. I perioden 1988-98 (før fusjonen med Mobil) var gjennomsnittlig rentabilitet 16,1% med et standardavvik på kun 1,7%. For Hydro i denne perioden var

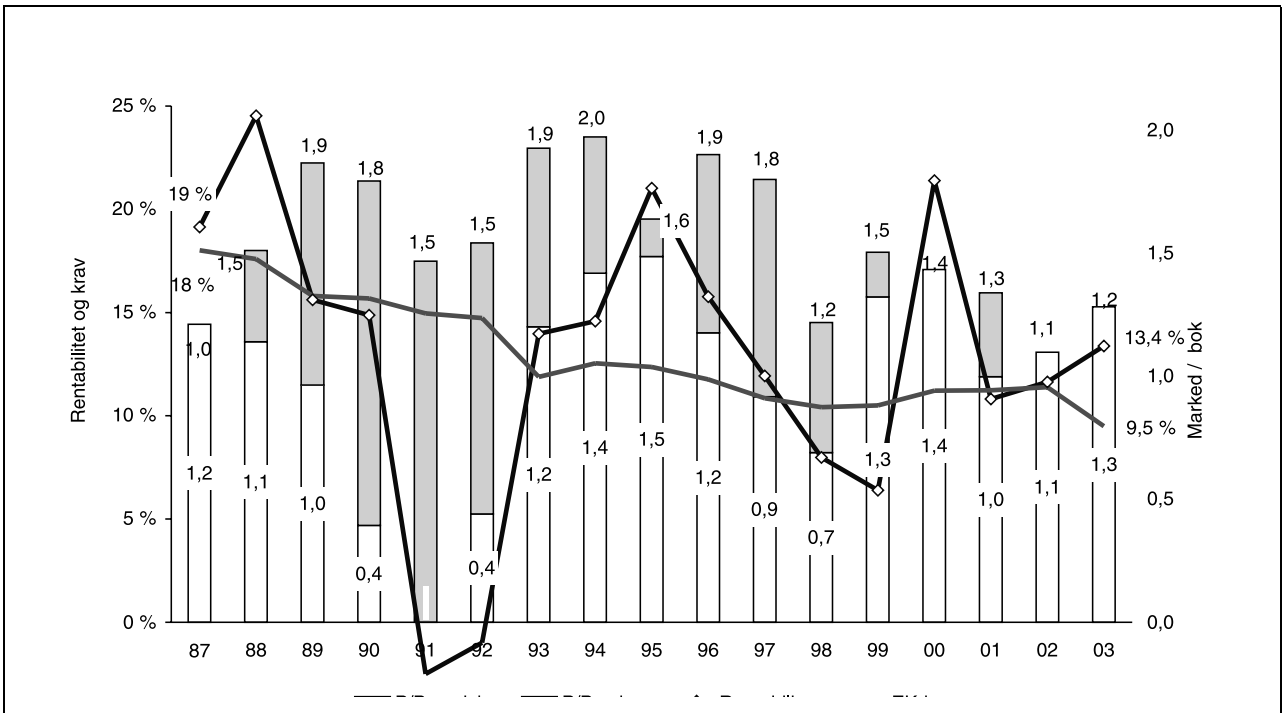
gjennomsnittlig rentabilitet kun 12,4% med et standardavvik på hele 8,2%! Noe av årsaken til den langt større variasjonen i Hydros rentabilitet skyldes en høyere gjeldsgrad.

For Hydro utgjorde netto rentebærende gjeld (dvs minus finansplasseringer) i gjennomsnitt ca 45% av selskapets sysselsatte kapital, mot kun ca 20% for Exxon, jf linje 6 i tabell 8.21-8.22. Alt annet like skulle dette tilsi et ca dobbelt så stort standardavvik for Hydro i forhold til Exxon (3,8% = 1,7% \square 0,45/0,20), mens forholdstallet var nær 5 ganger. Årsaken til den langt større variasjonen må derfor søkes i bl.a. en svakere posisjon i petroleumsmarkedene (det langt større og mer integrerte selskapet Exxon har en helt annen mulighet til å håndtere markedsrisiko), og i variasjonen i Hydros andre forretningsområder (lettmetaller og agri). Det er i denne sammenheng et paradoks at Hydros forretningsmessige diversifikasjon vel var ment å dempe selskapets eksponering overfor markedsrisikoen i det enkelte virksomhetsområdet. Denne diversifikasjonen har åpenbart ikke virket etter hensikten. Gitt andre åpenbare ulemper ved en konglomeratisk virksomhet fremstår derfor selskapets nylige beslutning om å skille ut Agri som fornuftig.

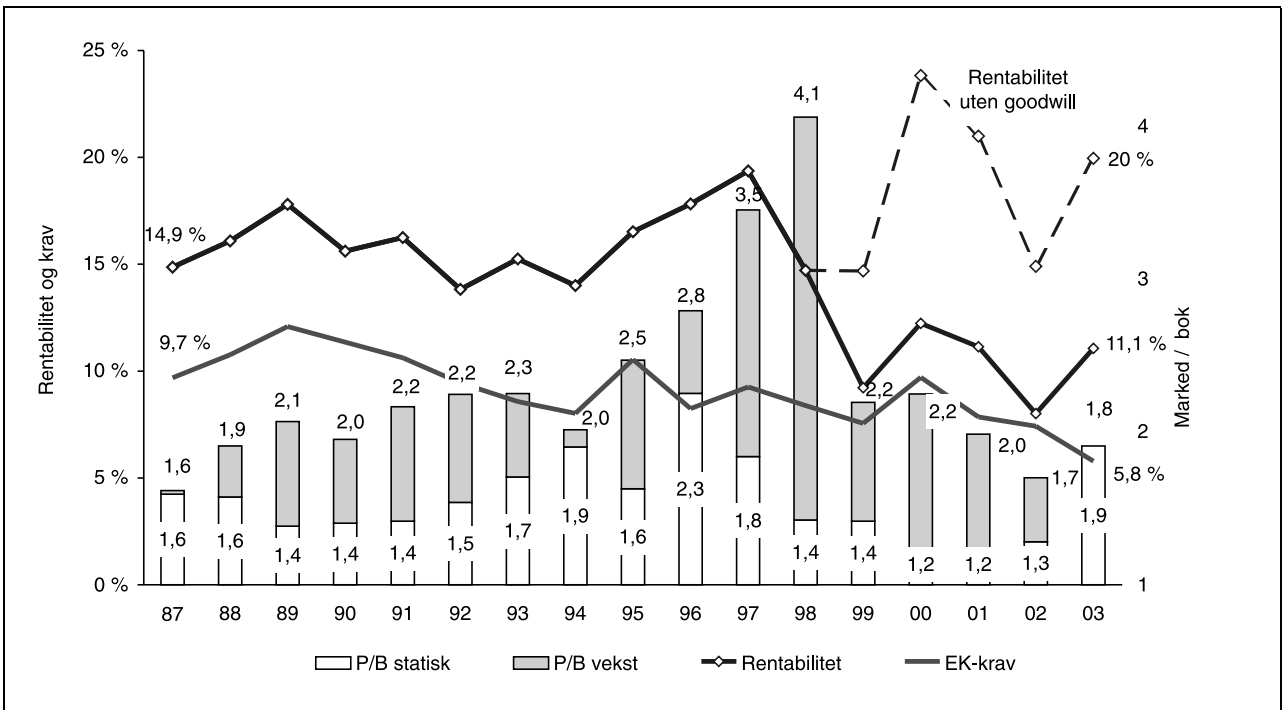
For perioden 1999-2003 må vi skille mellom «netto» og «brutto» rentabilitet for Exxon, eller med og uten justering av bokført egenkapital for Mobils goodwill-verdi. «Brutto» rentabilitet har vært gjennomsnittlig 18,8% (geometrisk) i denne perioden, jf linje 13' i tabell 8.22. Denne er relevant ved vurderingen av selskapets lønnsomhet, og indikerer en rentabilitetsmargin på hele 11,1% i forhold til det gjennomsnittlige egenkapitalkravet! «Netto» margin er mer relevant ved vurderingen av verdiskapningen for Exxons gamle aksjonærer, og denne var gjennomsnittlig 2,6% i perioden 1999-2003. Til sammenligning hadde Hydro en respektabel gjennomsnittlig margin på 1,8%, dvs 12,6% rentabilitet i forhold til et krav på gjennomsnittlig 10,8% (skyldes spesielt resultatet i 2000).

Figurene 8.11-8.12 gir en langt bedre illustrasjon av den store forskjellen mellom de to selskapene i verdiskapning over hele perioden 1988-2003. Her har jeg løpende kumulert (med årlige avkastningskrav) forskjellen mellom årlige resultater og kalkulatoriske kapitalkostnader i milliarder hhv kroner og dollar, basert på årets gjennomsnittlige egenkapital. Hydro hadde en betydelig kumulert verdiøding gjennom hele perioden 1991-2002, som ble endret til en marginal verdiskapning på NOK 2,2 mld først med resultatet for 2003, jf figur 8.11.

³⁵ Gjennomsnittlig mellomlang statsrente i perioden var 7,6% for norsk stat og 6,1% for amerikansk stat. (5-års). Kun ca halvparten av forskjellen kan forklares med en gjennomsnittlig kursøkning for USD (jf også linje 17 i tabell 8.22, mens resten skyldes en høyere norsk realrente. Jeg har benyttet en 5% ex ante internasjonal risikopremie. Ex post risikopremie for MSCI verdensindeks var ca 4% i forhold til gjennomsnittlig amerikansk 5-års effektiv statsrente, men var kun ca 2,5% i forhold til gjennomsnittlig *avkastning* på samme obligasjoner (gjennomgående rentefall i perioden, som ga en gjennomsnittlig kursgevinst på ca 1,6%, dvs totalt ca 7,7%). Den lavere ex post risikopremien bør benyttes ved en benchmarking av Hydro-aksjens realiserede risikopremie over norsk 5-års statsobligasjonsavkastning i perioden, ca 10%. I følge tabell 8.21 (linje 15, fjerde-siste kolonne) ga Hydro-aksjen en gjennomsnittlig NOK-avkastning på 14,6% (geometrisk), dvs en ex post risikopremie på 4,6% i forhold til et ex post krav på kun 2,5%. Hydroaksjen slo mao. verdensindeksen i perioden.



Figur 8.9 Hydros egenkapital: rentabilitet og krav vs marked/bok



Figur 8.10 Exxons egenkapital: rentabilitet og krav vs marked/bok

Exxon har hatt en formidabel kumulert verdiskapning gjennom hele perioden, og som nådde hele USD 76 milliarder i 2003, jf figur 8.12. Denne verdiskapningen er justert for goodwillverdien knyttet til kjøpet av Mobil. Dette har vært to selskaper med ekstremt forskjellig lønnsomhet!

Tabell 8.23 presenterer en enkel analyse av sammenhengen mellom på den ene siden diskontert (til 1987/88) realisert verdiskapning over hele perioden 1988-2003 samt merverdien i markedsverdiene pr desember 2003 og på den annen side egenkapitalens markedsverdier pr 1987/88. Nest

siste kolonne i tabellen gir en total diskontert merverdi på NOK 3,4 mld for Hydro satt i forhold til en bokført egenkapital på NOK 12 mld, gir et implisitt P/B-forhold på 1,3 (gitt «rasjonelle forventninger»). For Exxon gir samme kalkyle et implisitt P/B-forhold pr årsskiftet 1987/88 på 2,5 (diskontert merverdi på USD 54,4 mld og en bokført egenkapital på USD 33,6 mld). Begge P/B-forhold er høyere enn de virkelige P/B-forholdene på hhv 1,0 og 1,6.

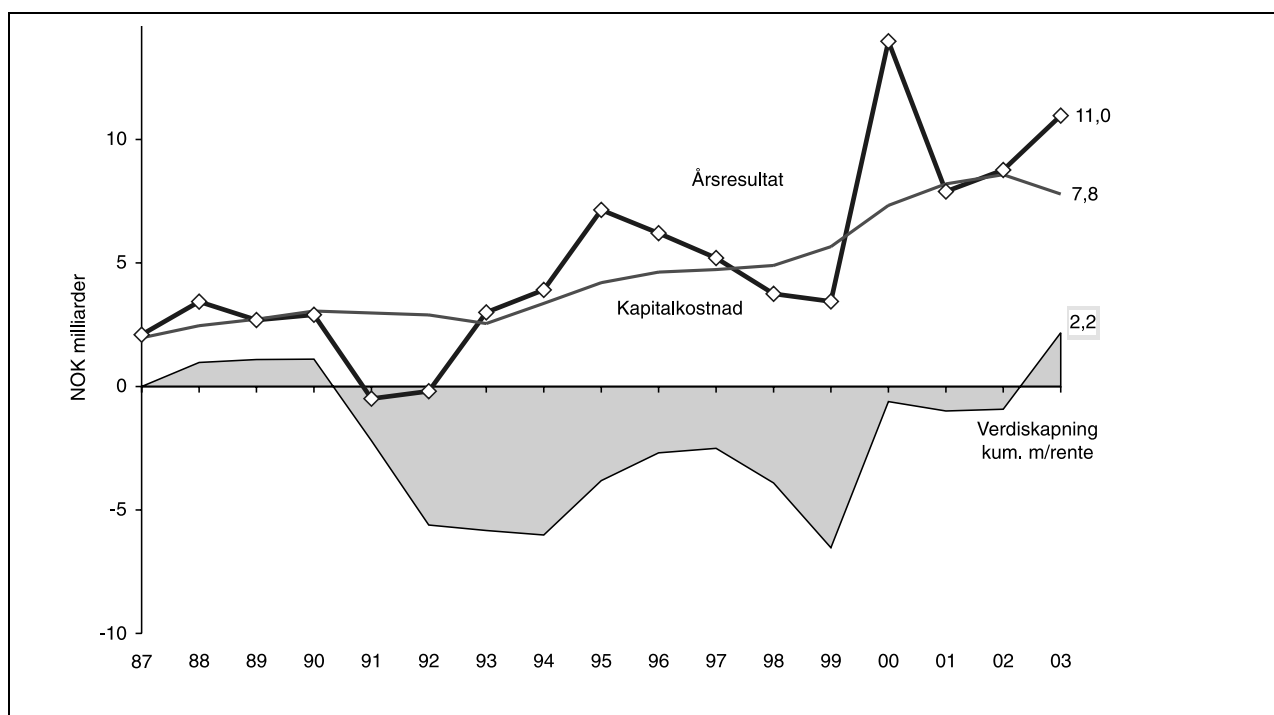
Det interessante er at vi får de observerte P/B-forholdene pr desember 1987 dersom vi fjerner effekten av verdiskapningen på selskapenes vekstinvesteringer. Dette vises i de to første tallkolumnene i tabell 8.23. Her gjør jeg en enkel splitt av total verdiskapning og merverdier i nest-siste kolonne mellom opprinnelig investert egenkapital («statisk» i første tallkolonne) og etterfølgende vekst i egenkapitalen («vekst» i andre kolonne). For hvert år er «statisk» verdiskapning lik årets verdiskapning/-øding skalert ned til egenkapitalen pr desember 1987, mens resten av verdiskapningen er henført til «vekst».

Tilsvarende gjøres for merverdien i selskapenes markedsverdier pr desember 2003. Denne splitten er svært enkel, og ignorerer f.eks. effekten av periodens inflasjon (nødvendige reinvesteringer for å opprettholde selskapets inntjening, inkludert økning i arbeidskapitalen, har gjennomgåen-

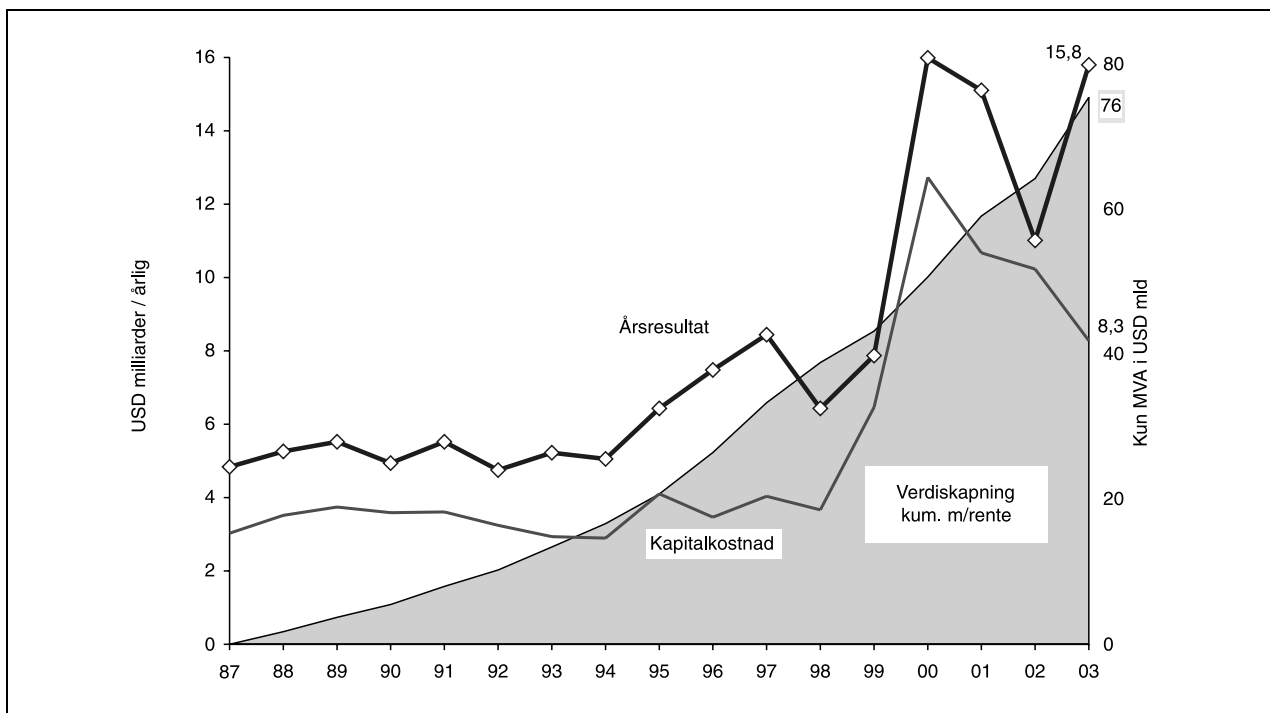
de oversteget regnskapsmessige avskrivninger). Dette betyr at jeg undervurderer «statisk» realisert verdiskapning.

Analysen i tabell 8.23 viser at summen av realisert verdiskapning over perioden samt merverdien ved utgangen var forbløffende konsistent med selskapenes markedsverdier ved begynnelsen av perioden (P/B hhv 1,0 for Hydro og 1,6 for Exxon), forutsatt at investorene ikke forventet verdiskapende vekst (eller en forbedring av rentabilitetsmarginen, med en tilsvarende høyere prising av selskapet ved periodens slutt). Joda, markedet er «rasjonelt».

Den foregående sammenlignende analyse av lønnsomhet og prising for Hydro og Exxon er kun ment som en illustrasjon. En skikkelig analyse ville for det første forutsette en langt mer disaggregert analyse, spesielt for de ulike virksomhetsområdene i Hydro. Denne ville benytte sysselsatt kapital som analysenivå, for å justere for de betydelige forskjellene i kapitalstruktur mellom selskapene, og endringer i kapitalstrukturen for hvert selskap over tid, jf linje 6 i tabell 8.21-8.22. En slik analyse ville videre justere bokførte kapital og resultatstall for skjeve historiske avskrivninger, og den ville benytte andre, og kanskje mer informative nøkkeltall, f.eks. for petroleumsvirksomheten, bruke forholdet mellom markedsverdi av sysselsatt kapital («enterprise value») og påviste oljereserver.



Figur 8.11 Hydros regnskapsmessige verdiskapning, kumulert m/rente



Figur 8.12 Exxons regnskapsmessige verdiskapning, kumulert m/rente
Justert for goodwill fra kjøpet av Mobil

Min enkle analyse er ment å illustrere verdiskapningsmodellen fra kap. 5. Den kan også ha gitt et (delvis) svar på hvorfor norske selskaper synes å være lavt priset i forhold til selskaper i samme

bransjer internasjonalt. Her trenger man ikke å søke etter innside-problemer ved Oslo Børs, eller mangel på norsk risikovillig kapital. Forklaringen kan nok langt enklere finnes i selskapenes regn-

Tabell 8.23 Forventet verdiskapning pr des 87 – «rasjonelle forventninger»

	«Statisk» ³	«Vekst»	Total	P/B ₈₇
<i>Norsk Hydro (NOK mld)</i>				
EKbok 1987	12,0		12,0	1,0
Verdiskapning 88 - 03 ¹	-0,6	0,8	0,3	0,0
Merverdi pr 2003 ²	0,4	2,7	3,1	0,3
Total	11,8	3,6	15,4	1,3
P/B ₈₇	1,0	0,3	1,3	
<i>Exxon Mobil (USD mld)</i>				
EKbok 1987	33,6		33,6	1,0
Verdiskapning 88 - 03 ¹	14,2	4,6	18,8	0,6
Merverdi pr 2003 ²	7,0	23,7	30,6	0,9
Total	54,8	28,2	83,0	2,5
P/B ₈₇	1,6	0,8	2,5	

¹ Sum diskontert regnskapsmessig verdiskapning 1988 - 2003.

² Diskontert merverdi i selskapets børverdi pr des 2003

³ «Statisk»: Årlig forskjell (årsresultat - kalk. kapitalkostnad) skalert til bokført EK pr des 87. Det samme gjelder merverdien pr des. 2003.

skaper, og i en undervurdering av reell verdiskapning i forhold til ønsket om vekst.³⁶ Tiden er nå inne for en vurdering av periodens avkastning for aksjonærene i hhv Hydro og Exxon; «the proof is in the eating».

8.4 Hvilket selskap ville vi ha ønsket å eie i perioden 1987-2003?

Dette spørsmålet har jeg testet på kollegaer og andre. Det unisone svaret har vært: «Exxon, selvfølgelig!» Deretter et forsiktig spørsmål tilbake: «Men, siden du spør...?» Figur 8.13 indikerer at svaret på mitt spørsmål faktisk ikke er selvsagt. Rangeringer av aksjeinvesteringer bygger i for stor grad på isolerte vurderinger av selskapenes relative kvalitet og verdiskapning/vekst, og man glemmer ofte å vurdere også hvilke forventninger som markedet har diskontert i aksjeprisene, jf kjøp av «gode» vs «dårlige» selskaper i kap. 5. Exxon var således vesentlig høyere priset enn Hydro ved inngangen til perioden 1988-2003, dvs P/B på 1,6 mot 1,0 for Hydro. *Spørsmålet er derfor i hvilken grad investors forventninger om selskapenes relative verdiskapning og vekst ble realisert.*

Figur 8.13 gir en sammenligning av NOK verdi-

vekst over de 16 årene for en passiv investor i de to selskapene (total, kumulert avkastning, med reinvestering av utbytter). Regnet fra et investorperspektiv har Hydro over de 16 årene faktisk gitt en 0,5% årlig meravkastning i forhold til Exxon! Denne meravkastningen for Hydro vendes til en mindreavkastning på 1,3% når jeg gjør en nødvendig justering for den vesentlig høyere betarisikoen for Hydro (målt relativt til en internasjonal aksjeindeks). I figur 8.14 er årlig meravkastning for Hydro (over norsk risikofri rente) justert ned med forholdet 0,6 mellom gjennomsnittlig aksjebeta-verdi for Exxon og Hydro. Selv med en risikojustering har statens investering i Hydro gitt en meravkastning i forhold til andre store oljeselskaper (Shell og BP; ikke vist her), i forhold til en oljeindeks og i forhold til en diversifisert verdensindeks.

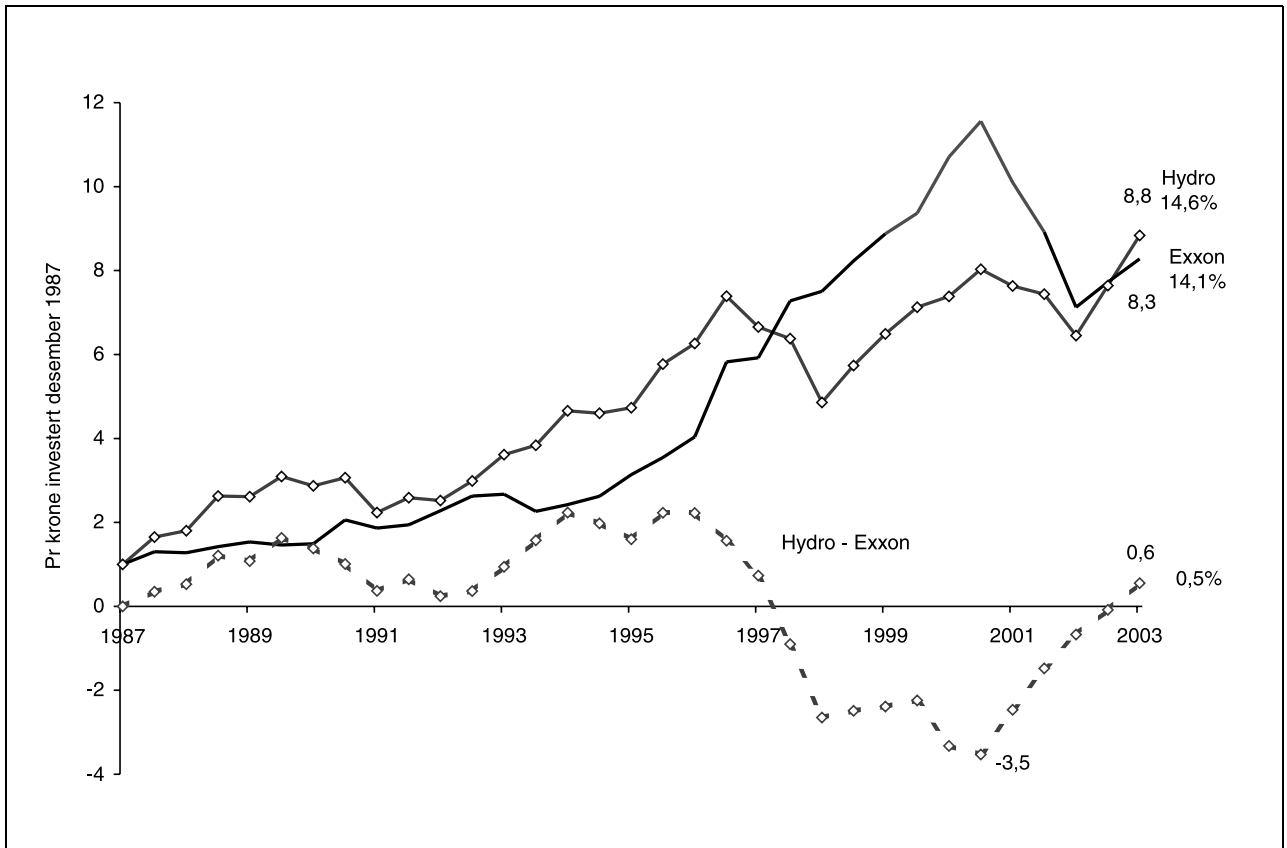
Årsaken til Hydros gode aksjeavkastning er naturligvis også knyttet til valget av periode, og i særdeleshet til valget av starttidspunkt. Pr desember 1987 var Hydro svært lavt priset, tilsynelatende uten forventninger om fremtidig verdiskapning. Vi har sett at disse forventningene slo til når det gjaldt realisert verdiskapning over de etterfølgende 16 årene, men at de ikke reflekterte en mulig høyere, senere prising av selskapet. En sammenligning av linje 14 og 15 i tabell 8.21 viser at gjennomsnittlig aksjeavkastning for Hydro i perioden 1998-2003 derfor ble vesentlig høyere enn periodens gjennomsnittlige avkastningskrav. Det aritmetiske gjennomsnittet (enkelt snitt av 16 årsavkastningstall) var 17,7%, hele 5% over gjennomsnittlig avkastningskrav på 12,7%.

Dersom vi isteden bruker et geometrisk gjennomsnitt var avkastningen 14,6% (gjennomsnittlig kapitalvekst for en passiv investor. Denne kan sammenlignes med et geometrisk avkastningskrav på 11,1%, som gir en årlig meravkastning på 3,5%.³⁷ Også Exxon ga en vesentlig høyere geometrisk snittavkastning, 13,6% enn gjennomsnittlig avkastningskrav på 8,2%. Avkastningskravet er satt lik snitt 5-års amerikansk statsrente 6,1% pluss 2,1% risikopremie = (beta 0,6) x (geometrisk markedspremie 3,5%). Igjen skyldes meravkastningen at aksjen ble høyere priset ved utgangen av perioden enn pr desember 1987. Disse sammenligningene vises i tabell 8.24.

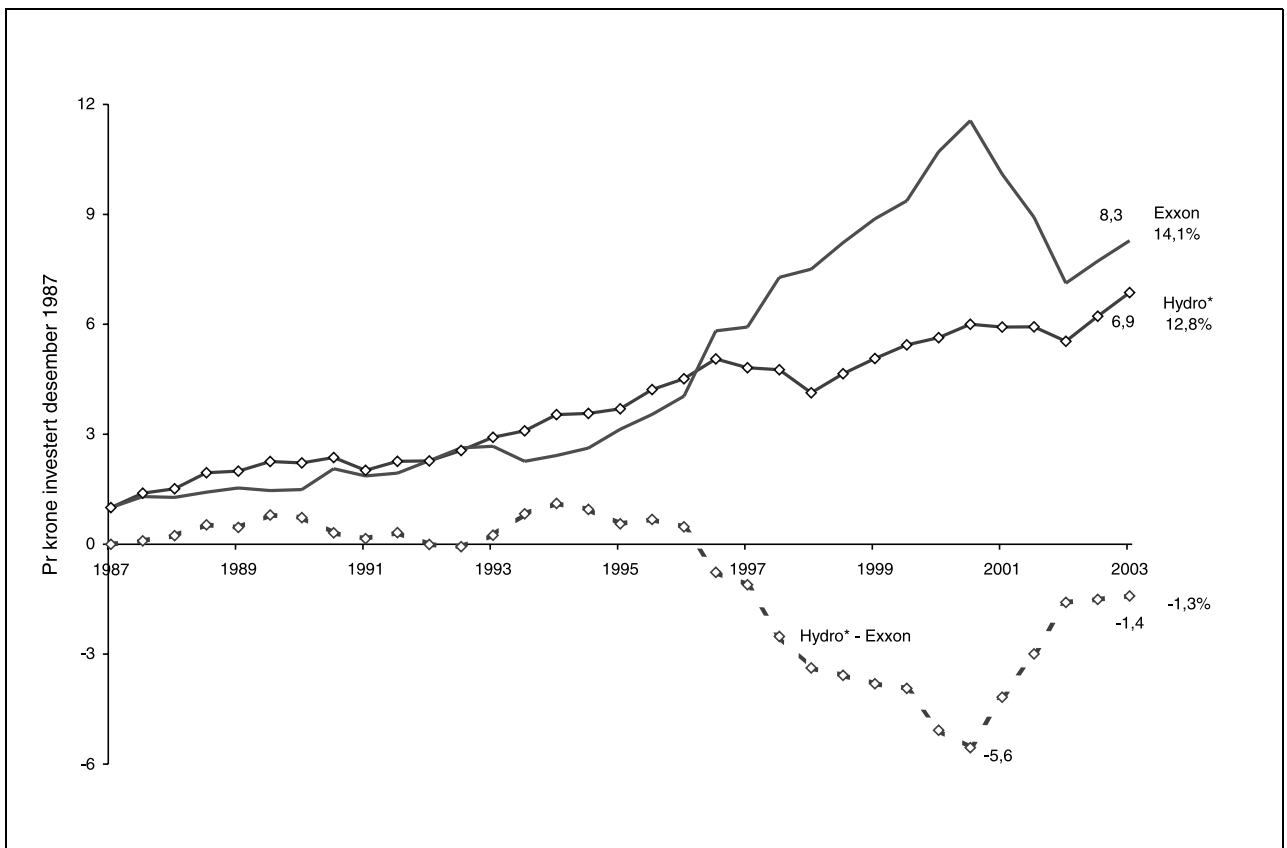
Sammenligningen av Hydro med Exxon er relevant ved vurderingen ex post av Statens eierskap i forhold til en alternativ, internasjonal plassering. Analysen bør justeres for følgende to forhold: (i) jeg har forutsatt at Staten reinvesterte mottatte utbytter i Hydro-aksjen (bør isteden investeres til løpende internasjonal alternativavkastning), og (ii) analysen har forutsatt at staten har holdt en kon-

³⁶ Statoil synes å være et unntak fra regelen om lavt prisede norske (olje-) selskaper, siden selskapet egenkapital er priset til ca 2,4 ganger bokført verdi. Dette indikerer en ganske annen lønnsomhet enn for Hydros olje- og energidel (sannsynligvis priset nær bokført verdi, jf fotnote 31). En del av Statoils relativt høye P/B-forhold skyldes nok regnskapsjusteringer før selskapets børsintroduksjon (overtakelsen av enkelte SDØE-felt i delvis bytte for en eierandel i gassrørsystemet Statpipe). I lys av Statoils prising og sammenligningen ovenfor av prising og lønnsomhet for Hydro og Exxon er det i hvert fall vanskelig å forstå to påstander som fremkom i forbindelse med Statoils børsnotering: (i) fra Statoils ledelse før børs-noteringen: «selskapet vil bli priset langt høyere dersom vi får overta hele SDØE», og (ii) fra Finansdepartementet etter børsnoteringen: «Statoil-privatiseringen var et billig-salg.»

³⁷ Et geometrisk avkastningssnitt vil alltid være lavere enn et enkelt aritmetisk snitt, og forskjellen er tilnærmet halvparten av avkastningens periodevise variasjon, målt ved variansen, dvs standardavviket kvadrert. Dette reflekterer at en passiv, kjøp-og-hold investor vil tape mer kroner på f.eks. et 10% kursfall enn han tjente på en foregående 10% kursøkning (hvis han tjente 10 kroner på en kursøkning fra 100, vil han deretter tape 11 kroner på et 10% kursfall til 99; «frem og tilbake med samme prosent er ikke like langt i kroner!» Hydros standardavvik i perioden var ca 25%, som forklarer hvorfor det geometriske snittet var ca 3% lavere enn det aritmetiske snittet ($25\%/2 = 6,25\%/2 = 3\%$). Forskjellen for Exxon er kun 0,8%, som skyldes et vesentlig lavere standardavvik på 15% ($15\%/2 = 7,5\%$). Hydros geometriske avkastningskrav på 11,1% er nedjustert fra aritmetisk snitt på 12,7% fordi ex ante geometrisk markedspremie er nedjustert med 1,5% til 3,5% (17% ex ante standardavvik for en internasjonal aksjeindeks). Bemerk at dette er forskjellig fra geometrisk snitt på 12,6% av årlige aritmetiske avkastningskrav (fast 5% premie, og kun variasjon i statsrenten).



Figur 8.13 Total eieravkastning for Hydro relativt Exxon



Figur 8.14 Total eieravkastning for risikojustert Hydro relativt Exxon

Tabell 8.24 Aksjeavkastning vs avkastningskrav (ex ante)

	Avkastningskrav (geom.)			Aksje- avkastning	Mer- avkastning	P/B	
	Stat	Risiko	EK-krav			1987	2003
Hydro (NOK)	7,6 %	3,5 %	11,1 %	14,6 %	3,5 %	1,0	1,2
Exxon (USD)	6,1 %	2,1 %	8,2 %	13,6 %	5,4 %	1,6	1,3

stant eierandel i Hydro (fikk en redusert andel i forbindelse med Saga-kjøpet i 1999). Summen av disse justeringene har mindre betydning for de langsiktige avkastnings-gjennomsnittene i tabellene og i figurene 8.13-8.14. En skikkelig analyse av statens eierskap i perioden måtte i særdeleshet ha vurdert hvilken pris staten kunne ha fått på et salg, dvs hvilken større verdiskapning ville en privat (industriell) investor forventet fra en bedre kontroll med selskapets drift, og spesielt investeringer. Videre vil det være et spørsmål om hvilke eksterne tap/gevinster ville ha fulgt av et slikt eierskifte, med tap av nasjonal kontroll.

8.5 Litt om finansieringen av Hydros og Exxons vekst i 1987-2003

Avslutningsvis noen ord om finansieringen av Hydros betydelige kapitalvekst over perioden 1988-2003. Dette tillater også en sammenligning av forskjellen mellom Hydros og Exxons utbyttepolitikk. Dette er illustrert i tabell 8.25, som i andre kolonne gjentar de gjennomsnittlige rentabilitets-tallene fra tabell 8.21-8.22, linje 13 (geometriske snitt).

Disse tallene viser maksimal internfinansiert egenkapitalvekst for de enkelte periodene for hvert selskap. Den realiserte internfinansieringen må reduseres med gjennomsnittlig utbytteandeler av de årlige resultatene, jf kap. 6. Hydro utbetalte i gjennomsnitt 30% av årlige resultater over hele perioden, jf linje 5 i tabell 8.21. Exxon utbetalte nær det dobbelte, 58% i kontantutbytter. For Hydro innebar dette at maksimal internfinansiering på 12,3% (snitt rentabilitet) ble redusert til 8,6% internfinansiering, jf fjerde kolonne i tabell 8.25, mens Exxons høyere rentabilitet på 14,3% ble redusert til kun 6,1%. Egenkapitalveksten for Hydro var i gjennomsnitt 13,3%, slik at eksterntfinansieringen utgjorde hele 4,7%. Dette var en kombinasjon av emisjoner (1988 og 1994) og aksjebytte overfor selgende aksjonærer. Vi ser at Hydro således trengte eksterntfinansiering i hver av de tre delperiodene. Over hele perioden trakk Hydro inn mer penger fra markedet enn selskapet betalte ut i utbytter, hhv. 4,7% og 3,7% av bokført egenkapital.

For Exxon var forholdet det motsatte, i det selskapet betalte ut årlig hele 8,2% av bokført kapital, og trakk inn kun 3,6%. Det siste utgjorde verdien

Tabell 8.25 Finansiering av vekst i bokført egenkapital

	EK- rentabilitet a	Andel tilbakeholdt b	Internt finansiert c = a x b	Vekst bokført EK d	Eksternt finansiert bokført ¹ d - c
Norsk Hydro (NOK)					
88-03	12,3 %	0,70	8,6 %	13,3 %	4,7 %
88-92	9,8 %	0,72	7,1 %	10,9 %	3,8 %
93-98	14,1 %	0,71	10,1 %	15,7 %	5,6 %
99-03	12,6 %	0,66	8,4 %	12,8 %	4,4 %
Exxon Mobil² (USD)					
88-03	14,3 %	0,42	6,1 %	9,7 %	3,6 %
88-92	15,9 %	0,39	6,2 %	0,1 %	-6,1 %
93-98	16,3 %	0,40	6,5 %	4,4 %	-2,1 %
99-03	10,3 %	0,49	5,0 %	27,6 %	22,5 %

¹ Inkludert verdien av aksjebytte ved oppkjøp, f.eks. Hydros kjøp i 1988 av Norsk Aluminium og av Saga i 1999, og Exxons kjøp av Mobil i 1999.

² Exxons bokførte egenkapital pr 2003 er økt med goodwill USD 64 mld for Mobil.

Tabell 8.26 Aksjeavkastning vs vekst i egenkapitalens markedsverdi

	Aksje- avkastning (geom.) a	Utbytte- avkastning b	Kapital gevinst c = a - b	Vekst EK marked d	Eksternt finansiert marked ¹ d - c
<i>Norsk Hydro (NOK)</i>					
88-03	14,6 %	2,5 %	12,1 %	14,6 %	2,5 %
88-92	20,3 %	2,7 %	17,6 %	21,0 %	3,4 %
93-98	11,6 %	2,0 %	9,6 %	11,2 %	1,6 %
99-03	12,7 %	2,9 %	9,8 %	12,5 %	2,7 %
<i>Exxon Mobil (USD)</i>					
88-03	13,6 %	4,1 %	9,5 %	10,6 %	1,0 %
88-92	15,4 %	5,5 %	9,9 %	6,9 %	-3,0 %
93-98	20,1 %	4,4 %	15,7 %	15,2 %	-0,4 %
99-03	4,7 %	2,4 %	2,3 %	8,8 %	6,5 %

¹ Inkludert verdien av aksjebytte ved oppkjøp.

av aksjebyttet ved kjøpet av Mobil, mens selskapet i de foregående 11 årene gjorde betydelige tilbakekjøp av egen aksjer i tillegg til betaling av kontantutbytter. Den gjennomsnittlige effektive utbytteandelen for Exxon var således hele 85% i løpet av de første 11 årene! Jf diskusjonen om de norske børselskaperenes netto «tapping» av risikokapitalmarkedet i kap. 6.4.

Tabell 8.26 gjør en tilsvarende analyse basert på utbyttebetalinger og eksterntfinansiering regnet i prosent av markedsverdier. Bemerk at tallene i siste kolonne er lavere enn de tilsvarende tallene i siste kolonne i tabell 8.25, siden markedsverdiene er høyere enn bokførte verdier (P/B \square 1).

9 Oppsummering og konklusjoner

Denne rapporten har diskutert målformuleringen i statseierskapsutvalgets mandat og vurdert ulike aspekter ved en måling av måloppnåelse ved forvaltningen av statens eierskap.

Diskusjonen av målformuleringen har konkludert at både en «sikring av statens verdier» og «en god industriell utvikling for selskapene» vil innebære et ønske om å maksimere langsiktig vekst i markedsverdien, inkludert utbytter. Forskjellen mellom disse målene og deres operasjonalisering er for det første, at verdikring fokuserer på porteføljens total markedsverdi, mens sikring av selskaperenes industrielle utvikling fokuserer på regnskapsmessige resultater, verdiskapning og vekst.

For det andre er forskjellen at målingen av ver-

disikring har et mer langsiktig perspektiv, og at vurderingen gjøres mer sjeldent for de ikke-børsnoterte selskapene (f.eks. hvert 5 år).

En tredje forskjell knytter seg til avkastningskravet. Sikring av porteføljens verdiutvikling og sikring av den industrielle utviklingen for selskapene vil begge benytte et avkastningskrav avledet fra en internasjonalt diversifisert aksjeindeks. Begge starter med en norsk statsobligasjonsrente og pluser på periodens risikjusterte meravkastning for aksjeindeksen (i forhold til en internasjonal statsrente). Forskjellen i avkastningskravene ligger kun i risikjusteringen. Selskapskravene vil justere aksjeindeksens meravkastning for det enkelte selskaps relative (beta-) risiko i forhold til indeksen. Porteføljekravet vil i utgangspunktet benytte den ujusterte meravkastningen for aksjeindeksen, men jeg har argumentert for en justering som reflekterer den betydelige oljeskjevheten i statens eierportefølje i forhold til nasjonalformuen. Her bør man vurdere å bruke en næringssektorvektet internasjonal aksjeindeks.

For det fjerde innebærer en sikring av selskapsindustrielle utvikling at eierskapsorganet vil være i direkte kontakt med selskaps styre/revisor, og at man må forholde seg til forslag om større investeringer, oppkjøp/fusjoner eller restruktureringer, og vurdere selskaps utbyttepolitikk og soliditet og vurdere eventuell innskudd av frisk kapital. Dette er den mer forretningsmessige investerollen, mens verdikring vektlegger en mer passiv, finansiell investerolle.

Målet om å «ivareta spesifikke definerte mål ved

eierskapet i enkelselskaper» ble tolket som begrenset til å beskytte et nasjonalt eierskap, gitt forutsetningen om at virksomheten i disse selskapene *«hovedsakelig er forretningsmessig orientert»*. Eierorganet bør fokusere på måling av bedriftsøkonomisk verdiskapning/-øking, og bør overlate den mer kvalitative vurderingen av verdien av et nasjonalt eierskap til regjering og Storting. I den grad selskapene har andre, samfunnsøkonomiske eller sektorpolitiske oppgaver, må disse derimot vurderes av eierorganet selv, og denne (mer kvalitative) vurderingen presenteres så i en Eiermelding, i tillegg til de bedriftsøkonomiske vurderinger og resultater.

I kapittel 4 ga jeg en omfattende gjennomgang av den svenske, statlige eierskapsforvaltningen. Her vektlegges en åpen og enhetlig Eierforvaltning og ekstern rapportering av alle statlig eide selskaper. Forvaltningen utmerker seg ellers ved et klart skille mellom selskaper med markedsmessige krav og selskaper med spesielle samfunnsinteresser. Måloppfyllelsen av spesielle samfunnsinteresser vurderes kvalitativt, og rapporteres sammen med økonomiske resultater og i samme format som rapporteringen for selskapene med markedsmessige krav. Jeg diskuterte interessante lærdommer for organisering og rapportering for en norsk Eierforvaltning.

Kapittel 5 presenterte en modell for å vurdere

eiers avkastning og verdiskapning i forhold til selskapets interne lønnsomhet, verdiskapning og vekst. Modellen identifiserer ulike nøkkeltall som kan være nyttige i eierskapsforvaltningen, spesielt for ikke-børsnoterte selskaper. Kapittel 6 og 7 diskuterte ulike aspekter ved finansielle strategivalg for selskapene, spesielt valget av utbyttepolitikk og kapitalstruktur. Kapittel 8 presenterte en sammenlignende analyse av Norsk Hydro og Exxon Mobil, basert på regnskaps- og markedstall. Dette er et enkelt eksempel på analyser som eierorganet bør gjøre. Konklusjonen var interessant. Exxon har vært et langt mer lønnsomt selskap, men Hydro har likevel gitt staten en bedre gjennomsnittlig avkastning over de siste 16 årene! Denne meravkastningen vendes til en mindreavkastning etter justering for risikoforskjeller mellom selskapene. Hydro-investeringen har allikevel slått en investering i andre store oljeselskaper (Shell og BP), og en investering i en bred internasjonal aksjeindeks. Dette kan virke betryggende for det statlige eierskapet. Denne konklusjonen må nok justeres for en rekke forhold. For det første, at avkastnings-sammenligningen er svært periodeavhengig. For det andre, at en mer aktiv statlig Eierrolle kunne ha begrenset Hydros sterke kapitalvekst i perioden, og kunne dermed ha gitt en bedre verdiskapning. For det tredje, at vi ikke kjenner det alternative resultatet av et statlig nedsalg av Hydro.

