



DET KONGELIGE  
NÆRINGS- OG HANDELSDEPARTEMENT

# Prop. 89 S

(2009–2010)

Proposisjon til Stortinget (forslag til stortingsvedtak)

---

## SAS AB – konvertibelt obligasjonslån

*Tilråding fra Nærings- og handelsdepartementet av 12. mars 2010,  
godkjent i statsråd samme dag.  
(Regjeringen Stoltenberg II)*

### 1 Innledning og sammendrag

Nærings- og handelsdepartementet fremmet 19. februar 2010 Prop. 79 S (2009-2010) SAS AB – statens deltagelse i kapitalforhøyelse. I proposisjonen ble det foreslått at staten på visse vilkår skal delta proratisk i en egenkapitalutvidelse av aksjer i selskapet for 5 mrd. SEK. Et av vilkårene er at selskapet får på plass en langsiktig refinansiering av obligasjonslån på om lag 2 mrd. SEK som forfaller i april og september inneværende år. Konvertible obligasjoner er et av flere instrumenter som kan brukes for å oppnå langsiktig finansiering. Styret i SAS AB har besluttet å be generalforsamlingen i april om fullmakt til å kunne benytte dette instrumentet i sin refinansiering ved ta opp et konvertibelt obligasjonslån på inntil 2 mrd. SEK.

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

Et konvertibelt lån har normalt en løpetid på 5

år, slik at en reduksjon av statens eierandel som følge av en eventuell konvertering av et slikt lån tatt opp i 2010 trolig først vil komme i 2015.

Det legges i proposisjonen frem forslag om at Nærings- og handelsdepartementet gis fullmakt til å stemme for forslaget om å gi styret fullmakt til å ta opp et konvertibelt obligasjonslån på inntil 2 mrd. SEK.

### 2 Konvertibelt obligasjonslån

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

at det vil være av interesse for investorene eller långiverne å konvertere lånet til aksjer.

I et slikt tilfelle vil lånet bli omgjort til egenkapital i stedet for at det blir tilbakebetalt. En slik konvertering vil styrke egenkapitalen i selskapet, og redusere gjeldsbyrden på tidspunktet for konvertering. En konvertering medfører også at eksisterende aksjonærer blir utvannet og at deres eierandel i selskapet reduseres.

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

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

### 3 Styrets forslag

Styret i SAS AB har besluttet å be generalforsamlingen, som skal avholdes 7. april, om fullmakt til å kunne ta opp et konvertibelt obligasjonslån på inntil 2 mrd. SEK. Dersom den fulle rammen blir utnyttet, vilkårene for å konvertere lånet til aksjer i 2015 inntre og obligasjonseierne beslutter å omgjøre lånekapitalen til aksjer, vil det med rimelig anslag på konverteringspremie og aksjekurs kunne redusere den norske statens eierandel i SAS med omlag 2 prosentpoeng fra 14,3 ned mot 12,3 pst. Den samlede statlige eierandelen (inkludert svenske og danske stat) reduseres i så fall fra 50 pst. ned mot 43 pst. En eventuell konvertering vil først skje i 2015, og kun dersom aksjekursen er høy nok til at det lønner seg å konvertere. Dersom lånet ikke konverteres vil det bli tilbakebetalt på ordinær måte.

### 4 Eksterne vurderinger

De vurderinger departementets rådgivere har gjort, tyder på at avkastningen på statens investering av deltakelse i en emisjon, som beskrevet i Prop. 79 S (2009-2010) SAS AB – statens deltagelse i kapitalforhøyelse, i begrenset grad vil bli påvirket ved et slikt konvertibelt lån. Et konvertibelt lån endrer ikke rådgivernes konklusjon om at den investeringen som statens proratariske deltagelse i en egenkapitalutvidelse på 5 mrd. SEK innebærer, vil kunne gi en markedsmessig avkastning selv ved mer forsiktige forutsetninger enn det selskapet legger til grunn i sin plan.

Den danske og svenske stat vurderer spørsmå-

let om tilslutning til et konvertibelt lån parallelt med behandlingen i Norge, og disse landenes holdning ventes å være klart i løpet av uke 11.

## 5 Departementets samlede vurdering og tilråding

SAS har en svak kredittvurdering, noe som i dagens kredittmarked bidrar til at det er stramme vilkår for lånefinansiering. Det er derfor en fordel for selskapet å ha fleksibilitet i å spille på ulike låneinstrumenter. Fleksibilitet vil isolert sett styrke selskapets forhandlingsposisjon, og de samlede vilkår som kan oppnås på finansieringen vil kunne bli bedre. En fullmakt til å utstede et konvertibelt lån må vurderes i denne sammenheng. Departementet vurderer at et slikt lån kan være et viktig element i å sikre en samlet refinansiering, som er en forutsetning for statlig deltakelse i egenkapitalutvidelsen, til akseptable kostnader og løpetider.

En konsekvens for eksisterende aksjonærer ved bruk av konvertible obligasjoner er at noe av oppsiden ved en god utvikling i aksjekursen vil tilfalle obligasjonseierne dersom lånet konverteres til egenkapital. På den andre siden vil en slik konvertering styrke selskapets egenkapital og balanse. I tillegg utvides eierbasen, noe som innebærer en bredere risikodeling. Dersom obligasjonen ikke konverteres kan dette anses som et helt vanlig obligasjonslån, men til en lavere rente og gunstigere løpetid. Den samlede størrelsen på mulig refinansiering vil også kunne påvirkes positivt. Den verdidelingen og utvanningseffekten som potensielt oppstår ved en konvertering, må vurderes mot en sikrere og billigere finansiering, herunder gunstigere løpetid. Slik situasjonen er nå, er det regjeringens vurdering at denne løsningen ivaretar selskapets og statens interesser på en god måte.

De vurderinger departementets rådgiver har gjort, tyder på at avkastningen på statens investering gjennom en emisjon i svært begrenset grad vil bli påvirket ved et slikt konvertibelt lån. Konklusjonen om at det kan oppnås en markedsmessig avkastning ved en deltagelse i egenkapitalutvidelsen, selv med mer forsiktige forutsetninger enn det selskapet legger til grunn, står ved lag.

Staten har i Prop. 79 S (2009-2010) SAS AB – statens deltagelse i kapitalforhøyelse, satt vilkår for at dagens obligasjonslån må erstattes. Et konvertibelt obligasjonslån er et av flere instrumenter som anvendes i markedet, og som kan bidra til å oppfylle vilkåret for langsiktig refinansiering av obligasjonsgjelden.

En potensiell utvanning, som kan utgjøre ned

mot 2 prosentpoeng for statens eierandel, skjer ved tilførsel av egenkapital fra nye eiere. Det vil bidra til å øke eiermassen i selskapet og styrke selskapets soliditet. Det er derfor departementets vurdering at fullmakt til å utstede et konvertibelt lån, slik styret har foreslått, ikke bør være problematisk for staten som eier. Departementet legger imidlertid til grunn at utvanningen av statens aksjer ikke skal overstige 2 prosentpoeng og at lånets størrelse vil måtte tilpasses dette. Det forutsettes fortsatt at finansieringen av eksisterende obligasjonslån er på plass før staten tegner seg for sin proratariske andel aksjer i forbindelse med egenkapitalutvidelsen. Departementet legger til grunn at den svenske og den danske stat også vil stemme for forslaget som en forutsetning for at den norske stat skal gi sin tilslutning.

## 6 Økonomisk og administrative konsekvenser

Det får ingen direkte økonomiske konsekvenser for staten om SAS etablerer et konvertibelt obligasjonslån på inntil 2 mrd. SEK. Lånevilkårene ventes

å bli noe gunstigere enn ved ordinære obligasjonslån. Det vil redusere de løpende kostnadene for selskapet. En lengre løpetid på lånet sikrer selskapets finansiering og likviditet for en lenger periode.

Ved en eventuell konvertering av lånet i 2015 er det forutsatt at statens eierandel i SAS AB vil kunne reduseres med inntil 2 prosentpoeng gitt at staten, som i dag, har en eierandel på 14,3 pst. i forkant av konverteringen. Utvidelsen av antall aksjer innebærer at inntjeningen må fordeles på flere aksjer, slik at aksjekursen må forventes å bli noe lavere enn uten en konvertering. Utvidelsen av aksjekapitalen styrker på den andre siden selskapets soliditet, og gir et mer solidt finansielt grunnlag for selskapets videre utvikling.

Nærings- og handelsdepartementet

tilrår:

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

Vi **HARALD**, Norges Konge,

st a d f e s t e r :

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

## Forslag til vedtak om SAS AB – konvertibelt obligasjonslån

I

Stortinget samtykker i at Nærings- og handelsdepartementet på SAS AB sin generalforsamling kan stemme for en fullmakt til styret til å ta opp et konvertibelt obligasjonslån på inntil 2 mrd. SEK.

II

Stortinget samtykker i at statens eierandel i SAS kan reduseres til 12,3 pst. ved en eventuell fremtidig konvertering av obligasjonslånet til aksjekapital i selskapet.



Trykk: A/S O. Fredr. Annesen. Mars 2010