



DET KONGELEGE
SAMFERDSELSDEPARTEMENT

St.prp. nr. 66

(1999-2000)

Om Telenor

Tilråding frå Samferdselsdepartementet av 19. mai 2000, godkjend i statsråd same dagen.

1 Bakgrunn

16. desember 1999 blei den norske og den svenske regjeringa samde om at arbeidet med å slå saman Telenor AS og Telia AB skulle avbrytast. Ved hand-saminga av St.prp. nr. 58 (1998-99) Om sammenslåing av Telenor AS og Telia AB fekk forslaget om delprivatisering fleirtal i Stortinget. I si fråsegn til Stor-tinget ved regjeringsskiftet sa statsminister Stoltenberg følgjande om Telenor: «Skal vil ligge teknologisk i front innen informasjons- og kommunikasjonsteknologien, trenger Telenor ny kapital og nye impulser. Privat kapital og kompetanse bør også bidra. Derfor vil Regjeringen foreslå at Telenor blir et børsnotert selskap.» Etter samanbrotet i Telenor/Telia-fusjonen har departementet arbeidd parallelt med avvikling av det samanslåtte selskapet og med førebuing for delprivatisering og børsnotering av Telenor, jf. St.prp. nr. 59 (1999-2000) Om avviklingen av sammenslåingen av Telenor AS og Telia AB.

Telekommunikasjonsmarknadene verda over er inne i ein rask endringsprosess. Dei viktigaste drivkreftene er teknologiutvikling, globalisering, utbreiing og bruk av informasjons- og kommunikasjonsteknologi (IKT) og industriell restrukturering. Ulike teknologiar og system for informasjon og kommunikasjon, som IT, tele og media, smeltar saman. Denne såkalla konvergensutviklinga er eit viktig grunnlag for ny produkt- og tenesteutvikling og fører til at marknader og industri driv over i andre struktur- og organisasjonsformer. Til dømes har dei fleste europeiske land delprivatisert og børsnotert sine statlege telekommunikasjonsselskap.

Det blei innført full konkurranse i telemarknaden i Noreg frå 1.1. 1998. Konkurransen er virksam og samfunnsmessige mål blir følgde opp gjennom regulering. I denne situasjonen ser Regjeringa det ikkje lenger som føremålstenleg at staten fullt ut eig Telenor. Staten må utøve sitt eigarskap på ein profesjonell måte, som er med på å utvikle selskapet både på den norske og internasjonale marknaden til beste for aksjonærane, dei tilsette og det norske samfunnet.

2 Samandrag

Regjeringa foreslår at ei delprivatisering av Telenor skjer gjennom ein snarleg børsintroduksjon. Det blir lagt til grunn at børsintroduksjonen blir gjennomført seinast innan utgangen av 2001, men Regjeringa arbeider med sikte på å gjennomføre transaksjonen hausten 2000.

Regjeringa ser det som viktig å sikre eit nasjonalt forankra eigarskap til Telenor og foreslår at staten opprettheld 51 pst. eigardel i selskapet. Fordi det er få store norske private aksjonærar og småspararsegmentet av aksjemarknaden er lite utvikla i Noreg, er det naturleg at staten er ein langsiktig eigar i Telenor. For Regjeringa er det viktig å leggje til rette for vidare næringsutvikling med basis i Noreg. Internasjonaliseringa av verksemda styrkjer etter Regjeringa si oppfatning dette behovet.

Staten vil som aksjonær i Telenor framleis konsentrere seg om spørsmål knytt til kapitalstruktur, lønnsamd og utbyttepolitikk, med vekt på langsiktig lønnsam forretningsutvikling og verdiskaping for aksjonærane. Regjeringa legg vekt på at dei statlege eigaroppgåvene blir utført profesjonelt og i samsvar med vanleg forretningsmessig praksis. Kravet til kapitalavkastning bør liggje på samme nivå som for samanliknbare europeiske teleselskap. Kapitalstrukturen og utbyttepolitikken skal fremje verdiskapinga.

Ved børsintroduksjonen tek Regjeringa sikte på å redusere staten sin eigardel med 15-25 pst., gjennom ein kombinasjon av kapitalutviding (emisjon) og utsal av aksjar frå staten (spreiingssal). Det blir foreslått at regjeringa blir gitt fullmakt til å avgjere om aksjekapitalen i Telenor skal utvidast med inn til 50 pst. av verdien av alle aksjane som blir selde ved børsintroduksjonen, men innafor ei ramme på maksimalt 25 mrd. kr. Avgjerd om dette vil bli teke nærare tidspunktet for børsintroduksjonen. Det vil bli innhenta tilråding frå styret i Telenor i samband med dette. Utgangspunktet for vurderinga av kapitalstrukturen vil vere forretningsstrategien og forretningsplanane til selskapet. Regjeringa ber om fullmakt til å selje staten sine aksjar i Telenor AS gjennom ein kombinasjon av emisjon og spreiiingssal slik at staten sin eigardel utgjør minst 51 pst.

Styret i Telenor AS ønskjer at det gjeldande soliditetsmålet på 42 pst. blir endra med sikte på straks å kunne setje i verk den vekststrategien selskapet legg opp til, jf. vedlegg 1. Dette fører til behov for auka eksternt opplåning, jf. St.prp. nr. 33 (1997-98) Om kapitalutviding i Telenor AS og Innst. S. nr. 124 (1997-98). Etter styret si vurdering vil nedgangen i den bokførte eigenkapitalprosenten til selskapet vere forsvarleg. Gitt at selskapet har gode investeringsalternativ, finn departementet at selskapet kan auke gjeldsgraden sin.

I samband med børsintroduksjonen vil det bli varsla at det etter kvart kan bli aktuelt med separat børsnotering av delar av konsernet. Det vil ikkje bli invitert inn strategiske partnarar på eigarsida i kjerneverksemda i tida før børsintroduksjonen.

Det vil bli etablert ei aksjeordning for dei tilsette i Telenor. Aksjeordninga skal utformast i samsvar dei grensene som følgjer av skattelova. Det skal ikkje

nyttast opsjonar i samband med børsintroduksjonen. Det blir lagt opp til at dei tilsette får tilbod om ei garantert minstetildeling.

Det blir lagt opp til at Telenor-aksjen blir marknadsført aktivt i den norske marknaden. Småspararar vil bli gitt preferanse ved tildelinga av aksjar. Regjeringa legg ikkje opp til at det blir gitt prisrabattar eller liknande.

Departementet og Telenor har i samsvar med vanleg praksis i denne typen transaksjonar engasjert fondsmeklarforetak (Goldman Sachs og DnB Markets) som hovudtilretteleggarar for børsintroduksjonen. I dei endelege avtalene med foretaka som vil bli inngått, etter at Stortinget har handsama saka, blir det lagt opp til at det blir teke inn ei vedtekt om at selskapet og staten forpliktar seg til å halde tilretteleggarane skadeslaus for krav frå kjøparar av aksjane. Departementet ber om fullmakt frå Stortinget til dette, jf. kap. 6.6.

Det vil bli vurdert om det kan vere føremålstenleg å etablere eit nytt holdingsselskap som øvste selskapsrettslege styringsorgan for konsernet, jf. kap. 10.

For mellom anna å medvirke til at marknaden har tillit til at eigar- og regulatøroppgåvene i telesektoren er organisert på ein føremålstenleg måte, legg Regjeringa opp til at forvaltninga av det statlege eigarskapet til Telenor blir overført til Nærings- og handelsdepartementet så snart børsintroduksjonen er gjennomført.

3 Problemstillinger i proposisjonen

3.1 Om behovet for endring av eigarforma

Spørsmålet om eigarform for selskap som Telenor vil i åra som kjem truleg bli viktigare både for selskapet si eiga konkurransekraft, og for utviklinga av dei industrielle samarbeidsrelasjonane i denne dynamiske marknaden.

Ein kan ikkje seie at målet om størst mogeleg verdiskaping og avkastning for eigarane blir nådd berre ved å sjå på rekneskapsresultata for nokre få år. Tala i rekneskapen må supplerast med verdivurderingar for å kunne gi eit tilnærma riktig bilete av dei reelle verdiar som blir skapte. Slike verdivurderingar gir likevel ikkje den same realisme sett over tid som den kontinuerlege verdivurderinga som skjer for børssnoterte selskap. Så lenge Telenor er eit heileigd statleg selskap har difor leiinga ei krevjande formidlingsoppgåve både i høve til eigar, långjevarar, kredittbyrå, partnarar og media/publikum når dei økonomiske resultata blir presenterte og evaluerte.

Det har vore eit problem at vedtak om utbytte frå selskapet ikkje konsekvent er blitt sett i samanheng med verdiskapinga til selskapet, jf. spørsmålet om ein bør halde kapital tilbake i selskapet for å kunne investere i prosjekt med høgare venta avkastning enn ved alternative plasseringar.

Bruk av eigenkapitalinstrument, mellom anna oppgjer i form av aksjar, er vanleg i samband med fusjonar, oppkjøp, restruktureringar m.m. Telenor har i dag ikkje høve til å tilby slike løysingar og vil difor ha ei ulempe i forhold til konkurrentar som og kan freiste med andre oppgjersformer enn kontante pengar. Særleg ved store transaksjonar vil aksjeteikning ofte kunne vere ein føresetnad for å kunne gjennomføre ein fornuftig handel.

Telenor si internasjonale satsing har i hovudsak vore basert på «joint ventures» med ulike samarbeidspartnarar. Ei vidareutvikling av modellen med prosjektsamarbeid vil kunne krevje eit meir forpliktande industrielt samspel mellom partane for å oppnå større økonomiske vinstar. Her vil og etter kvart spørsmålet om strategisk deleigarskap kunne bli aktualisert for å sikre eit langsiktig og stabilt samarbeid.

Ei endring av eigarforma til Telenor vil skape større avklaring rundt staten si eigarrolle. Dette vil vere ein fordel for selskapet som i dag på tilsvarande vis som eigaren risikerer å bli skulda for å blande saman roller.

Ei delprivatisering og børssnotering av Telenor vil gi selskapet større forretningsmessig handlefridom og vil difor vere fordelaktig for selskapet. Telenor vil då kunne konkurrere på like vilkår med andre børssnoterte IKT-selskap. Det finst og gode grunnar til at selskapet vil vere tent med at staten opprettheld ein strategisk eigarposisjon. For selskapet vil staten som strategisk eigar kunne medvirke til stabilitet i eigartilhøva og m.a. hindre at selskapet blir kjøpt opp og kontrollert av eit større internasjonalt konsern, jf. kap. 5.3 og 5.4.

3.2 Eigarstyring

Når staten i samband med børsintroduksjonen ikkje opnar for å selje seg heilt ut av selskapet, vil dette kunne ha innverknad på verdien av eigenkapitalen. Dess større den statlege eigardelen er, dess større behov er det for utøving av eit aktivt og profesjonelt statleg eigarskap.

Verdiane i selskap med stor aktivitet på IKT-området har auka mykje dei siste åra. Fordi verdiane er bygde på at mange ventar høg prosentvis vekst mange år framover, vil verdien av selskapa bli påverka vesentleg av sjølv små avvik i prognosar for vekstrate eller små endringar i avkastningkrav, jf. kap. 6.6.

Det har vore vanleg å leggje føringar på reduksjonar av det statlege eigarskapet i samband med børsintroduksjonar av teleselskap i andre europeiske land. For at dette ikkje skal bli oppfatta negativt av finansmarknaden, må føremålet med det statlege eigarskapet kommuniserast klårt. Regjeringa vil leggje til grunn at den norske staten skal vere ein langsiktig investor i Telenor, og at eigarskapet blir utøvd på vanleg forretningsmessig måte i samsvar med dette. Kapitalavkastningskravet bør liggje på samme nivå som for samanliknbare europeiske teleselskap. Kapitalstrukturen og utbyttepolitikken skal fremje verdiskapinga, jf. kap. 7.3.

Ei endring av eigarforma til Telenor vil føre til at særreglane for statsaksjeselskap i aksjelovgjevinga ikkje lenger vil gjelde. Særleg er det grunn til å merke seg at styret i vanlege aksjeselskap over ein viss storleik blir valde av bedriftsforsamlinga, og at generalforsamlinga ikkje kan vedta eit høgare utbytte enn det styret foreslår eller godtek. Innafor ramma av styret sitt forslag har dessutan bedriftsforsamlinga rett til å fastsetje den høgaste sum som kan bli utdelt som utbytte.

Når det gjeld aksjonærrettar basert på ulike eigardelar, er differensieringa særleg viktig for eigarstyringa ved overgangar mellom eigardelar på 2/3, 1/2 og 1/3.

Kjem eigardelen under to tredjedelar, kan ikkje lenger eigar suverent endre selskapet sine vedtekter. Men dette inneber på si side at eigar kan hindre vedtektsendringar så lenge eigardelen blir halden over ein tredjedel. Ved ein eigardel på over ein halvdel har eigar rett til å avgjere dei aller fleste viktige selskapssaker, med unntak av endringar i selskapet sine vedtekter.

Sjølv om staten etter ei delprivatisering og børsnotering opprettheld ein aksjemajoritet i selskapet, vil dei rettslege rammevilkåra for eigarstyringa bli noko endra slik at det blir større distanse mellom staten og selskapet. Dette vil influere på måten det statlege eigarskapet blir utøvd på, jf. m.a. verdipapirlovgevinga og børsreglane.

Ei endring av eigarforma til Telenor kan føre til at lokaliseringsmessige omsyn får mindre fokus. Departementet vil elles peike på at Telenor sin lokaliseringsstrategi for den norske marknaden, etter omdanninga til aksjeselskap, har vore basert på selskapet sine egne forretningsmessige vurderingar. At Telenor har oppretthalde eit nokså desentralisert lokaliseringsmønster har m.a. samanheng med at arbeidskrafta i distrikta ofte er meir stabil og at landsdekkjande nærvere skaper generell «goodwill» for selskapet.

I ein situasjon med delt eigarskap blir valet av personar til styreverva endå viktigare enn i dag. Som eineaksjonær kan staten direkte ta vare på staten sine

eigarinteresser, medrekna dei samfunnsmessige omsyn. I eit børsnotert selskap skal heile marknaden ha lik kjennskap til kursrelevant informasjon samtidig. Dette inneber at aksjonærane ikkje kan komme effektivt i inngrep med ein god del saker, fordi dei ikkje vil kjenne til realiteten i dei på eit tidleg nok tidspunkt. Styring må såleis først og fremst skje gjennom val av kompetente styremedlemer.

Det blir elles vist til St.meld. nr. 18 (1998-99) Bedrifter hvor staten v/ Nærings- og handelsdepartementet har eierinteresser, St.prp. nr. 33 (1993-94) Kapitalutvidelse i Norsk Hydro a.s og St.prp. nr 81 (1998-99) Kapitalutvidelse i Norsk Hydro ASA som ledd i et tilbud om å overta Saga Petroleum ASA.

3.3 Forretningsstrategi- og planar - Investerings- og finansieringsspmål

Styret i Telenor AS har foreslått at følgjande hovudpunkt blir lagt til grunn for ei børsnotering av selskapet, jf. vedlegg 1.

1. Vedtak om børsintroduksjon av Telenor bør gjerast så snart som mogeleg. Målet bør vere å gjennomføre børsintroduksjonen i 2. halvår 2000. Det er i selskapet, staten og det norske samfunn si interesse at børsintroduksjonen skjer som ein offentlig emisjon, slik at Telenor blir tilført midlane og blir i stand til å realisere sin vekststrategi.
2. Vekststrategien bør iverksetjast før børsintroduksjonen og kan finansierast gjennom auka ekstern opplåning. Omfanget må vere tilpassa investeringspotensialet. Telenor finn at 30 mrd. kr vil vere ei forsvarleg ramme.
3. Dersom det oppstår svært gode investeringsalternativ i samband med strukturforretningar, der avgjerda om eventuell deltaking må bli teke på kort varsel, eller ved andre ekstraordinære forhold, bør det bli lagt til rette for kapitalinnskott frå staten gjennom ein tilstrekkeleg rask og effektiv avgjerdsprosess.

Styret si grunngjeving for denne tilrådinga er nærare omtalt i kap. 4.

Samferdselsdepartementet har engasjert ein internasjonal investeringsbank for å få utført ei sjølvstendig vurdering av Telenor sin forretningsstrategi. Dokumentet frå investeringsbanken inneheld opplysningar som er børsensitive og blir difor ikkje lagt fram.

Banken trekkjer følgjande hovudkonklusjonar:

1. Børsintroduksjonen kan anten skje ved utferding av nye aksjar i selskapet (rein emisjon som inneber at provenyet blir tilført Telenor), ved eit sal av staten sine aksjar (dvs. provenyet blir tilført staten), eller ved ein kombinasjon. Banken ser det ikkje som føremålstenleg at denne avgjerda blir teken no, men vil ikkje tilrå ein rein emisjon sjølv om dette og etter banken si vurdering kan vere eit godt alternativ under gitte vilkår. Det klåre råd frå banken er likevel at denne avgjerda i alle fall bør bli teken nærare tidspunktet for børsintroduksjonen. Dette blir m.a. grunngitt med at selskapet sin vekststrategi bør få utvikle seg over ei viss tid, og at marknaden er i rask endring.
2. Når det gjeld tidspunktet for børsintroduksjonen, er banken samd i at denne bør skje så snart som råd er, og meiner sjølv at september 2000 kan vere eit godt alternativ.
3. Investeringsbanken meiner at selskapet bør ha ein kapitalstruktur som

ikkje skiljer seg for mykje frå samanliknbare selskap. Gitt at selskapet har gode investeringsalternativ, kan selskapet auke gjelda si utan at det slår særleg negativt ut for kredittverdet til selskapet.

4. Investeringsbanken åtvarer mot å tilføre mykje eigenkapital til selskapet, dersom det ikkje kan dokumentarast konkrete behov for slik kapital. Telenor sitt forslag gjer det nødvendig med ein grundigare gjennomgang av investeringsplanane. Det blir vist til at investorar generelt ikkje verdset store likviditetsbeholdningar i selskap («cash mountains»), fordi det då lett oppstår frykt for at selskapet si leiing ikkje har det nødvendige press på seg til å prioritere fornuftig og til å drive selskapet effektivt nok.
5. Etter investeringsbanken si oppfatning har leiinga til Telenor dokumentert at dei fullt ut har den ekspertise og kapasitet som skal til for å få til ein vellukka børsintroduksjon. Leiinga i Telenor er likevel ukjent i det internasjonale investormiljøet, og vil difor måtte leggje opp eit program for å gjere seg kjent og vise seg fram for investorar og for media, særleg internasjonalt, i forkant av børsintroduksjonen.

Ein kan ikkje no sjå Telenor sitt forslagsstrategi som ferdig framstilt. Styret har og i brev av 4. april 2000 modifisert si tilråding, jf. vedlegg 2. Styret understrekar at det viktigaste er at Telenor får høve til å gjennomføre ein klår vekststrategi, og at selskapet blir posisjonert som eit vekstselskap. Dette inneber at selskapet må ha ein sterk kapitalbase som gir grunnlag for ekspansjonsinvesteringar. Styret har elles ikkje innvendingar mot at den endelige avgjerda, om det skal vere ein rein emisjon eller ein kombinasjon av emisjon og utsal av staten sine aksjar, blir teken nærare tidspunktet for gjennomføringa av børsintroduksjonen. Styret meiner og at konklusjonen på dette punkt må sjåast i samanheng med sjølve dimensjonen på aksjesalet. Det vil virke positivt på verdien av selskapet at det over tid er konsistens i dei avgjerder som staten tek som eigar.

På dette tidspunkt finn departementet å kunne trekkje følgjande konklusjonar.

1. Børsintroduksjon av Telenor bør skje så snart som råd er.
2. Gjeldsgraden i selskapet kan aukast noko, men det er viktig å oppretthalde ein soliditet som kan sikre selskapet mot uventa tilbakeslag.
3. Under elles like vilkår, vil ein kombinasjon av emisjon/statleg sal av aksjar vere fordelaktig fordi eigar og selskap då har felles interesser og kan samarbeide effektivt, og dermed leggje til rette for at børsintroduksjonen kan bli ein suksess for alle involverte partar.

Regjeringa ber om fullmakt til å redusere staten sin eigardel ned til 51 pst. Regjeringa vil vurdere nærare om dette skal skje ved emisjon og/eller spreidingssal. Føremålet med å be om slik fullmakt no, er mellom anna ønsket om å kunne handle raskt dersom det oppstår ein situasjon der selskapet har behov for meir eigenkapital ved større oppkjøp eller strategiske eigarskapsløyser. Ein framgangsmåte med særskilt framlegg for Stortinget om fullmakt til å akseptere slike aksjeutvidingar vil kunne vere tidkrevjande, noko som kan resultere i tap av interessante forretningar. Den tradisjonelle framgangsmåten er lite tilpassa ein slik dynamisk bransje som den Telenor opererer i. Det blir såleis lagt til rette for at selskapet kan arbeide i marknaden på kommersielle vilkår og at vanleg forretningsmessig praksis blir følgd ved avgjerder om eventuelle framtidige emisjonar.

3.4 System for godtgjering for dei tilsette og leiinga i Telenor

For at Telenor skal kunne overleve som eit sjølvstendig norsk selskap, vil det vere svært viktig å rekruttere unge talent, og samtidig klare å halde på og vidareutvikle dyktige medarbeidare og leiarar. Dersom Telenor skal kunne hevde seg i konkurransen om kompetanseressursane på sine satsingsområde, må selskapet difor kunne tilby belønningssystem, som saman med dei faglege utfordringane, gjer det attraktivt og interessant å arbeide i Telenor, jf. kap. 6.2.

3.5 Småspararar

Ved dei aller fleste store privatiseringar i Europa, medrekna ved sal av aksjar i teleselskap, har det vore brukt tiltak for å stimulere småspararane si interesse for å kjøpe aksjar. Rabatt har vore det mest brukte tiltaket, men lojalitetsaksjar har og vore mykje brukt, anten åleine eller i kombinasjon med rabatt. Dessutan er det vanleg praksis å gi småspararar preferanse ved sjølve aksjetildelinga.

Regjeringa legg opp til at småspararar blir gitt preferanse ved aksjetildelinga, men at det ikkje blir gitt rabattar, jf. kap. 6.3.

3.6 Departementstilknytning for eigarskapet

M.a. for å medvirke til at marknaden har tillit til at eigar- og regulatørfunksjonane i telesektoren er organisert på ein føremålstenleg måte, legg Regjeringa opp til at forvaltninga av det statlege eigarskapet til Telenor blir overført til Nærings- og handelsdepartementet så snart børsintroduksjonen er gjennomført.

Som ledd i arbeidet med å opne telesektoren for allmenn konkurranse frå 1. januar 1998, blei Arbeids- og administrasjonsdepartementet gjort til klageorgan i konkurransesaker i telesektoren. Når eigarskapet til Telenor blir overført til eit anna departement, fell grunngevinga for denne særordninga bort. Ansvar for desse sakene vil difor bli ført tilbake til Samferdselsdepartementet frå same tidspunkt som endringa av departementstilknytning for eigarskapet blir gjennomført, jf. kap. 7.2 og kap. 9.

4 Telenor sin forretningsstrategi

Telenor baserer sin forretningsstrategi, jf. kap. 3 og vedlegg 1 og 2, på vidare vekst og verdiskaping, noko som vil føre til at den internasjonale delen av verksemda får eit større omfang. Målet med vekststrategien er å skape størst mogelege verdier for eigarane og å leggje til rette for at verksemda held fram som eit sjølvstendig selskap med basis i Noreg.

Telenor grunngir forretningsstrategien sin med følgjande hovudargument:

- Tidlegare kapitalinnskott i Telenor har gitt god avkastning til staten. Selskapet har gjennom dette vist evne til å finne fram investeringsprosjekt med god lønnsemd.
- Det er framleis gode utsikter for verdiskaping i tele- og IT-industrien, og Telenor har ein bra utgangsposisjon innanfor dei delar av industrien som har den høgaste veksten, m.a. mobil- og satellittkommunikasjon og internett.
- Dei selskap som har ein klår vekstsstrategi og dokumentert vekstevne blir vesentleg høgare verdsette på kapitalmarknaden enn selskap med mindre vekstevne. Posisjonering av Telenor som vekstselskap vil difor venteleg auke verdien av eigenkapitalen.
- Ein aksjeemisjon vil opne for at Telenor kan ta større investerings- og strukturgrep, noko som truleg vil bli reflektert i verdiutviklinga til selskapet og auke verdien av staten sine investeringar.
- Telenor har utvikla industriell kompetanse både i Noreg og internasjonalt som kan danne grunnlag for vidare satsing på lønnsame investeringsprosjekt.
- Det er viktig å trekkje til seg talent til eit norskbasert selskap som kan medvirke til at det norske kompetansemiljøet innanfor tele- og IT-bransjen kan utviklast vidare.
- Auka vekst i utlandet vil gi stordriftsfordelar; m.a. ved at ein i større grad kan dele dekninga av produktutviklingskostnader m.m. Dette vil venteleg og gi lågare prisar på tenesteleveransar i den norske marknaden.
- Det er for Telenor viktig med ein organisasjon av ein viss storleik for å vere ein attraktiv partner i internasjonale prosjekt og samarbeidsrelasjonar. Dette har og mykje å seie for val av strategiske partnerar og for makt til å påvirke innhald og retning i slike partnerskap. Telenor har potensial til å kunne utvikle sterkare partnerrelasjonar innanfor sine strategiske hovudområde.
- Liten eller ingen vekst for Telenor vil i realiteten innebære stagnasjon og marknadsmessig tilbakegang. Faren for kompetanseflukt vil auke, og selskapet vil risikere å komme i ein vond sirkel, med mindre forretningsmessig og finansiell handlefridom.

Den vekststrategien som Telenor legg opp for å møte utfordringane på ein offensiv måte bør etter styret sitt syn gjennomførast så snart som mogeleg, slik at særleg finansmarknaden får eit tidleg signal om Telenor si strategiske retning. Hovudgrunnen til dette er at det vil medvirke til å gjere selskapet meir truverdig og attraktivt i samband med den kommande børsintroduksjonen.

Styret i Telenor AS meiner at realiseringa av vekststrategien gjer det nødvendig at Telenor allereie no blir sikra større finansiell kapasitet og fleksibilitet enn det selskapet har innafor fastlagte mål for selskapssoliditet, jf. St.prp. nr. 33 (1997-98) Om kapitalutviding i Telenor AS og Innst. S. nr. 124 (1997-98). Styret ønskjer difor at soliditetsmålet på 42 pst. kan reduserast med sikte på straks å kunne iverksetje den vekststrategi selskapet legg opp til. Dette medfører auka ekstern opplåning. Etter styret si vurdering vil ein nedgang i den bokførte eigenkapitalprosenten til selskapet ikkje få negative konsekvensar for børsintroduksjonen. Tvert om ventar selskapet at dette vil resultere i høgare verdivurderingar fordi lånemidlane vil bli investerte slik at det gir selskapet ein sterkare marknadsposisjon og medvirkar til å gjere vekststrategien truverdig. Telenor vil prioritere strengt mellom dei konkrete investeringsprosjekta og vil sjå til at det blir utført risikoanalysar som sikrar at Telenor ikkje tek på seg for stor risiko sett i høve til eigenkapitalfundamentet og innteninga til selskapet. Det blir vidare lagt til grunn at konsernet si totale porteføljesamansetjing blir underkasta kontinuerleg vurdering, slik at selskapet er mest mogeleg robust mot økonomiske tilbakeslag i bransjen spesielt eller meir generelt i økonomien.

Med Telenor sitt strategiopplegg vil den bokførte eigenkapitalprosenten kunne komme ned mot om lag 25 pst. Gjelda vil likevel etter styret sitt syn vere moderat sett i høve til den sannsynlege marknadsv verdien av eigenkapitalen. Opplegget medfører elles at opplåninga eit stykke på veg vil bli refinansiert til eigenkapital ved børsintroduksjonen. Telenor legg vekt på at selskapet framleis skal ha ei god «kredittrating» og vil tilpasse opplåningsnivået for å hindre uønskt nedgradering av kredittverdet til selskapet.

Sjølv om utvida ekstern opplåning vil gi Telenor større handlefridom for å iverksetje vekststrategien, kan det likevel oppstå investeringsalternativ før børsintroduksjonen som krev ytterlegare finansiell førebuing. Telenor viser her til behovet for finansiell slagkraft til å kunne medvirke i større strukturforretningar, der kapitalbehovet vil kunne gå utover dei rammer som Telenor ser det som forsvarleg å lånefinansiere. Styret i Telenor AS foreslår difor at staten opnar for å gjennomføre kapitalinnskott på kort varsel før børsintroduksjonen, dersom eit grunngitt forslag om ei stor lønnsam investering blir lagt fram. Denne typen investeringsalternativ kjem ofte brått på og har stutte tidsfristar for sakshandsaming og vedtak. Aktørar som ønskjer å ta del i slike store forretningar må difor på førehand hente inn samtykke frå sine eigarar. I Telenor sitt tilfelle inneber dette at regjeringa må få nødvendige fullmakter frå Stortinget. Dersom Regjeringa finn å kunne akseptere selskapet si oppmoding om statleg kapitalinnskott før børsintroduksjonen, foreslår styret at det blir sett av ei ramme på opptil 30 mrd. kr. Eit slikt kapitalinnskott kan til dømes skje gjennom eit ansvarleg og konvertibelt lån frå staten, slik at staten kan velje mellom å få lånet tilbakebetalt heilt eller delvis, eller å omdanne lånet heilt eller delvis til aksjekapital.

Departementet viser til vedlagte brev av 11.2 og 4.4. 2000 frå styret i Telenor AS og til informasjonsmemorandum om Telenor (uttrykt vedlegg) som selskapet har laga saman med investeringsbankane Christiania Markets og HSBC Investment Bank plc.

5 Marknadsutviklinga på teleområdet

5.1 Marknads- og konkurransesituasjonen på den norske telemarknaden

Med heimel i telelova har Post- og teletilsynet etablert ei ordning for registrering av tilbydarar av offentlege telenett og offentlege teletenester. Pr. mars 2000 har tilsynet registrert om lag 40 tilbydarar i den norske marknaden. Dette er tilbydarar som eig og driv offentleg telenett, tilbyr offentlig telefoteneste og/eller tilbyr overføringskapasitet (leigde samband). I tillegg til desse er det nokre få konsesjonerte tilbydarar.

Stadig fleire brukarar går over frå vanleg telefontilknytning (PSTN) til tenesteintegrert digital tilknytning (ISDN). Talet på PSTN-liner blei såleis i 1999 redusert med 260.000, medan talet på ISDN-liner auka med 471.000. Dette medfører at Noreg truleg har høgast ISDN-penetrasjon i verda.

Mobilpenetrasjonen i Noreg har auka frå 47 til 61 pst. gjennom 1999.

Pr. februar 2000 hadde om lag 2,2 mill. personar tilgang til Internett anten heime eller på arbeidsplassen. Dette inneber ein internettpenetrasjon på om lag 50 pst.

Offentleg telefoteneste

Innføringa av fast forval frå 1. juni 1999 har lagt til rette for sterkare konkurranse på fasttelefoni. Dette har størst verdi for privatkundar og mindre bedrifter. Dei større bedriftene har og før dette hatt høve til å rute trafikken via alternative tilbydarar. Ved utgangen av 1999 hadde Telenor sine konkurrentar om lag 250.000 kundar med fast forval. Dette tilsvarer vel 10 pst. av det totale talet på fastnett-tilknytningar i Noreg. I tillegg bruker ein del abonnentar prefiks meir eller mindre aktivt for delar av trafikken. Telenor opplyser sjølv at trafikkminutt som går via andre operatørar utgjorde om lag 13 pst. av totale trafikkminutt ved utgangen av 1999, samanlikna med vel 3 pst. ved utgangen av 1998. Det er på samtalar til utlandet og samtalar til mobiltelefon at Telenor har lidd størst marknadstap.

Frå 1. juni 1999 blei og nummerportabilitet introdusert i fastnettet. Dette inneber at ein abonnent kan skifte aksessleverandør, men samtidig behalde telefonnumra sine. I utbreiing har førebels ikkje nummerportabilitet så stort omfang som fast forval, men det er likevel eit viktig virkemiddel for å leggje til rette for virksam konkurranse mellom alternative tilbydarar.

Frå 1. juli 1999 innførte Telenor lik pris på vanleg fasttelefoni over heile landet (Norgestakst). Samtidig blei prisane for samtrafikk, som er ein viktig innsatsfaktor i produksjon av telefoni, redusert vesentleg i 1999, først frå 1. mai med mellom 5 og 33 pst. og deretter frå 1. august med mellom 17 og 34 pst., avhengig av type samtrafikkteneste og tid på døgeret. Dette gjer at Noreg er mellom dei land i Europa som har lågast prisnivå for telefoni, både på sluttbrukar- og samtrafikksida.

På abonnementssida møter Telenor førebels liten konkurranse, men det er ikkje på dette området selskapet tener mest pengar. Sjølv om Telenor tapte ca. 10 pst. av trafikken i fjor og gjennomførte store prisreduksjonar, var og veksten i totalmarknaden høg. Det er viktig å vere klår over at for det meste av den trafikken som Telenor taper i sluttbrukarmarknaden, mottok selskapet inntekter gjennom samtrafikk som tilsvarende om lag halvparten av sluttbrukarpris, avhengig av type samtrafikkteneste.

I byrjinga av mars 2000 ga Post- og teletilsynet 2 nasjonale og 5 regionale lisensar til drift av radioaksessnett i frekvensbandet 26 GHz. I frekvensbandet 40 GHz blei det gitt 3 lisensar. I forkant av tildeling blei det vist stor interesse frå marknaden, og tilsynet mottok fleire søknader enn venta. Radioaksessnetta gir alternative tilbydarar høve til å knytte til seg egne kundar utanom Telenor sitt fastnett og vil medvirke til større konkurranse på abonnentnettsida.

I St.meld. nr. 24 (1999-2000) Om tilgang til mobilnett og om innføring av tredje generasjons system for mobilkommunikasjon, jf. Innst. S. nr. 146 (1999-2000), er det lagt opp til at Telenor blir pålagt å gi konkurrerende tilbydarar høve til å leie faste aksesslinjer frå abonnentsida av lokalsvitsjen og fram til abonnenten. Føremålet med dette er å gi andre tilbydarar høve til å bruke Telenor sitt aksessnett for å kunne tilby mellom anna breibandstenester til egne kundar. Konkurrentane vil på denne måten kunne ta over heile kundeforholdet utan å måtte byggje eget tilknytningsnett. Telenor har nyleg lansert eit slikt produkt under namnet «Operatøraksess».

Ved årsskiftet var det totalt 2.744.793 mobilabonnement. Dermed overgår for første gong talet på mobilabonnement talet på vanlege telefonabonnement (PSTN) i Noreg, noko som inneber at mobilmarknaden blir stadig viktigare både for kundane og leverandørar av utstyr og tenester. Dette er og bakgrunnen for at fleire aktørar søker alternative måtar å tilby mobiltenester på.

I St.meld. nr. 24 (1999-2000) Om tilgang til mobilnett og om innføring av tredje generasjons system for mobilkommunikasjon er det ikkje lagt opp til å påleggje mobiloperatørar med eget nett å gi tilgang til såkalla virtuelle mobiloperatørar.

Internett

Konkurransen i internettmarknaden er sterk. På oppringt aksess hadde operatørane tidlegare store abonnementsinntekter, men desse har langt på veg falle bort etter introduksjonen av ulike former for gratisabonnement. Telenor er marknadsleiar og hadde ved utgangen av 1999 om lag 400.000 internettkundar. Tele2 har og ein sterk marknadsposisjon på internettområdet, og Enitel har gjennom oppkjøpet av Telia Norge ein stor kundebase av internettbrukarar. Forutan desse selskapa er det fleire aktørar som tilbyr ulike internetttenester spesielt retta mot bedriftsmarknaden.

Overføringskapasitet

Etter oppkjøpet av Telia Norge si verksemd kan ein sjå Enitel som ein av dei største utfordrarane til Telenor på telemarknaden i Noreg. Frå å vere eit reint teletransportselskap har Enitel gått over til å satse sterkare på eit vidare tenes-

tespekter innan telefoni, Internett og datakommunikasjon til sluttbrukarane. Sidan 1998 har selskapet satsa på utbyggjing av eget telenett som innan 2001, etter planen, vil strekkje seg ut ca. 6.500 km og ha ca. 1.700 aksesspunkt til sluttkundar. Nettet vil knytte saman 60 byar og tettstadar.

Andre utfordrarar innan transportnett er Bane Tele (Jernbaneverket), Eltele og UPC Norge.

5.2 Strukturendringar på den internasjonale marknaden

Utviklinga på tele- og IT-området skaper store strategiske utfordringar.

Internasjonalt skjer det omfattande foretaksstrategisk posisjonering og restrukturering på dette området. I tillegg skjer det kraftig trafikkvekst og prisfall, sterk globalisering, og stadig fleire av aktivitetane i samfunnet og folk sitt privatliv kjem i kontakt med denne informasjons- og kommunikasjonsteknologien (IKT). Teleselskapa er etter dette ikkje lenger aktørar i stabile handlingsmiljø som har utbyggjing av samfunnet sin basisinfrastruktur i tradisjonell forstand, som sitt einaste forretningsgrunnlag.

Bakgrunnen for dette er at den teknologiske utviklinga, med framveksten av digitalteknikken som felles basis for kommunikasjon og datahandsaming, har ført til at tradisjonelt skilte teknologiar, marknader og forretningsroller for respektivt telekommunikasjon, elektronisk datahandsaming og -innhaldsformidling, smeltar saman (konvergens). Resultatet er at grensene mellom tradisjonelle teletenester, IT- og medietenester blir brotne ned, og det blir skapt grunnlag for samarbeid og konkurranse mellom aktørar og bransjar som før levde side om side. Typiske resultat av denne utviklinga er nye «multimedia»-produkt som kombinerer lyd, tekst, bilete og databaseinformasjon.

Digitaliseringa har og ført til ei slik teknologisk samansmelting internt i telesektoren, t.d. ved etablering av tenesteintegreerte nett (som ISDN) og ved utvikling av ein felles teknologisk plattform for produksjon av tenester gjennom mobil- og fastnett.

Gjennombrøtet for Internett har vore ei sterk drivkraft i denne konvergensprosessen. Tekniske karakteristika ved Internett opnar for framvekst av mange nye og meir spesialiserte produkt for næringsliv, forvaltning og privatpersonar. Internett er ikkje ein eigen fysisk infrastruktur, men eit tenestenett (ein informasjonsinfrastruktur) som baserer seg på dei fysiske telenetta. Internett tek likevel etter kvart opp i seg karakteristika ved telenetta som ein påliteleg og trygg måte å kommunisere på. Samtidig skyv Internett gradvis store delar av teletenestene ut av telenetta sine tradisjonelle styrings- og produksjonssystem og over til andre dataprogrambaserte styringssystem som PC-nettverk og mobiltelefonssystem. På denne måten blir utviklinga mot IKT som ein gjennomgåande og grunnleggjande infrastruktur i samfunnet forsterka. Dette skaper i sin tur sterk etterspørselsvekst etter datakapasitet i telenetta.

I dei siste åra har fokus vore retta mot korleis dei tidlegare monopolbaserte teleaktørane møter ein marknad med konkurransevante aktørar frå IT-industrien og medieindustrien. Samansmeltinga av telekommunikasjon og Internett fører til at konkurransen blir sterkare. Samtidig vil vi venteleg sjå langt meir gjennomgripande verknader på bransjen sett undet eitt og på den rolla IKT vil spele i kvardagen. Forbruksveksten av IKT-baserte produkt og

tenester vil i sin tur medføre sterkt aukande konkurranse om dei grunnleggende innsatsfaktorane kunnskap, kompetanse og kapital.

Konvergensutviklinga er blitt stimulert m.a. gjennom WTO sitt initiativ for liberalisering av telekommunikasjonane, EU sitt initiativ for fremje av «Informasjonssamfunnet», USA sitt initiativ for fremje av ein «Global Informasjonsinfrastruktur» og ei rekkje andre nasjonale initiativ for utvikling av «elektroniske motorvegar», m.a. i Noreg.

5.3 Fusjons- og oppkjøpsaktivitet

Det har i noko tid blitt danna regionale og globale alliansar mellom tradisjonelle teleoperatørar, og selskap er blitt fusjonerte eller kjøpte opp. Allianseperioden ser no i hovudsak ut til å vere over. Utviklinga er inne i ein fase med meir konsolidering til færre globale og regionale aktørar innen transport av datatrafikk. Gjennom den internasjonale restruktureringa blir særleg dei store «teletrafikkselskapa» større. Amerikanske teleselskap t.d. har gjort ei rekkje store oppkjøp, og bransjestrukturen er blitt vesentleg endra. I Europa kjøper og amerikanske selskap seg inn i strategiske eigarposisjonar i dei store nasjonale teleselskapa (t.d. Ameritech i TeleDanmark), og i andre «modne» selskap (t.d. Netcom). Innafor mobilområdet skjer det og ei utstrakt konsolidering gjennom fusjonar og oppkjøp, der målet ofte er å skape pan-europeiske aktørar. Det største oppkjøpet så langt er Vodaphone/Airtouch si overtaking av Mannesmann sitt mobilselskap.

Det veks og fram eit mangfald tenestetilbydarar som er uavhengige av teleoperatørane. Medan denne marknaden for nokre år sidan var konsentrert om nasjonale teletorg-type tenester basert på tradisjonell teleteknologi, er den no i stor grad blitt global som følgje av utvikling og kommersialisering av mange slags tenester som baserer seg på IKT, særleg mobiltelefoni og Internett. Mange av dei nye Internettselskapa har no so høge marknadsverdiar og så store eigarar at dei og er blitt strategiske aktørar innan IKT-bransjen. Dei har t.d. byrja å kjøpe opp tradisjonelle tele- og IT-selskap. American Online sitt kjøp av Time Warner (medieselskap) er eit slikt døme, der eit Internettselskap kjøper seg «medie-innhald» og medieprodusentar, tele-infrastruktur og kabel-TV-nett. Tilsvarende har databrikkeprodusenten Intel, gjennom det lille Internettfirmaet Pacific Century CyberWorks Ltd, teke over eit av dei mest vellykka teleselskap i verda, Cable & Wireless Hong Kong Telecom Ltd. Tele- og internettselskap er såleis både aktuelle som oppkjøparar, fusjonspartnarar og oppkjøpskandidatar. Partnerar og konkurrentar vil kunne vere så vel mediaselskap og IT-selskap som andre aktørar som leverer, eller vil utvikle, IKT-baserte produkt.

Sjølv om konkurransen aukar, opplever dei tradisjonelle teleselskapa ein sterk vekst i trafikkvolumet. Trafikkveksten kompenserer i mange tilfelle det relative marknadstapet og prisreduksjonane. Dette gjer det på si side vanskelegare å få auge på dei store endringane som skjer i bransjen. Trafikkveksten, som globalt i snitt ligg i området 5-20 pst. pr. år, blir særleg driven fram av større utbreiing av mobilkommunikasjon. Internett-trafikk, og dermed krav til kapasitet m.m., har i det siste dobla seg kvar annan månad, men står likevel enno for ein liten del av den globale teletrafikken. Veksten på desse områda overgår sjølv dei høgaste overslaga som blei gjort for kort tid sidan.

Den høge veksten, saman med oppkjøps- og fusjonsaktiviteten, medvirkar sterkt til at telekommunikasjonsselskap har auka svært mykje i verdi og særleg gjennom dei to siste åra, og står saman med datateknologiselskap no for ein meget stor del av børsverdiane i verda.

5.4 Statleg eigarskap i teleselskap i Europa

Internasjonalt er dei aller fleste nasjonale teleselskap delprivatisert, jf. tabell 5.1 for ei oversikt over status innan EØS-området og nokre andre europeiske land.

Tabell 5.1: Statleg eigarskap i teleselskap i Europa

Land	Bedrift	Startår for delprivatisering	Statlig eigarskap pr. februar 2000
Belgia	Belgacom	1995	50 % + 1 aksje
Danmark	TeleDanmark	1994	0,0 %
Finland	Sonera	1998	59,8 %
Frankrike	France Telecom	1997	63,6 %
Hellas	OTE	1996	51,0 %
Nederland	KPN	1994	43,58 %
Irland	Eircom	1996	1,5 %
Island	Island Telecom		100 %
Italia	Telecom Italia	1997	3,6 %
Luxembourg	PT Luxembourg		100 %
Noreg	Telenor		100 %
Polen	Telekomunikacja Polska (TPSA)	1998	85,0 %
Portugal	Portugal Telecom	1995	10,5 %
Russland	OAO Svyazinvest	1997	75,0 %
Spania	Telefonica	1987	«gylden aksje»*
Storbritannia	BT	1984	0,5 %
Sveits	Swisscom	1998	65,5 %
Sverige	Telia		100 %
Tsjekkia	SPT Telecom	1995	51,0 %
Tyskland	Deutsche Telecom	1996	65,2 %
Ungarn	MATAV	1993	57,5 %
Østerrike	Telekom Austria	1998	75,0 %

* Ein aksjevariant som blir utstedt av selskapet og som i dette tilfelle blir eigd av staten.

Kilde: Kjelde: Cullen International, februar 2000

6 Om børsintroduksjon

6.1 Børsnotering av Telenor

Staten vil som aksjonær i Telenor framleis konsentrere seg om spørsmål knytt til kapitalstruktur, lønnsemd og utbyttepolitikk, med vekt på langsiktig lønnsam forretningsutvikling og verdiskaping for aksjonærane.

Den disiplinerande funksjonen til finansmarknaden, som m.a. skjer gjennom kontinuerleg vurdering av verdiutviklinga, legg til rette for at forretningsmessige disposisjonar blir gjennomførte etter bedriftsøkonomiske prinsipp. Dette er i samsvar med Telenor sitt overorda mål om å skape størst mogelege verdier for eigar. Kravet om at selskapet blir drive etter bedriftsøkonomiske prinsipp er spesielt viktig i ein situasjon med nedbygging av faktiske og regulatoriske konkurransebarrierar, både i heimemarknaden og internasjonalt.

Likviditet i sekundæromsetninga av aksjar og kontinuerleg verdifastsetjing legg til rette for bruk av aksjar som oppgjersform/kjelde for ny eigenkapital. Selskap som er i ein vekstfase kan ofte ha fordel av å bruke aksjar som oppgjersform ved oppkjøp av mindre verksemdar og i fusjonar og andre former for selskapssammenslåingar.

Samtidig som forholda er lagt til rette for tilførsel av eigenkapital vil marknaden fungere som eit eksternt «kontrollorgan» gjennom at aktørane i marknaden, i tillegg til administrasjonen og styret, får høve til å vurdere strategien og resultatutviklinga til selskapet.

Sidan British Telecom blei delprivatisert i 1984 har dei fleste europeiske land delprivatisert og børsnotert sine statlege telekommunikasjonsselskap, jf. tabell 5.1. Eigarforma vil truleg bli viktigare for utviklinga av samarbeidsrelasjonane i åra som kjem. For Telenor vil statsaksjeselskapsforma kunne medføre ulemper i denne marknaden, der det stadig skjer industrielle restruktureringar.

Som nemnt kan ein ikkje måle verdiskaping og avkastning berre gjennom rekneskapsresultata. Rekneskapsstala må supplerast med verdiestimat for å kunne gi eit tilnærma riktig bilete av dei reelle verdier som blir skapte. Slike verdiestimat gir likevel ikkje den same realisme sett over tid som den kontinuerlege verdivurderinga som skjer for børsnoterte selskap. Telenor har difor ei krevjande formidlingsoppgåve både i høve til eigar, långjevarar, kredittbyrå, partnarar og media/publikum når dei økonomiske resultata blir presenterte og evaluerte.

Det har vore eit problem at avgjerder om utbytte frå selskapet ikkje konsekvent har blitt sett i samband med verdiskapinga til selskapet, mellom anna sett i høve til behovet for å halde kapital tilbake for å kunne investere i prosjekt med høgare venta avkastning enn ved alternative plasseringar.

Bruk av eigenkapitalinstrument, m.a. oppgjjer i form av aksjar, er vanleg i samband med fusjonar, oppkjøp, restruktureringar m.m. Telenor har i dag ikkje høve til å tilby slike løysingar og vil difor ha ei ulempe i forhold til konkurrentar som kan freiste med alternative oppgjersformer til kontante pengar.

Særleg ved store transaksjonar vil aksjeteikning ofte kunne vere ein førestnad for å kunne gjennomføre ein fornuftig handel.

Telenors internasjonale satsing har i hovudsak vore basert på «joint ventures» med ulike samarbeidspartnarar. Ei vidareutvikling av modellen med prosjektsamarbeid vil kunne krevje eit meir forpliktande industrielt samspel mellom partane for å oppnå større økonomiske vinstar. Her vil og spørsmålet om strategisk eigarskap og kryss eigarskap kunne bli aktualisert for å sikre eit langsiktig og stabilt samarbeid.

Ei endring av eigarforma til Telenor vil skape større avklaring rundt staten si eigarolle. Dette vil vere ein fordel for selskapet som i dag på tilsvarande vis som eigaren risikerer å bli skulda for å blande saman roller.

Ei delprivatisering av Telenor vil gi selskapet større forretningsmessig handlefridom og vil dermed vere fordelaktig for selskapet. Telenor vil på denne måten kunne konkurrere på like vilkår med andre børsnoterte selskap.

Telenor har operert som aksjeselskap i fleire år. Aksjesalet stiller likevel Telenor overfor nye utfordringar. Som børsnotert selskap må Telenor m.a. ha rutinar for informasjon som sikrar at heile marknaden har lik kjennskap til kurssensitiv informasjon. Telenor må og ha rutinar for å informere marknaden i Noreg og internasjonalt. Dette er forhold og utfordringar selskapet tidlegare ikkje har hatt like stor grunn til å leggje vekt på. Omsynet til profesjonell eigarskapsmessig handtering og streng konfidensialitet vil sjølvsagt og gjelde for staten som eigar i framtida.

6.2 Belønningsordningar for dei tilsette og leiinga i Telenor

For Telenor si evne til å overleve på lang sikt som eit norskbasert selskap, vil det vere svært viktig med ei framgangsrik rekruttering av unge talent, samtidig som ein klarer å halde på og vidareutvikle dyktige medarbeidarar og leiarar. Dersom Telenor skal kunne hevde seg i konkurransen om kompetanse-ressursane på sine satsingsområde, må selskapet kunne tilby belønningssystem, som saman med dei faglege utfordringane, gjer det attraktivt og interessant å arbeide i Telenor.

Departmentet viser til vedlagte skriv av 4.4. 2000 frå styret i Telenor AS. Vedlegg til brevet blir oversendt som uttrykt vedlegg. Regjeringa legg til grunn at dei belønningsordningane som blir utforma held seg godt innafor det som er vanleg praksis i norske børsnoterte selskap. Det skal ikkje nyttast opsjonar i samband med børsintroduksjonen.

6.3 Evt. bruk av økonomiske stimuleringstiltak i samband med aksjesalet

I samband med handsaminga av St.prp. nr. 58 (1998-99) Om sammenslåing av Telenor AS og Telia AB ba Stortinget regjeringa vurdere virkemiddel for å stimulere nordmenn til å kjøpe aksjar i det nye selskapet. Stortinget såg dette behovet i samanheng med at norske private aksjonærar ville bli ilagt dobbelt-beskatning for utbytte frå eller vinstar ved sal av aksjar i dette selskapet som ville ha hovudkontoret sitt i Sverige. Saka blei lagt fram for Stortinget i St.prp. nr. 1 Tillegg nr. 2 (1999-2000). Regjeringa finn no at spørsmålet bør vurderast på nytt.

6.3.1 Grunngeving for bruk av økonomiske stimuleringsiltak overfor småspararar

Utgangspunktet for ei vurdering av bruk av stimulansar ved sal av aksjar til småspararar er eit ønske om å oppnå ei brei aksjonærdeltaking i selskapet.

Den norske kapitalmarknaden er relativt liten samanlikna med andre land. Den totale marknadsverdien av selskapa notert på Oslo Børs var om lag 629 mrd. kr. ved utgangen av februar 2000. Av dette eigde utanlandske investorar 31,9 pst., det offentlege 16,7 pst. (stats- og trygdeforvaltninga, kommunale og statlege foretak osv.) og norske private investorar 51,0 pst. Det norske private eigarskapet fordelte seg med 8,4 pst. på privatpersonar, 22,3 pst. på ikkje-offentlege aksjeselskap og 20,3 pst. på institusjonar. Om lag 350.000 privatpersonar er registrerte som aksjeeigarar i Verdipapirsentralen (VPS), dvs. ca. 11 pst. av den vaksne befolkninga. I Sverige er det tilsvarende talet over 50 pst., i Danmark 33 pst., i Finland 19 pst., i Storbritannia 25 pst. og i USA 36 pst. Inntrykket av at småspararsegmentet av den norske verdipapirmarknaden er lite utvikla, blir ikkje endra om ein og tek omsyn til fondssparing.

I nedsalet av aksjar i Kreditkassen i 1999 var det ca. 17 000 som teikna seg utanom institusjonane. I aksjenedsala i DnB og Sparebanken NOR i 1996 var det respektivt 8 300 og 5 700 småspararar som teikna seg. Det har ikkje vore brukt økonomiske stimulansar for å auke kjøpsinteressa frå småspararar i nokon av bankprivatiseringane.

I dei ulike nasjonale marknaden utgjer ofte småspararane ein vesentleg del av marknaden, og etterspørselen frå småspararsegmentet kan vere påverka av andre forhold enn etterspørselen frå institusjonane. Den private nasjonale marknaden kan slik sett fungere som eit tryggjingsnett dersom den institusjonelle etterspørselen skulle bli svakare enn føresett. Fordi småspararsegmentet av den norske marknaden er lite, er det grunn til å tru at dette i mindre grad kan fylle ein slik funksjon i Noreg.

Ønskemålet om å oppnå eit langsiktig, nasjonalt forankra eigarskap blir som regel grunnlagt ut frå samfunnspolitiske synspunkt. For selskapa som blir privatiserte blir det likevel og ofte vurdert som positivt å få ein brei eigarbasis hos småspararar/privatpersonar i heimemarknaden, noko som m.a. kan medvirke til nasjonal forankring og identitet. Dette kan ha samband med marknadsmessige forhold som kundeloyalitet og marknadsposisjon. På ei anna side vil det å ha mange småaksjonærar vere kostnadskreivjande (registrering i VPS, trykking og distribusjon av årsrapport etc.).

Ved gjennomføringa av ein børsintroduksjon vil det vere viktig å vurdere i kva monn ein kan rekne med tilbakeflyt av aksjar («flowback»), dvs. at mange av kjøparane sel seg ut for å få ein rask vinst rett etter at aksjane er tildelt. Dette vil naturleg nok avhenge av kursutviklinga. Noko omfang av «flowback» vil vere naturleg, spesielt frå dei institusjonelle investorane si side. Stimulansar til småspararane kan ein derimot utforme slik at dei ikkje kan selje før etter ei viss tid utan å miste fordelane. Dette er gjort i stor utstrekning i mange land, noko som i tillegg til å redusere «flowback», og kan medvirke til å gi selskapet større stabilitet på eigarsida i bindingstida.

I mange land inngår ofte målsettingar om å utvikle dei nasjonale aksjemarknadene som ein viktig del av grunngevinga for bruk av økonomiske stimulansar. Dette kan dels vere ideologisk fundert, men det kan og vere at ein

ser behov for ein betre fungerande aksjemarknad, m.a. fordi ein har planar om fleire privatiseringar. Dette har til dømes vore ein del av grunngevinga for bruk av rabattar i land som Tyskland, Frankrike og Italia.

6.3.2 Alternative former for stimulansar for småspararar

Preferanse ved tildeling

Det er vanleg praksis ved privatiseringar å gi småspararar ei relativt sett betre tildeling enn institusjonelle aksjeteiknarar. Typisk vil dei som teiknar éin børs-post (aksjar for ca. 10.000 kr) bli tildelt éin børs-post, dvs. tildelingsprosent 100.

Preferanse ved tildeling vil ikkje påføre kostnader verken ved gjennomføringa eller ved seinare administrasjon. Det er og vanskeleg å sjå at salsprøvet nyet skulle bli redusert som følgje av ei slik ordning.

Rabatt på kjøpskurs

Rabatten kan vere utforma som ein absolutt prisreduksjon, dvs. eit avslag på x kroner, eller x pst. i forhold til den pris dei institusjonelle investorane betaler. Det er mest vanleg å gi rabatten som ein fast kronesum.

Den viktigaste grunnen for bruk av rabatt er den venta effekten på etter-spørselen. Både talet på teiknarar og gjennomsnittleg teikningssum vil venteleg auke. Det er ei enkel ordning både å kommunisere og forstå. Det er vanskeleg å sjå at det skulle oppstå administrative meirkostnader.

For å sikre ein viss stabilitet bør likevel ei evt. rabattordning supplerast med reglar om bindingstid. Dette vil medføre administrative kostnader fordi ein då må kontrollere at bindingstida blir halden. Med VPS bør likevel dette kunne bli gjort maskinelt slik at meirkostnadene blir små.

Den viktigaste innvendinga mot bruk av rabatt er reduksjon av salsprøvet frå småspararsegmentet.

Bonusaksjar (lojalitetsaksjar)

Ei ordning med bonusaksjar inneber at den enkelte investor blir tildelt ytterlegare aksjar etter ei gitt tid, t.d. at det etter 1-2 år blir tildelt ein tilleggsaksje for kvar tjuande aksje investoren opprinneleg kjøpte. Talet på tilleggsaksjar kan avgrensast slik at det berre er småspararar som vil nyte godt av ordninga. Ein kan alternativt tenke seg at tilleggsaksjane blir kjøpte til redusert pris. Tankegangen her er likevel ikkje påverka av om tilleggsaksjane blir overtekne gratis eller blir kjøpte til låg pris.

Den viktigaste grunnen for å bruke bonusaksjar er den venta effekten på etterspørselen. Både talet på teiknarar og gjennomsnittleg teikningssum vil venteleg auke. Dessutan vil ein sikre ein viss stabilitet på eigarsida. Det er ei relativt enkel ordning både å kommunisere og forstå. Ordninga krev likevel noko administrativt oppfølgjingsarbeid fordi ein må kontrollere at dei som gjer krav på bonusaksjar, faktisk har eigd aksjane i den aktuelle perioden. Det administrative arbeidet bør likevel kunne gjerast maskinelt i VPS.

Den viktigste innvendinga vil vere at staten taper framtidige salsinntekter ved å måtte gi bonus, evt. selje til redusert pris.

Betaling i avdrag (kreditt)

Dette inneber at investoren ikkje treng å betale heile kjøpesummen med ein gong, men i avdrag med inga eller låg rente. Viktige aksjonærrettar, som rett til utbytte og stemmerett, kan investoren få før aksjane er fullt betalt, men ikkje retten til å selje aksjane.

Den viktigaste grunnen for bruk av denne typen stimulanse er og effekten på etterspørselen. Kor stor effekten blir, vil avhenge av kor stort det implisitte rabattelementet blir oppfatta å vere. Ordninga medfører eit administrativt oppfølgjingsarbeid for å kontrollere avdragsbetalingane.

Det kan rettast fleire innvendingar mot ei slik ordning. Ei viktig innvending vil vere tap av salsproveny dersom renta er lågare enn marknadsrente. Det vil og vere eit kredittrisikoelement knytt til betalingsevnen til investorane, sjølv om aksjane vil kunne ligge der som pant.

Kunderabatt

Som eit alternativ til rabatt på aksjekursen kan ein gi aksjonærar som har eit kundeforhold til selskapet eit avslag på rekningar ein periode etter aksjekjøpet.

Dette vil venteleg auke teikningsinteressa, men kor mykje vil avhenge av kor stort det økonomiske elementet er. Ved å gjere rabatten avhengig av at ein eig aksjane, til dømes ved at rabatten blir gitt i ratar på rekningane over to år, kan ei slik ordning og medvirke til ein viss stabilitet i eigarskapet.

Ordninga vil krevje ein del administrasjon, òg fordi selskapet må vere involvert i gjennomføringa.

Utbyttepreferanse

Dette er ei ordning som inneber at småaksjonærane har større garanti for å få utbetalt utbytte frå selskapet enn dei andre aksjonærane. Dette vil krevje at det blir oppretta to aksjeklassar, noko som truleg ikkje er føremålstenleg å gjere i samband med denne transaksjonen.

Kursgaranti

Ein kursgaranti kan bli utforma på fleire måtar. Til dømes kan den norske staten garantere at alle småspararar kan få selt sine aksjar 12 månedar etter bør-sintroduksjonen for teikningskurs.

Dette vil vere ein stimulanse som er relativt enkelt å forstå, og som vil kunne ha positiv innverknad på kjøpsinteressa frå ein god del småinvestorar som ofte er skeptiske til aksjar pga. av risikoen. Ein kursgaranti vil dessutan gjere det meir nøytralt å oppmode småspararar til å kjøpe aksjar utanom aksjefond.

Det vil vere administrative kostnader knytt til ei slik ordning, men ved hjelp av VPS bør kostnadene bli relativt små.

Ei viktig innvending mot ordninga er at den norske staten tek på seg ein vesentleg risiko. Avhengig av kursutviklinga kan ein kursgaranti medføre store utbetalningar for staten. Staten kan rett nok kjøpe seg fri frå risikoen ved å kjøpe salsopsjonar i marknaden som svarer til den kursgaranti som er gitt. Dette inneber i prinsippet at ein teiknar ei forsikring som vil dekkje utbetalin-

gane dersom aksjekursen fell. Ordninga vil medføre ein reduksjon i salsprove-nyet tilsvarande denne «forsikringspremien». For at ein kursgaranti skal medvirke til ein vesentleg reduksjon i den subjektive risikoen, må den gjelde for ein lengre periode. Dette kan medføre at «forsikringspremien» for staten vil bli uforholdsmessig høg.

6.3.3 Bruk av økonomiske stimuleringstiltak i samband med tidlegare privatiseringar i Noreg og andre land

Norske privatiseringar har først og fremst omfatta statlege nedsal i bankane (93-99), og børsintroduksjonen av Raufoss (90) og Kongsberg Gruppen (93). Det er ikkje blitt brukt stimulansar i nokon av dei norske privatiseringane, når ein ser bort frå ein viss preferanse for småspararar ved tildeling. Ved det siste nedsalet av aksjar i Kreditkassen våren 1999 var det ei målsetting om å vekke interesse frå småsparar-/privatmarknaden i Noreg. For å få til dette blei det lagt opp ein målretta kommunikasjonskampanje og brukt om lag 15 mill. kr i marknadsføring. Resultatet blei at ca. 17 000 personar teikna seg utanom institusjonane.

Sverige

Det følgjande er basert på opplysningar om fem statlege nedsal av aksjar. I perioden 1993-1995 (Celsius, Pharmacia, AssiDoman, Nordbanken) betalte småspararane 5,7-9,1 pst. mindre pr. aksje enn dei institusjonelle investorane. For dei nemnde privatiseringane utgjorde småsparartransjen respektivt 33 pst., 56 pst., 70 pst. og 25 pst. av det samla nedsalet. I 1997 blei det gjennomført eit ytterlegare nedsal av staten sine aksjar i Nordbanken, der det ikkje blei gitt stimulansar til småspararar. I denne transaksjonen utgjorde småsparartransjen 9 pst. Ved den planlagte børsnoteringa av Telia i juni 2000 vil det heller ikkje bli gitt rabatt eller liknande til småspararane.

Danmark

Det følgjande er basert på opplysningar om tre danske privatiseringar. Det blei ikkje brukt stimulansar verken ved børsintroduksjonen av TeleDanmark i 1994 eller Copenhagen Airports i 1994. Småsparartransjen av desse transaksjonane utgjorde respektivt 18 pst. og 20 pst. Ved nedsalet av Copenhagen Airports i 1996 blei det ikkje utforma noko tilbod spesielt retta mot småspararar.

Finland

Det følgjande er basert på opplysningar om tretten finske privatiseringar. Før 1995 blei det ikkje brukt stimulansar. I desse transaksjonane viste småspararar nesten inga kjøpsinteresse. Ved børsintroduksjonen av Neste i 1995 blei det gitt bonusaksjar (1:10) med ei bindingstid på eitt år. I denne transaksjonen utgjorde småsparartransjen 35 pst. Ein slik modell er blitt vidareført i seinare privatiseringar/ nedsal, såleis og ved børsintroduksjonen av Sonera i 1998, der småsparartransjen utgjorde 28 pst.

Storbritannia

Storbritannia har ei lang historisk erfaring med privatiseringar og bruk av stimulansar. Det følgjande er basert på opplysningar om sytten transaksjonar. I det første British Telecom (BT) -nedsalet i 1984 kunne investorane velje mellom bonusaksjar (1:10) og rabatt på telefonrekningane (rabattkupongar-«vouchers»). Ved dei etterfølgjande privatiseringane fram til byrjinga av 1990-talet blei det vanleg med betaling i avdrag. Dette var t.d. tilfelle for det andre nedsalet i BT i 1991. Ved det neste nedsalet i BT i 1993 blei det gitt rabatt, som deretter har vore den mest brukte modellen ved dei seinare privatiseringane. Småsparartransjen var oppe i 86 pst. i det første nedsalet i BT. I dei nedsal som er gjennomførte i dei seinare åra har prosenten ligge rundt 50.

Tyskland

Tyskland har ei kortare historie når det gjeld privatiseringar. Ved børsintroduksjonen av Deutsche Telecom i 1996, som var den første store privatiseringa, blei det lagt vesentleg vekt på å utvikle ein eigenkapitalkultur mellom småspararar i Tyskland. Det blei utført eit stort marknadsføringsarbeid, og det blei gitt rabatt og bonusaksjar. Småsparartransjen utgjorde 67 pst. Ved nedsalet i Deutsche Telecom i juni 1999 blei det og gitt rabatt og bonusaksjar. Småspararane kjøpte den gongen 62 pst. av aksjane. Ved det tredje nedsalet i Deutsche Telecom i mai/juni 2000 blir det gitt ein kombinasjon av rabattar og bonus til småinvestorar. Desse aksjane blir marknadsførte i mange land, mellom dei Noreg.

6.3.4 Bruk av stimulansar sett i høve til EØS-reglane

Det er særleg to regelsett i EØS-retten som kan medføre hindringar for kva slags stimulansar som kan bli gitt til norske småspararar. Dette gjeld for det første forbodet mot diskriminering på bakgrunn av nasjonalitet eller kvar ein høyrer heime. For det andre gjeld det forbodet mot å hindre fri flyt av kapital innan EØS-området.

Det vil vere høve til å gi rabatt til småspararar ved utsalg av aksjane frå den norske staten. Stimulansane må likevel ikkje diskriminere mellom småspararar på bakgrunn av nasjonalitet eller bustad. Det er såleis ikkje høve til å reservere rett til kjøp av aksjar til norske statsborgarar eller personar busette i Noreg.

6.3.5 Oppsummering og vurdering

Ved dei aller fleste store statlege aksjesal, òg i andre land enn dei som er nemnt ovanfor, har det vore brukt tiltak for å stimulere småspararane si interesse for å kjøpe aksjar. Rabatt er det mest brukte tiltaket, men lojalitetsaksjar er og mykje brukte, anten åleine eller i kombinasjon med rabatt. Det har rett nok ikkje blitt brukt slike stimulansar i samband med privatiseringar i Danmark. Det blir heller ikkje brukt slike stimulansar ved børsnoteringa av Telia.

Gjennomgåande har det vore stor interesse frå småspararar når det gjeld «telekomaksjar» i dei ulike privatiseringane. Småspararane har i gjennomsnitt kjøpt om lag halvparten av aksjane i dei respektive transaksjonane.

Der er vanskeleg å seie korleis bruken av ulike former for stimulansar vil virke inn på dei nettoinntektene staten får frå salet av aksjar. Ved det planlagte

salet av aksjar i Telenor må ein rekne med at tyngda av teikningane vil komme frå institusjonelle investorar i Noreg og i utlandet. Vurderingane til dei institusjonelle investorane vil vere heilt avgjerande for den prisen staten/Telenor vil oppnå på aksjane. Samferdselsdepartementet har fått råd frå tilretteleggarane om å vurdere bruk av stimulansar for småspararar og halde dette alternativet ope til ein har fått vurdert saka nærare. Det blir peika på at monaleg interesse frå småspararar, spesielt tidleg i teikningsperioden, vil kunne virke positivt inn på etterspørselen frå institusjonane. Rabattar eller liknande til småspararar kan tenkjast brukt slik at dei vil virke positivt inn på dei samla salsinntektene til staten. Sikre vurderingar på dette feltet vil ein aldri kunne gjere, men dei marknadsundersøkingane som blir utført, og dei analysane ein kan gjere på grunnlag av ei samanlikning av Telia og Deutsche Telecom sine transaksjonar, vil gi eit betre grunnlag for å vurdere dette.

Konklusjon

Regjeringa legg opp til at preferansetildeling til småspararar blir brukt i samband med børsintroduksjonen. Etter ei samla vurdering legg Regjeringa ikkje opp til at det blir gitt rabattar.

6.4 Organisering av aksjesal og notering på børs

Organiseringa av aksjesalet og notering av Telenor på børs er ei stor og krevjande oppgåve. Det er etablert ei eiga styringsgruppe for prosjektet, med deltaking frå selskapet og departement. I tillegg er eksterne rådgjevarar med i gruppa.

Telenor og departementet har kvar sine finansielle og juridiske rådgjevarar. På nokre område, som t.d. reklame, marknadsføring og PR-rådgjeving, vil det vere aktuelt å nytte felles nasjonale og internasjonale rådgjevarer for departementet og selskapet. Departementet tek og sikte på å knytte til seg ein internasjonal revisjonsrådgjevar, som kan følgje prosessen og sikre dokumentasjon, kontrollere måloppnåing og medvirke til oppsummering av prosessen i ettertid.

Ved ein emisjon av nye aksjar i ei bedrift som er notert på børsen, er det som hovudregel styret i bedrifta som får i fullmakt av generalforsamlinga til å gjennomføre prosessen. Ved sal av aksjar frå ein eigar, er det eigaren sjølv som står for kostnader og organisering av aksjesalet.

Sidan den aktuelle prosessen venteleg vil dreie seg om ei blanding av emisjon og aksjesal, tek departementet og Telenor sikte på å samarbeide om dei forhold der interessene kan sameinast. Både departementet som eigar og Telenor sitt styre har likevel sjølvstendig ansvar for ulike delar av prosessen. Aksjesalet vil bli handtert av eit syndikat av norske og internasjonale bankar, utpeikte av departementet og selskapet i fellesskap. Arbeidet med å finne fram til dei bankane som skal leie syndikatet er slutført, men formell avtale vil ikkje bli gjort før Stortinget har handsama denne proposisjonen. For den internasjonale banken er det blitt lagt særskilt vekt på erfaring med liknande transaksjonar i Noreg og i utlandet, medan det for den norske banken og er blitt lagt vekt på erfaring og posisjon i marknaden for aksjehandel med privatpersonar i den norske aksjemarknaden. For begge gjeld at dei har vore konkurransedyktige

på pris, og at dei ikkje har andre oppdrag eller faste kundar som kan skape interessekonflikt i høve til denne plasseringa.

Sjølv om transaksjonen vil bli handsama av eit norsk og eit internasjonalt banksyndikat, vil nokre norske banker ha høve til å selje aksjar i utlandet, samtidig som nokre utanlandske bankar vil ha høve til å selje aksjar i Noreg. Det norske syndikatet kan bli delt i ein eigen del for sal til privatpersonar og ein annan del for sal til institusjonar og andre større investorar. I begge tilfelle legg departementet opp til brei deltaking i prosessen frå dei norske verdipapirforetaka. Departementet vil såleis leggje til grunn at alle verdipapirforetak som har løyve til å utføre investeringstenester i Noreg skal ha høve til å selje aksjar til både institusjonar og privatpersonar.

Aksjeplasseringa vil bli marknadsført både i Noreg og i utlandet. Marknadsføringa i Noreg vil først og fremst bli retta mot småspararane. Denne marknadsføringa vil likevel bli påverka av dei avgrensingane som følgjer av føresegnene i verdipapirhandellova. I følge § 5-1 i denne kan ein ikkje sende ut teikningsblankettar utan samtidig å leggje ved eit fullstendig prospekt. Prospektet for denne transaksjonen må vere omfattande for å oppfylle opplysningskrava til Oslo børs og ved eventuell børsnotering i USA. Eit slikt dokument vil først og fremst dekke behovet til profesjonelle investorar. Sjølv om ein legg til grunn ei omfattande marknadsføring i Noreg, er det grunn til å tru at hovuddelen av aksjane vil bli selde utanfor landet. Norske investorar vil likevel kunne få betre tildeling i forhold til sine tingingar av aksjar, innafor ramma av dei retningslinjer som gjeld for slike aksjesal i EØS-området. Hovudkriteriet for tildeling vil vere den pris investorane er villige til å betale for aksjen.

6.5 Praktisk gjennomføring av aksjesalet

Aksjesalet vil skje i samband med ein aktiv kampanje i Noreg, der ein vil ta i bruk reklametiltak, i tråd med erfaringane frå t.d. aksjesala til Statens Bankinvesteringsfond.

Sjølve salet vil finne stad på eit tidspunkt som må fastleggjast noko tid i forvegen, m.a. av omsyn til alle dei ulike partane som vil delta i salet. Internasjonalt vil kanskje opp til eit tital investeringsbankar ta del i salet, medan alle norske meklarhus, som nemnt, vil bli inviterte til å vere med å selje aksjar. Berre nokre av desse vil likevel vere med i det formelle syndikatet.

Salet vil skje samtidig med at leiinga i selskapet presenterer seg på investormøte i Noreg og internasjonalt. Investorar som ønskjer å kjøpe aksjar gir melding om dette til ein av investeringsbankane som deltek i salet, og seier i frå kor mange aksjar dei ønskjer, og kva for ein pris dei maksimalt er villige til å betale for aksjen. På førehand må departementet og selskapet komme fram til eit prisintervall som utgangspunkt for prisfastsetjinga. Om prisen investorane byr viser seg å liggje under dette intervallet, kan det vere aktuelt ikkje å selje, eller å selje berre få aksjar. Om prisen blir høg, kan det vere aktuelt å auke den øvre grensa i prisintervallet. Når salsperioden er avslutta, samlar ein alle tingingane og fastset ein pris og ei tildeling av aksjar mellom dei investorane som har sagt seg villige til å kjøpe aksjar til denne prisen. Fordi ulike grupper investorar i ulike land kan ha ulik betalingsvilje for aksjar i eit selskap

som Telenor, kan fordelinga av aksjar mellom ulike land og investorgrupper komme til å avvike frå eigarskapsfordelinga ved Oslo Børs i dag.

Det vil venteleg bli lagt opp til at Telenor-aksjen ved børsintroduksjonen òg kan bli notert ved utanlandsk børs. Det er ikkje teke standpunkt til kva valuta aksjen skal noterast i.

6.6 Risiko forbunden med børsnoteringa og aksjesalet

Marknadene for telekommunikasjon er i sterk og rask endring verda over. Dette gjeld særleg marknadene for internett-tenester, mobil telefonteknologi og breibandstenester. Vurderinga av verdiane i selskap med stor aktivitet innan desse forretningsområda har auka mykje dei siste åra. Fordi verdiane er bygde på at mange ventar høg prosentvis vekst mange år framover, vil verdien av selskapa bli påverka vesentleg av sjølv små avvik i forventninga til vekstrate eller ved små endringar i avkastningkrav.

Sjølv om den kraftige verdistiginga særleg gjeld aksjar innan telekommunikasjon og internett-tilknytte aksjar, har den sterke oppgangen i enkeltaksjar og ført til ein generell verdiauke innan desse sektorane. Mykje tyder på at det ikkje har vore skilt like mykje mellom gode og dårlege selskap innan desse sektorane som det vil bli gjort i ein marknad prega av meir normal verdiutvikling.

I perioden frå 1. januar 1999 til 16. mai 2000 steig totalindeksen ved Oslo Børs frå 934,16 til 1.378,28, eller med 48 pst. Dette er ein uvanleg sterk vekst på så kort tid, og må og sjåast i samanheng med det sterke fallet i aksjeverdiane hausten 1998. Indeksen for informasjonsteknologi ved Oslo Børs steig i same perioden frå 1.021,52 til 2.159,88, eller med 111 pst. Dette var likevel om lag 28 pst. lågare enn indeksverdien på sitt høgaste nivå, som blei nådd tidleg i mars månad i år. Mesteparten av auken til nivået i dag kom i røynda frå midten av oktober til midten av desember i fjor, medan oppturen vidare raskt blei avløyst av ein like skarp korreksjon nedover i mars og april i år. Sjølv med ei slik korrigerings sidan slutten av mars, har verdiutviklinga vore formidabel. Ein skal vere merksam på at store svingingar i verdifastsetjinga av teknologiselskap generelt kan ha sterk innverknad på marknadsverdien av Telenor.

I samband med forhandlingane om samanslåing mellom Telia og Telenor, og seinare ved førebuingane til aksjesal i det fusjonerte selskapet fekk departementet tilgang til fleire verdivurderingar av Telenor frå norske og internasjonale investeringsbankar. I samband med innhenting av tilbod for børsnotering av Telenor i 2000 har departementet og fått verdioverslag frå dei ulike bankane som var inviterte til å gi tilbod. Verdivurderingane viste at det er ulike oppfatningar av marknadsverdien for Telenor. Verdiestimata ligg vesentleg høgare enn for eitt år sidan. Verdiutviklinga viser at tidspunktet for børsnotering vil ha mykje å seie for prisen på aksjane. Mellom anna på grunn av dette blir det lagt opp til at salet av aksjar i Telenor skal skje i sekvensar over ei viss tid.

Fordi det er ønskjeleg å få Telenor-aksjen børsnotert, og sett på bakgrunn av risikoen for store verdisvingingar, er det viktig å ha størst mogeleg fleksibilitet med omsyn til kor stor del av Telenor som skal seljast første gongen. Er marknaden svært vanskeleg, kan det bli nødvendig å utsetje heile aksjesalet,

sjølv om mange kostbare førebuingar er gjort. Verdisvingingane i telekom-sektoren på ein enkelt dag kan faktisk vere større enn kostnadene ved plasseringa. Eit vedtak om å utsetje heile aksjesalet vil likevel vere ei svært vanskeleg sak å ta stilling til, m.a. fordi Telenor kan ha behov for kapitalen, men og fordi det er ein svært stor salsorganisasjon med fleire hundre personar involverte i plasseringa. Det vil dessutan vere vanskeleg eller umogeleg å seie om ei utsetjing vil kunne gi ein gunstigare pris for aksjane. Grunngevinga for ei eventuell utsetjing vil difor vere ei fagleg tilråding om at marknaden er for uroleg til at transaksjonen kan gjennomførast.

Ved plasseringa er det nødvendig å selje ein tilstrekkeleg mengde aksjar, slik at det blir monaleg likviditet i aksjen på børsen, og slik at prisinga av selskapet blir effektiv. Det er og viktig at den børsnoterte verdien av aksjen er stor nok til at den blir teke med i internasjonale indeksar, slik at aksjen blir attraktiv for utanlandske investorar. Som nemnt blir det lagt opp til at den norske staten sel seg ned til 75-85 pst. eigardel i Telenor ved børsintroduksjonen. Den eksakte mengde aksjar, og aksjeprisen, vil bli fastsett like før salet skjer.

Ingen kan forutseie verdiutviklinga for Telenor etter at aksjesalet har skjedd. Sidan berre ein aksjeminoritet vil bli selt første gongen, vil staten sine verdiar bli sterkt påverka av kursutviklinga i tida etter børsnoteringa. Jamnt over er det difor lite å tene på å søke å selje aksjane akkurat på ein pristopp, m.a. fordi eit stort kursfall rett etter plasseringa kan skremme investorar bort frå aksjen. Dette vil kunne gjere det vanskelegare å selje fleire aksjar i Telenor eller i andre statlege selskap seinare. På ei anna side er det og uheldig om kursen stig brått etter salet, fordi staten då vil ha gitt frå seg verdiar ved salet, sjølv om det berre gjeld den minoriteten av aksjane som er blitt selt ut.

Det er vanleg at aksjar ved ein børsintroduksjon blir selde til ein noko lågare pris enn den maksimale prisen som verdivurderinga i forkant av aksjesalet skulle tilseie. Denne såkalla børsintroduksjonsrabatten blir dels gitt for å stimulere interessa for aksjen og dels for å hindre at det skal bli eit sterkt kursfall i aksjen rett etter plasseringa. Fordi aksjen ikkje tidlegare har vore omsett i marknaden, er det dessutan usikkert kva som er «riktig» pris. Det er difor vanleg å søkje å ligge på undersida av ei maksimal prisgrense. Samtidig er det ingen grunn til at staten skal selje aksjar for billig, og slik gi bort ei kursstiging til kjøparane. Verdifastsetjinga er vanskeleg, og det er ikkje mogeleg å sikre seg mot sterk kursstiging eller stort kursfall i etterkant av plasseringa. Gjennom ulike tiltak kan ein likevel søkje å normalisere prisutviklinga i ettermarknaden i ein kort periode, men det er ikkje mogeleg for nokon å seie eksakt korleis aksjeprisen vil utvikle seg.

Ved aksjesalet blir høgt kvalifiserte rådgjevarar engasjerte. Desse vil gjennom eit detaljert avtaleverk forplikte seg til å følgje god forretningsskikk og all relevant lovgjeving. Ein kan likevel ikkje sikre seg heilt mot at enkeltmedlemmer i syndikatet kan bryte desse reglane, eller at det internt i desse organisasjonane kan vere medarbeidarar som bryt med føresetnadene for plasseringa. Sjølv om staten gjennom avtaleverket vil sikre seg mot slike forhold så langt det let seg gjere, kan ein ikkje fri seg heilt frå risikoen for at det i etterkant av ei så stor internasjonal plassering kan oppstå juridiske tvistar mellom staten

og investorar, staten og medlemmer av syndikatet, medlemmer av syndikatet og investorar eller medlemmer av syndikatet seg i mellom.

Som eit ledd i salet vil store økonomiske midlar bli overførte frå tusenvis av investorar til staten og Telenor. På alle ledd i denne transaksjonen vil ein vere utsett for normal risiko knytt til overføringar av slike pengesummar. På grunn av den store interessa det venteleg vil vere for dette aksjesalet, tyder mykje på at det blir den største og mest kompliserte transaksjonen av sitt slag som er gjennomført i Noreg. Fordi ein stor del av aksjane vil bli selt i utlandet, vil og internasjonal betalingsformidling og valutaforhold medvirke til å auke risikoen.

I ei slik plassering som dette vil staten som seljar kunne ha andre interesser enn Telenor. Staten, som sel aksjar sjeldan, må dessutan leggje til grunn at dei bankane som tek del i syndikatet vil ha ein vel så sterk lojalitet til dei investorane dei har som kundar kvar dag, som til den norske staten som vil selje aksjar sporadisk. Medlemene i syndikatet har og sine eigne interesser knytt til korleis syndikatet blir organisert, korleis godtgjeringa for aksjesalet blir fordelt, kor mange aksjar som skal seljast, kor mange bankar som får delta o.l. Staten vil på denne bakgrunn måtte hente inn råd uavhengig av både Telenor og syndikatet, både om endeleg prising og om sjølve gjennomføringa av aksjesalet.

Departementet og Telenor har i samsvar med vanleg praksis i denne typen transaksjonar engasjert fondsmeklarforetak (Goldman Sachs og DnB Markets) som hovudtilretteleggarar. I dei endelege avtalene med foretaka som vil bli inngått, etter at Stortinget har handsama saka, blir det lagt opp til at det blir teke inn eit punkt om at selskapet og staten forpliktar seg til å halde tilretteleggarane skadeslaus for krav frå kjøparar av aksjane. Omfanget av ansvaret til staten vil bli fastlagt gjennom dei konkrete forhandlingar som vil bli ført med tilretteleggarane. Det ansvaret selskapet og seljar av aksjane påtek seg overfor tilretteleggarar vil vanlegvis vere objektivt. Det inneber at ansvaret går lenger en det som følgjer av vanlege erstatningsrettslege reglar. Ut i frå dei konkrete forhandlingar som til no har vore ført, har departementet grunn til å tru at avtalepunktet i dette tilfelle vil bli utforma slik at tilretteleggaren i første omgang må halde seg til Telenor for eit mogeleg krav. Eit ansvar for staten vil dermed først bli aktuelt om ikkje Telenor kan oppfylle kravet, jf. kap. 9.

Kjøp som fører til eventuelle konkurransemessige problem vil bli handsama av konkurransestyresmaktene på vanleg måte. Eventuelle konsekvensar av dette vil og vere ein risiko for investor.

7 Eigarstyring

7.1 Profesjonalisering

Ein føresetnad for å kunne drive profesjonell eigarstyring er at måla for eigarskapet er klåre og konsistente, og at eigaran(e) har kapasitet og kompetanse til effektiv oppfølging av verksemda.

Fleire eigarar vil i seg sjølv kunne medvirke til ei meir profesjonell eigarstyring gjennom utnytting av komplementære kompetanseressursar. Staten som eigar disponerer til dømes relativt små industrielle kompetanseressursar. Eit delt statleg og privat eigarskap vil dessutan føre til grundigare vurderingar av selskapet sine forretningsstrategiar og økonomiske resultat.

Ved børsnotering vil kursutviklinga bli eit viktig signal og leggje større press på selskapet til å ta avgjerder som tener verdiskapinga. Sentralt i ein slik prosess vil vere den fokus selskapet vil få frå profesjonelle investorar, finansanalytikarar, bankar og fondsmeklarar. Børsnotering vil og gjere staten si eiga vurdering av verdiutviklinga enklare og meir realistisk enn det ein oppnår gjennom den typen eksterne verdivurderingar som staten fekk utført av Telenor i 1997 og 1998.

Det vil vidare vere ein fordel å få inn andre investorar som kan vurdere den totale risiko i Telenor sine engasjement, særleg når det gjeld dei internasjonale engasjementa som utgjer ein stadig ekspanderande del av verksemda. Det kan bli argumentert med at denne risikoen allereie blir vurdert av andre, fordi Telenor som regel går inn i utenlandsprosjekt saman med andre selskap («joint ventures»). Det er likevel ingen andre investorar som i dag vurderer risikoen i Telenorkonsernet samla sett. Ei delprivatisering vil endre dette.

Det er og slik at ei delprivatisering av selskapet vil leggje til rette for større stabilitet i utbyttepolitikken og dermed leggje til rette for eit meir profesjonelt eigarskap, jf. aksjelova sin generelle regel om at generalforsamlinga ikkje kan vedta høgare utbytte enn det styret foreslår eller godtek.

Det blir elles vist til kap. 8 for ein gjennomgang av rettslege rammer og instrument for selskapsstyring.

7.2 Rolle- og ansvarsforhold

Staten regulerer og fører no tilsyn med ein norsk telemarknad i full konkurranse. Samtidig er staten eineigar av det leiande selskapet i sektoren i Noreg. Dei to oppgåvene blir i hovudsak tekne vare på av same departement. Dette reiser spørsmål rundt rolle- og ansvarsforhold.

For det første er det viktig at staten for eigen del nøye vurderer korleis funksjonane blir utført og kombinert, m.a. at ein ser til at avgjerdsprosedyrar og organisasjonsløyseringar er utforma slik at ein unngår samanblanding av roller og uklåre ansvarsforhold.

For det andre er det viktig at omgjevnaden har tillit til at staten har vilje og evne til å opptre uavhengig i ulike roller.

Sjølvs meiner departementet at det konsekvent held eigar- og regulatørsaker frå kvarandre. Selskapsretten vil dessutan i ein situasjon med fleire eigarar kunne skape større tillit til at reglane blir respekterte. Aksjelovgjevinga gir m.a. alle aksjonærar rettar som medfører strenge krav til avgjerdsprosedyrane til selskapsorgana.

Ei delprivatisering vil medvirke til ein betre balanse mellom statsråden sitt formelle ansvar og den reelle påverknad som han eller ho kan utøve.

Sjølvs om desse argumenta i og for seg ikkje tilseier ei omorganisering av oppgåvene, har Regjeringa etter ei samla vurdering komme til at det no vil vere mest ryddig at ansvaret for forvaltninga av staten sine eigarinteresser i Telenor blir lagt til eit anna departement enn det som har ansvar for reguleringa, jf. kap. 9. Praktiske grunnar tilseier at dette likevel ikkje skjer før børsnoteringa.

7.3 Avkastningskrav og utbyttepolitikk

Staten har som eigar investert store pengesummar i Telenor, i form av historisk innskoten kapital og tilbakehaldne overskott. Denne kapitalen kunne staten alternativt brukt til andre formål. Kapitalen har difor ein kostnad som tilsvarer den alternative verdien til kapitalen.

Fundamentalt sett vil kravet til kapitalavkastning for staten som investor, på same måten som for private investorar, vere eit resultat av kva ein kan rekne med av avkastning på alternative kapitalplasseringar med tilsvarende risiko.

Samferdselsdepartementet la til grunn eit avkastningskrav på minimum 15 pst. før skatt for perioden 1996-97, jf. St.meld. nr. 21 (1995-96) Om Telenor AS. For perioden 1998 og inntil vidare har departementet lagt til grunn eit avkastningskrav på minimum 13 pst. før skatt, jf. St.meld. nr. 17 (1997-98) Om Telenor AS si verksemd. I oppfølgjinga av avkastningskravet har departementet fått utført eksterne verdivurderingar for å supplere resultatmålinga i finansrekneskapen. Telenor oppnådde ei rekneskapsmessig eigenkapitalavkastning (eigenkapitalrentabilitet = resultat før skatt/gjennomsnittleg eigenkapital) på respektivt 17,8 pst., 12,9 pst. og 15,3 pst. for åra 1996-98.

Staten har teke ut til saman 2 845 mill. kr. i utbytte frå Telenor sidan omdanninga til aksjeselskap 1.11.1994. Dette inkluderer ikkje utbytte for året 1999.

I juni 1997 blei verdien av eigenkapitalen i Telenor vurdert til å liggje mellom 24-30 mrd. kr av uavhengige fondsmeklarar. Ei tilsvarende verdivurdering i juni 1998 estimerte verdien til 45-50 mrd. kr. Departementet viser til at verdien av eigenkapitalen i Telenor i dag kan vere i storleiken 4-5 gongar så stor, men understrekar at det er stor uvisse knytt til slike verdivurderingar.

Telenor presenterte 25. februar 2000 førbels årsrekneskap for 1999 som viste eit rekordresultat for selskapet. Driftsinntektene i 1999 var 33.468 mill. kr. Dette er 15,8 pst. eller 4.558 mill. kr meir enn for året 1998. Driftsresultatet auka med 205 mill. kr til 4.002 mill. kr. Telenor fekk eit resultatet før skatt på 3.314 mill. kr.

Resultatframgangen kjem i all hovudsak av stor trafikkvekst og vinstar ved sal av aktiva. Talet på trafikkminutt i fastnettet auka med 20 pst. frå 1998 til 1999. Det er spesielt internett-trafikken som driv denne utviklinga.

Det er elles mange faktorar som ein må ta med i vurderinga av selskapsresultata. Resultatutviklinga bør m.a. sjåast i samanheng med resultata til samanliknbare selskap. Det er og viktig å kartleggje eksterne faktorar som påvirkar lønnsmda. I ei vurdering av innsatsen til leiing og styret i selskapet vil dette vere moment som ein vil leggje vesentleg vekt på.

Regjeringa legg vekt på at dei statlege eigaroppgåvene blir utførte profesjonelt og i samsvar med vanleg forretningsmessig praksis. Avkastningskravet bør liggje på samme nivå som for samanliknbare europeiske teleselskap. Kapitalstrukturen og utbyttepolitikken skal fremje verdiskapinga. Som nemnt tidlegare, vil det vere føremålstenleg å vurdere desse spørsmåla nærare i samband med førebuingane til børsintroduksjon av selskapet, jf. kap. 3. Det blir her og vist til gjennomgangen av avkastningskrav og utbyttepolitikk i St.prp. nr. 1 (1999-2000); Gul Bok, s. 52.

8 Rettslege rammer og instrument for selskapsstyring

8.1 Erfaringar med eigarstyring av Telenor AS i perioden 1994-98

Etter omdanninga av Televerket til statsaksjeselskap 1.11.1994 har eigarstyringa vore basert på bruk av følgjande hovudinstrument:

- Generalforsamlingar
- Selskapet sine årlege planar for verksemda (§ 10-planar)
- Stortingsmeldingar om selskapet si verksemd (basert på § 10-plan)
- Eksterne verdivurderingar

I tillegg har det blitt halde kvartalsmøte mellom Telenor og Samferdselsdepartementet på administrativt nivå. Kvartalsmøta har fungert som fora for rein informasjonsutveksling og har såleis ikkje vore ein del av det regulære styringsopplegget. I tilknytning til møta har det likevel framkomme mykje nyttig informasjon som har gitt eit betre grunnlag for eigarstyringa.

Utover Telenor sine planar for verksemda (§ 10-planane for 1995, -96, -97 og -98) har det berre blitt lagt fram ei sak for generalforsamlinga etter § 10 i selskapet sine vedtekter. Saka gjaldt endring i vedtektene til Telenor AS som følgje av utskiljing og samling av den nettrelaterte verksemda i eit eiga dotterselskap. Det blei lagt til grunn at eigaren sitt høve til å styre den operative nettverksemda kunne bli teke vare på gjennom presiserande reglar i selskapsvedtektene til nettselskapet, og i vedtektene til Telenor AS blei det teke inn ein regel om at styret, eller eit utval av styremedlemene, skulle representere aksjane til morselskapet i nettselskapet.

Det har ikkje skjedd at eigar har gripe inn i enkeltsaker ved generalforsamlingsvedtak. Det finst likevel ei rekkje eksempel på at kundar, tilsette og kommunar har bede departementet om å gripe inn overfor selskapet i konkrete saker. Det har likevel vore ein klår tendens til at talet på denne typen saker gradvis har blitt redusert i tida etter selskapsdanninga.

Regjeringa meiner at statsaksjeselskapet har vore ei føremålstenleg organisasjons- og eigarform for Telenor AS. Sjølv om det er vanskeleg å vurdere verknadene av organisasjons- og eigarforma isolert sett, er det liten tvil om at overgangen til aksjeselskapsforma har vore gunstig for forretningsutviklinga, og har dessutan vore nødvendig for at selskapet skulle vere best mogeleg førebudd til å møte konkurranse innan alle delar av verksemda frå 1.1.98. Samanlikna med verdiutviklinga i andre teleselskap kan det likevel sjå ut som om sjølve det statlege eigarskapet ikkje å ha hatt særleg verknad for forretningsutviklinga i perioden 1994-1998, jf. kap. 7.3.

8.2 Selskapsrettslege konsekvensar ved ei delprivatisering

Aksjelova inneheld på visse område særreglar for statsaksjeselskap som har vore med på å oppfylle departementet sitt styringsbehov:

- Styret blir valt av generalforsamlinga, sjølv om selskapet har bedriftsforsamling. Aksjelova sine reglar om dei tilsette sin rett til å velje medlemmer og observatørar til styret gjeld likevel og for statsaksjeselskap. Aksjelova sin allmenne regel er at styremedlemmer blir valde av bedriftsforsamlinga, eit organ som alle selskap med over 200 tilsette skal ha med mindre noko anna er særskilt avtalt mellom selskapet og dei tilsette. I vedtektene til statsaksjeselskapet kan ein likevel vedta at val av styremedlemmer likevel skal gjennomførast av bedriftsforsamlinga.
- Kongen kan, dersom vesentlege samfunnsmessige omsyn tilseier det, overprøve avgjerda til bedriftsforsamlinga i saker som gjeld:
 - Investeringar av stort omfang sett i høve til selskapet sine ressursar.
 - Rasjonalisering eller omlegging av drifta som vil medføre større endring eller omdisponering av arbeidstyrken.
- Det departementet selskapet høyrer til, styret eller to medlemmer av bedriftsforsamlinga kan krevje at det blir halde ekstraordinær generalforsamling. Den allmenne regel er at ekstraordinær generalforsamling kan bli kalla inn av styret, revisor eller aksjeeigarar som representerer minst ein tidel av aksjekapitalen.
- Generalforsamlinga er ikkje bunden av styret eller bedriftsforsamlinga sitt forslag om utdeling av utbytte.

Aksjelova har og særreglar for statsaksjeselskap når det gjeld innkalling og deltaking på generalforsamlinga, og om Riksrevisjonen sin kontroll med forvaltninga av staten sine eigarinteresser.

Ei delprivatisering av Telenor AS vil medføre at særreglane i aksjelovgjevinga om statsaksjeselskapet ikkje lenger vil gjelde for selskapet. Minst like viktig er det at ei delprivatisering av selskapet inneber at andre aksjonærar får rettar etter dei generelle reglane i aksjelovgjevinga.

Utgangspunktet til aksjelova er at ein aksjonær eller ei aksjonærgruppering som representerer meir enn 50 pst. av stemmene på generalforsamlinga har herredømme over generalforsamlinga sine vedtak. I praksis vil aldri alle aksjonærar møte på generalforsamlinga i eit børsnotert selskap. Dette vil ofte føre til at allereie den som eig 40 pst. eller meir av aksjane i selskapet har herredømme over vedtaka til generalforsamlinga. Grensa for å ha herredømme over eit børsnotert selskap kan og liggje under denne terskelen. Det som er sagt ovanfor blir likevel modifisert av fleire reglar i aksjelova som på ulike måtar tek omsyn til den enkelte aksjeeigar si interesse eller interessa til minoritetsgrupperingar. Den sentrale regelen er aksjelova sin misbruksregel som forbyr generalforsamlinga sitt fleirtal å ta avgjerder som kan gi visse aksjeeigarar eller andre ein fordel som inneber at andre aksjeeigarar eller selskapet blir påført ei urimeleg kostnad. Misbruksregelen supplerast av ei rekkje enkeltstående reglar i aksjelova. Aksjelova inneheld fleire reglar som gir enkeltaksjonærar rettar i selskapet. Desse reglane gir m.a. den enkelte aksjeeigar rett til å møte på generalforsamlinga, rett til å få satt ei sak på agendaen, rett til å krevje opplysningar frå leiinga og rett til å reise søksmål mot generalforsamlinga sine vedtak. Den enkelte aksjonær kan og krevje å bli innløyst dersom ein aksjeeigar disponerer ni tidelar eller meir av aksjekapitalen og har ein tilsvarande del av stemmene. Andre reglar i aksjelova gir rettar til aksjonærgrupperingar som eig ein viss del av aksjekapitalen. Aksjonærar som eig

ein tidel eller meir av aksjekapitalen kan t.d. krevje ekstraordinær generalforsamling, krevje gransking, krevje at det blir reist skadebotsak mot selskapsleiinga, krevje oppnemnt tilleggsrevisor og be skifteretten om å fastsetje eit høgare utbytte enn det generalforsamlinga har vedteke. Aksjelova inneheld vidare reglar som krev kvalifisert fleirtal for å gjere visse vedtak. Slike reglar gir minoriteten høve til å hindre fleirtalsaksjonæren å gjennomføre visse endringar i selskapet. Vedtak om vedtektsendring og andre endringar av selskapsforholdet, som t.d. utviding eller nedsetjing av aksjekapitalen, fusjon og fisjon og oppløsning av selskapet krev tilslutning frå minst to tredelar av så vel dei gitte stemmene som av den representerte kapitalen. Dette inneber at ei minoritetsgruppering som eig meir enn ein tredjedel av aksjekapitalen kan stanse slike vedtak.

Og reglar utanfor aksjelovgjevinga vil endre staten si stilling etter ei delprivatisering og børsnotering av Telenor. Børs- og verdipapirhandellovgjevinga inneheld m.a. reglar om ikkje-diskriminering av aksjonærene, teieplikt om kurssensitiv informasjon m.m. som det er viktig å forholde seg rettmessig til. Verdipapir- og børslovgjevinga blir forvalta av Kredittilsynet og Oslo Børs.

8.3 Styresamansetjing/styrerepresentasjon

Som nemnt vil ei delprivatisering av Telenor medføre at styremedlemer, med unntak av representasjonen frå dei tilsette, blir valde av bedriftsforsamlinga, medan medlemer av bedriftsforsamlinga i sin tur blir valde av generalforsamlinga. I dag er det, med unntak av representasjonen frå dei tilsette, generalforsamlinga som veljer medlemene til begge desse selskapsorgana direkte.

I ein situasjon med delt eigarskap blir valet av personar til desse verva endå viktigare enn i dag der forholdet til selskapet er tettare, og der staten i kraft av sin posisjon som eineaksjonær sjølv lettare kan ta vare på staten sine eigarinteresser, inkludert dei samfunnsmessige omsyn. I eit børsnotert selskap skal alle aksjonærene motta kursrelevant informasjon samtidig. Dette inneber at aksjonærene ikkje kan komme effektivt i inngrep med ein god del saker, fordi dei ikkje vil kjenne til realiteten i dei på eit tidleg nok tidspunkt. Styring må såleis først og fremst skje gjennom val av kompetente styremedlemer.

I selskap der staten er majoritetsaksjonær er det vanleg praksis at styremedlemene blir foreslått av ein eigen valkomite. Valkomiteen blir leia av ein representant frå eigardepartementet og har elles representantar frå det sittande styret, bedriftsforsamlinga og dei private aksjonærene. Forslaget frå valkomiteen blir sendt over til bedriftsforsamlinga som så veljer styret. Dette er ein praksis som det og vil vere føremålstenleg å følgje i tilfelle med Telenor.

8.4 Oppsummering

Ei delprivatisering av Telenor vil medføre at særreglane i aksjelovgjevinga for statsaksjeselskap ikkje lenger vil gjelde. Særleg er det grunn til å merke seg at styret i vanlege aksjeselskap blir valt av bedriftsforsamlinga, og at generalforsamlinga ikkje kan vedta eit høgare utbytte enn styret foreslår eller godtek.

Innafor ramma av styret sitt forslag har dessutan bedriftsforsamlinga rett til å fastsetje den høgaste sum som kan bli utdelt som utbytte.

Når det gjeld aksjonærrettar basert på ulike eigardelar, er differensieringa særleg viktig for eigarstyringa ved overgangar mellom eigardelar på 2/3, 1/2 og 1/3.

Kjem eigardelen under to tredjedelar kan ikkje lenger eigar suverent endre selskapet sine vedtekter. Men dette inneber på si side at eigar kan hindre vedtektsendringar så lenge eigardelen blir halden over ein tredjedel. Ved ein eigardel på over ein halvdel har eigar rett til å avgjere dei aller fleste viktige selskapssaker, med unntak av endringar i selskapet sine vedtekter.

Sjølv om staten etter ei delprivatisering opprettheld ein aksjemajoritet i selskapet, vil dei rettslege rammevilkåra for eigarstyringa bli noko endra slik at det blir større distanse mellom staten og selskapet. Dette vil influere måten det statlege eigarskapet blir utøvd på, jf. m.a. verdipapirlovgjevinga og børsreglane.

Ein må vidare ta omsyn til at konkurranseevna og verdien av selskapskapitalen vil bli redusert i den grad staten utformar og praktiserer eigarskapet på ein måte som skiljer seg frå det som er vanleg i andre aksjeselskap.

Det blir elles vist til St.meld. nr. 18 (1998-99) Bedrifter hvor staten v/ Nærings- og handelsdepartementet har eierinteresser, St.prp. nr. 33 (1993-94) Kapitalutvidelse i Norsk Hydro a.s og St.prp. nr 81 (1998-99) Kapitalutvidelse i Norsk Hydro ASA som ledd i et tilbud om å overta Saga Petroleum ASA.

9 Administrative og økonomiske konsekvensar

Ei delprivatisering av Telenor vil medføre endringar i prosedyren for val av medlemmer til selskapsstyre og bedriftsforsamling, jf. kap 8.

Det vedtektsfesta kravet om at selskapet skal leggje fram ein årleg plan for verksemda (§ 10-plan) for generalforsamlinga blei oppheva i samband med førebuingane til sammenslåing av Telenor og Telia. Ei utgreiing av utviklinga i selskapet kan ein i framtida ta inn i dei generelle stortingsmeldingane som blir lagt fram om bedrifter der staten har eigarinteresser og evt. meir kortfatta i den årlege statsbudsjettproposisjonen.

Ein reduksjon av det statlege eigarskapet i Telenor medfører ikkje i seg sjølv behov for å endre staten sitt syn og si haldning i spørsmål knytt til kapitalavkastning og utbytte, men staten vil ikkje lenger åleine kunne ta avgjerd om utbyttepolitikken eller avkastningskravet. Som nemnt vil ikkje generalforsamlinga ha høve til å fastsetje eit høgare utbytte enn det styret foreslår eller godtek.

Det viktigaste i samband med ei delprivatisering og børsnotering av selskapet sett frå eit statsfinansielt synspunkt vil vere staten si haldning til risiko. Staten har til no fått svært høg og konkurransedyktig avkastning på sine kapitalplasseringar i Telenor, men staten si risikoeksponering ved å ha store eigarposisjonar i enkeltelskap er relativt høg. Ut frå ei risiko-/porteføljevurdering vil difor staten vere tent med å redusere sin eigarposisjon i Telenor.

Det blir vist til at statsaksjeselskapsforma for Telenor AS ikkje lenger er lovfesta, jf. lov 24. september 1999 nr.75. Eit forslag om å delprivatisere Telenor krev såleis inga lovendring.

Spørsmålet om organiseringa av eigar- og regulatørfunksjonane i telesektoren har blitt vurdert i fleire framlegg for Stortinget, sist i St.prp.nr. 58 (1998-99) Om sammenslåing av Telenor AS og Telia AB. Det blei der varsla at ein ville komme tilbake til spørsmålet om departementstilknytning for eigarskapet når børsintroduksjon og nedsal til eigarmessig paritet var gjennomført. Hovudgrunnen til dette var at det blei sett på som lite føremålstenleg å skifte departementstilknytning midt i prosessen med børsintroduksjonen.

EFTA sitt overvakingsorgan, ESA, har etter dette i ei grunnleggjande spørsmål fråsegn konkludert med at Noreg ikkje har oppfylt sine pliktar etter to EØS-direktiv som gjeld krav om skilje mellom regulatør- og eigarfunksjonar, og viser til at Samferdselsdepartementet både er tillagt ansvaret for staten sitt eigarskap til Telenor AS og ansvaret for regulatørfunksjonar på teleområdet. Bakgrunnen for saka er ein klage frå 1996 frå ein tenestetilbydar. Avgjerda frå ESA kom etter at Samferdselsdepartementet to gongar hadde gitt uttrykk for sitt syn til ESA, sist som svar på ESA sitt «Letter of formal notice». Etter at grunnleggjande spørsmål er gitt og vedkommande stat er gitt høve til å komme med sine merknader, kan ESA bringe saka inn for EFTA-domstolen. I samsvar med gjeldande retningslinjer er saka handsama i EØS-rettsleg utval.

Rettsstolkinga til ESA reiser spørsmål av stor prinsipiell karakter for organiseringa av den sentrale statsforvaltninga. Handsaminga av saka kan skape presedens og dermed få praktiske verknader utover teleområdet. Regjeringa

har likevel komme til at det er forsvarleg å vurdere spørsmålet om eigar- og regulatørfunksjonane i telesektoren som separat sak fordi spørsmålet er reist i ei konkret sak om den norske staten sine pliktar etter direktiv i EØS-avtalen. M.a. for å medvirke til at marknaden har tillit til at eigar- og regulatørfunksjonane i telesektoren er organisert på ein føremålstenleg måte, legg Regjeringa opp til at forvaltninga av det statlege eigarskapet til Telenor blir overført til Nærings- og handelsdepartementet så snart som mogeleg etter gjennomføringa av børsintroduksjonen.

I tilknytning til børsintroduksjonen og kapitalutvidinga i Telenor må selskapet bli omdanna frå eit aksjeselskap til eit allmennaksjeselskap. Dette følgjer av reglane i børs- og aksjelovgjevinga. Slik omdanning blir vedteke av generalforsamlinga. I seg sjølv vil ikkje ei omdanning til allmennaksjeselskap ha noko å seie for staten sitt eigarskap og styringa av selskapet.

Som ledd i arbeidet med å opne telesektoren for full konkurranse frå 1. januar 1998, blei Arbeids- og administrasjonsdepartementet gjort til klageorgan i konkurransesaker i telesektoren. Når eigarskapet til Telenor blir overført til eit anna departement, fell grunngjevinga for denne særordninga bort. Ansvar for desse sakene vil difor bli ført tilbake til Samferdselsdepartementet frå same tidspunkt som endringa av departementstilknytning for eigarskapet blir gjennomført.

Nærmare om økonomiske konsekvensar

I 2000 er det løyvd 25 mill. kr på kap. 1300, post 01 Driftsutgifter til departementet sitt arbeid med sammenslåinga av Telenor og Telia, jf. St.prp. nr. 1 Tillegg nr. 2/Budsjett-innst. S. nr. 13 (1999-2000). Samferdselsdepartementet har lagt til grunn at denne løyvinga kan nyttast til å dekkje kostnader på departementet si hand som er knytta til avviklinga av sammenslåinga av Telenor og Telia, jf. St.prp. nr. 59 (1999-2000) Om avviklingen av sammenslåingen av Telenor AS og Telia AB.

Sal av staten sine aksjar i Telenor vil innebære ei omplassering av statleg formue frå aksjar over til andre finansobjekt. Salet vil bli ført på ein 90-post med ein tilsvarende reduksjon i talet på aksjar i staten si bokførte aksjebeholdning. På denne 90-posten vil heile verdien av finanstransaksjonen bli inntektsført ut frå oppnådd pris på aksjeporteføljen.

Samferdselsdepartementet legg opp til at kostnadene ved børsintroduksjonen blir løyvd på ein driftspost, ein 01-post, på eige utgiftskapittel.

Fleire forhold virkar inn både på kor store inntekter staten vil få ved aksjesalet og kostnadane ved salet. Det er ikkje avgjort kor stor reduksjonen i staten sin eigarandel skal vere, innanfor eit interval på 15-25 pst., eller kor stor del av salet som skal gjennomførast som ein emisjon. Vidare er verdien på aksjane i Telenor ved tidspunktet for sal svært usikker. Det er sett ei øvre grense for emisjonsbeløpet på 50 pst. av salsprovenyet, avgrensa til maksimalt 25 mrd. kroner. Dette er ikkje tilstrekkeleg informasjon til at Samferdselsdepartementet finn det riktig å foreslå ei konkret inntektsløyving på det noverande tidspunktet. Kostnadene ved børsnoteringa vil vere sterkt avhengig av salsprovenyet som blir oppnådd ved transaksjonen. Kostnadene vil auke med den prisen ein oppnår for aksjane.

Den største utgiftsposten er provisjon til tilretteleggarane. Det er avtalt ein samla provisjon til tilretteleggarane på 1,35 pst. med tillegg av ei stimulansebasert godtgjering på 0,15 pst., dvs. at samla provisjon kan utgjere 1,5 pst. av salsprovenyet. Desse provisjonssatsane er mellom dei lågare av det som er blitt avtalt for tilsvarende transaksjonar internasjonalt.

Det er for tidleg å rekne eksakt nivå på andre kostnader, men førebels blir det lagt til grunn felleskostnader på 250 mill. kr. Marknadsføringskostnader, i hovudsak knytt til marknadsføring mot småspararar, er då rekna til 140 mill. kr. Omfanget av marknadsføringskampanjen vil vere kommersielt grunngitt.

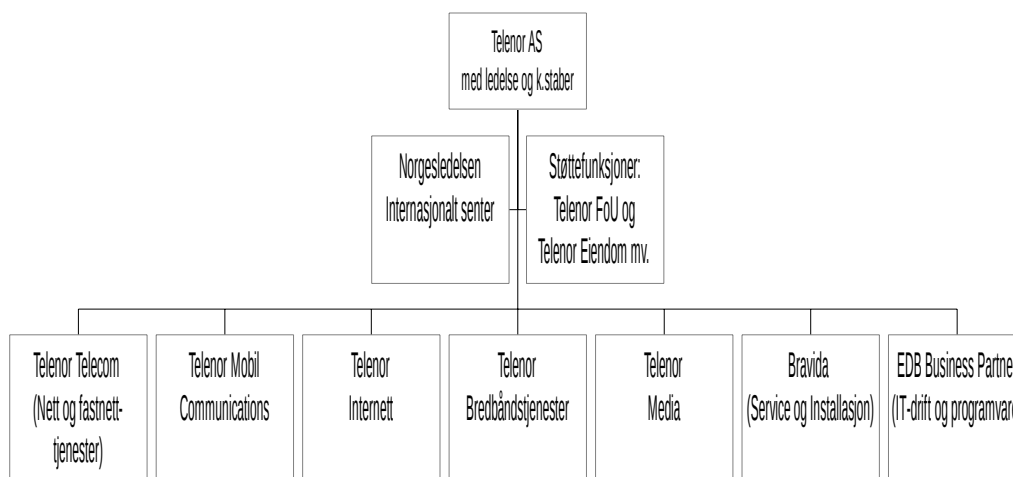
Provisjonen til tilretteleggarane og dei andre kostnadene som er nemnt ovanfor, skal fordelast mellom staten og Telenor. Samferdselsdepartementet legg førebels til grunn at desse kostnadene blir fordelt forholdsmessig mellom staten og Telenor etter kor stor del av provenyet som blir tilført hv. staten og selskapet.

Departementet sine egne utgifter, medrekna kostnader til juridiske og finansielle rådgjevarar, blir rekna til 60 mill. kr.

Regjeringa ser utgiftene i samanheng med inntektene ved aksjesalet, og vil ikkje foreslå at utgiftene blir dekte inn ved utgiftsreduksjonar på andre område i budsjettet. Utgiftsauken vil påverke aktiviteten økonomien. Fordi det er stor uvisse om salsprovenyet, og dermed om kostnadene ved salet, blir det ikkje lagt fram forslag om løyvingar i denne omgang. Departementet fremjer difor eit forslag til vedtak som gir departementet fullmakt til utan løyving å utgiftsføre utgifter i samband med salet av aksjar i Telenor og å inntektsføre salsinntektene. Det vil bli gjort framlegg om løyvingar i eigen proposisjon når utgiftene og inntektene er nærmare avklåra eller seinast i samband med nysalderinga av budsjettet til hausten.

10 Ny selskapsstruktur for Telenorkonsernet

Telenor er i dag organisert som eit konsern med Telenor AS som morselskap. Delar av verksemda blir drive i morselskapet, men dei fleste av forretningsområda er skilte ut i eigne selskap som Telenor AS eig direkte eller indirekte, jf. figur 10.1.



Figur 10.1 Selskapsstruktur for Telenorkonsernet

Telenor har foreslått at konsernet omorganiserast slik at kjerneverksemda blir samla i eitt selskap, medan ulike støttefunksjonar som t.d. installasjon, programvare og katalogverksemd blir skilte ut i eigne underkonsern. Dette vil leggje forholda betre til rette for å trekkje inn private medeigarar i desse verksemdene. Telenor ønskjer å utvikle desse vidare gjennom å invitere inn deleigarar som representerer dei enkelte bransjar. Desse eigarane kan, i samarbeid med Telenor, bidra til ei betre forretningsutvikling på desse områda. På eitt område, programvare, har ei slik utvikling allereie skjedd:

EDB Business Partner

I dette selskapet ligg Telenor sine tidligare heileigde programvareverksemdar, mellom anna innan bank, helse og televerksemd, og drift av stormaskinparkar. Desse verksemdene blei i 1998 slått saman med EDB ASA og børsnotert som EDB Business Partner, der Telenor i dag eig 54 pst. Selskapet har hatt ei meget positiv utvikling etter dette.

Andre verksemdar kor ei tilsvarande omlegging er aktuelt er:

Bravida

Dette er Telenor si installasjons- og dataservice-verksemd. Denne verksemda utgjer ein stor del av den totale bemanninga til Telenor (ca.1/3). Verksemda er ein kritisk underleverandør av slike tenester til andre delar av konsernet, særleg nettverksemda. Ei framgangsrik vidareutvikling av dette selskapet medfører behov for auka konkurransekraft m.a. gjennom å utvide produktmarknaden når det gjeld tenesteinnhald og geografi. Målet er å utvikle ein

totaltilbydar av tenester og produkt til hus og anlegg, medrekna elektronikk, elektrisitet, VVS, tryggjingstenester osv., både for bedrifts- og privatmarknaden. For å realisere ei slik utvikling ønskjer Telenor å invitere inn medeigarar som kan komplettere og styrkje Bravida, og redusere sitt eige eigarskap til under 50 pst.

Katalogverksemda

Telenor har utvikla ei meget framgangsrik internasjonal verksemd basert på lokale katalogar og gule sider, med utgangspunkt i den norske katalogverksemda. Papirbaserte katalogar utgjer framleis hovudtyngda av denne verksemda. For å oppnå vidare vekst er det avgjerande å finne medeigarar som m.a. kan tilføre større salsvolum. Ambisjonen til Telenor er å redusere sitt eigarskap til fordel for ein internasjonal medeigar frå denne marknaden. Samtidig vil selskapet halde på ein strategisk eigardel, m.a. for å utnytte synergjar mellom dei Internett-portalar som er i ferd med å bli etablert på basis av konseptet med gule sider og utviklinga av Telenor sitt samla Internett-tilbod i kjerneverksemda.

Omorganisering og konsernstruktur

Departementet er kjent med at Telenor arbeider med forslag til ny organisering av konsernet. Forslaget inneber eventuell oppretting av eit nytt holdingselskap. Føremålet med denne omorganiseringa er først og fremst å leggje til rette for større organisatorisk fleksibilitet og effektivitet. Samtidig oppnår ein at Telenor, på same måte som private konsern, får høve til å gjere seinare organisatoriske omleggingar i konsernet utan at sjølv omlegginga eller seinare eigarendringar i underkonserna utløyser skatt.

Departementet ventar på forslag frå styret i Telenor. Det vil vere naudsynt at staten medvirkar til omorganiseringa ved at staten sine aksjar i Telenor AS byttast med aksjar i eit nyetablert holdingselskap som blir det nye morselskapet. Det statlege eigarskapet i Telenor vil då bli utøvd gjennom det nye holdingselskapet. Styret i Telenor AS og andre selskap i konsernet vil bli valde av styret i holdingselskapet.

Regjeringa meiner at forslaget kan leggje til rette for ein meir føremålstenleg og tilpasningsdyktig organisasjonsstruktur for Telenorkonsernet, og ønskjer at det blir arbeidd vidare med forslaget med sikte på ei eventuell gjennomføring av omstruktureringa før børsintroduksjonen. Regjeringa ber om fullmakt til å selje staten sine aksjar til eit nystifta eigarselskap mot vederlag i aksjar i dette selskapet.

Norsk Telemuseum

Norsk Telemuseum vil bli omgjort til stiftelse i år 2000.

Samferdselsdepartementet

t i l r å r :

At Dykkar Majestet godkjenner og skriv under eit framlagt forslag til proposisjon til Stortinget om Telenor.

Vi HARALD, Noregs Konge,

s t a d f e s t e r:

Stortinget blir bedt om å gjere vedtak om Telenor og vedtak om fullmakt til utan løyving å utgiftsføre utgiftene knytt til salet av aksjar i Telenor og til å inntektsføre salsinntektene i samsvar med eit framlagt forslag.

Tilråding frå Samferdselsdepartementet ligg ved.

Forslag til vedtak:

Stortinget samtykkjer i at:

1. Samferdselsdepartementet får fullmakt til utan løyving å utgiftsføre utgiftene knytta til salet av aksjar i Telenor og til å inntektsføre salsinntektene. Framlegg til løyvingar for utgiftene og inntektene skal leggjast fram for Stortinget så snart dei er avklart, og seinast i samband med proposisjonen om nysaldering av budsjettet for 2000.
2. Regjeringa får fullmakt til å selje staten sine aksjar i Telenor AS gjennom ein kombinasjon av emisjon, og direkte nedsal av staten sine aksjar, men då slik at eigardelen utgjer minst 51 pst.
3. Regjeringa får fullmakt til å selje staten sine aksjar i Telenor AS til eit nystifta eigarselskap mot vederlag i aksjar i dette selskapet.
4. Regjeringa får fullmakt til å vurdere om aksjekapitalen i Telenor ved bør-sintroduksjonen skal utvidast med inntil 50 pst. av verdien av alle aksjane som blir selde, men maksimalt 25 mrd. kroner.
5. Regjeringa får fullmakt til å inngå avtale med tilretteleggarane av kapitalutvidinga i Telenor og utsalet av staten sine aksjar i selskapet om å halde tilretteleggarane skadeslaus for krav frå kjøparar av aksjar.

Vedlegg 1

Det videre arbeid i Telenor

Brev av 11.02.2000 fra styret i Telenor AS til Samferdselsdepartementet

10.1 Innledning

Ved budsjettbehandlingen høsten 1998 vedtok Stortinget å be regjeringen legge fram forslag om delprivatisering og børsnotering av Telenor i løpet av 1999. Gjennom inngåelsen av avtalen om sammenslåing av Telenor og Telia som Stortinget godkjente 3. juni 1999, imøtekom regjeringen forannevnte vedtak, idet avtaleopplegget forutsatte delprivatisering og børsnotering av det sammenslåtte selskap senest 18 måneder etter avtaleinngåelsen.

I sin redegjørelse for Stortinget 21. desember 1999 om grunnlaget for å avbryte arbeidet med å slå sammen Telenor og Telia ga statsministeren uttrykk for at regjeringen senere ville komme tilbake til Stortinget med forslag om hvordan delprivatiseringen av Telenor bør skje, siden sammenslåingen mellom Telenor og Telia ikke ble gjennomført.

10.2 Formålet med henvendelsen

Styret i Telenor ønsker gjennom denne henvendelse å orientere Samferdselsdepartementet om de hovedutfordringer Telenor står overfor etter bruddet med Telia og vil særlig fremholde behovet for et snarlig vedtak om børsintroduksjon av Telenor. Det er den meget raske teknologi- og markedsutviklingen, samt restruktureringen av hele teleindustrien etter liberaliseringen i 1998, som etter styrets vurdering nødvendiggjør en snarlig endring av Telenors eiermessige struktur. Etter styrets vurdering er det sterke grunner som tilsier at delprivatiseringen av Telenor bør gjennomføres som en offentlig emisjon slik at Telenor tilføres midlene og derved gis muligheter for effektiv posisjonering i det internasjonale kappløpet som pågår. I dette ligger det fra styrets side en sterk tilråding om å gjøre Telenor til et internasjonalt vekstselskap. Målet med vekststrategien er å skape størst mulige verdier for eier, samtidig som styret ser dette som den beste muligheten for å kunne bevare Telenors nasjonale eierskap og selvstendige stilling på lengre sikt. Ved sine vurderinger har styret særlig lagt vekt på følgende forhold:

- Tidligere kapitalinnskudd i Telenor har gitt staten god avkastning. Dette illustrerer at selskapet har hatt evne til å finne frem til prosjekter med god lønnsomhet.
- Det er fortsatt gode muligheter for verdiskapning i tele- og IT-industrien, og Telenor har en bra utgangsposisjon innenfor de deler av industrien som vokser sterkest, bla. mobil- og satellittkommunikasjon og internett.
- De selskaper som har en klar vekststrategi og dokumentert vekstevne, verdsettes vesentlig høyere på kapitalmarkedet enn selskaper med mindre vekstevne. Posisjonering av Telenor som vekstselskap vil derfor øke verdien av statens eierposisjon.
- En emisjon vil gi Telenor muligheter for å ta større investerings- og strukturgrep, noe som trolig vil bli gjenspeilet i selskapets verdiutvikling og øke verdien av statens investeringer.

- Telenor har tilgang til spisskompetanse både hjemme og ute som vil kunne verdiøke nye prosjekter selskapet går inn i i utlandet.
- Det ansees for å være av vesentlig betydning å kunne trekke til seg talenter til et norsk basert selskap og på denne måten bidra til videreutviklingen av det norske kompetansemiljøet innenfor tele- og IT bransjen.
- Ved å vokse sterkere ute oppnås stordriftsfordeler, lavere enhetskostnader og kostnadseffektivisering, noe som vil gi lavere priser på tjenester som leveres i det norske markedet.
- Det kreves størrelse for å bli foretrukket som partner i internasjonale prosjekter og samarbeidsrelasjoner. Størrelse er også viktig for selv å kunne velge partnere og påvirke innhold og retning i partnerskapet. Telenor har potensiale til å kunne utvikle enda sterkere partnerrelasjoner innenfor sine hovedsatsingsområder.
- Liten eller ingen vekst for Telenor innebærer i realiteten stagnasjon og markedsmessig tilbakegang. Faren for kompetanseflukt øker, og selskapet risikerer å komme inn i en ond sirkel med svekket forretningsmessig og finansiell handlefrihet.

Den vekststrategi som styret legger opp til for å møte utfordringene på en offensiv måte bør iverksettes snarest, slik at finansmarkedet får et tidlig signal om Telenors strategiske retning. Dette vil gjøre selskapet mer troverdig og attraktivt i forbindelse med børsintroduksjonen. Realiseringen av vekststrategien som bl.a. bygger på at børsintroduksjonen skjer gjennom en kapitalutvidelse hvor provenyet går inn i selskapet, forutsetter at Telenor allerede nå sikres større finansiell kapasitet og fleksibilitet enn det selskapet kan make innenfor fastlagte mål om selskapets soliditet. Styret vil derfor allerede nå, dvs. minst et 1/2 år før børsintroduksjonen kan finne sted, anbefale at soliditetsmålet på 42,5 % kan fravikes med sikte på straks å kunne iverksette den vekststrategi selskapet legger opp til, bl.a. gjennom økt ekstern opplåning. Etter styrets vurdering vil en tidsbegrenset nedgang i selskapets bokførte egenkapitalandel ikke få negative konsekvenser for børsintroduksjonen. Tvert imot må dette forventes å resultere i høyere verdivurderinger siden lånemidlene benyttes til fornuftige investeringer som posisjonerer Telenor og bidrar til å gjøre vekststrategien troverdig. Styret anser det forsvarlig med en økt ekstern opplåning på inntil 30 mrd. kroner fram mot børsnotering, forutsatt at midlene brukes på investeringer med god forventet avkastning og som bygger opp under selskapets strategi. Styret vil foreta en streng prioritering av de konkrete investeringsprosjekter og vil påse at det utføres risikoanalyser som sikrer at Telenor ikke påtar seg for stor risiko i forhold til selskapets egenkapitalfundament og inntjening. Det forutsettes videre at konsernets totale porteføljesammensetning underkastes løpende vurdering i forhold til robusthet mot økonomiske tilbakeslag i bransjen eller mer generelt.

Med dette opplegget vil selskapets bokførte egenkapitalandel midlertidig kunne komme under 25%. Gjelden vil likevel være moderat sett i forhold til den forventede markedsverdi av egenkapitalen. Siden opplåningen etter styrets opplegg vil bli delvis refinansiert til egenkapital ved børsintroduksjonen, anser styret dette som fullt forsvarlig. Styret vil legge vekt på at Telenor fortsatt skal ha en god kredittrating.

Selv om utvidet ekstern opplåning vil gi Telenor et rimelig handlerom for å iverksette vekststrategien, kan det likevel oppstå investeringsmuligheter før børsintroduksjonen som krever ytterligere finansiell beredskap. Styret tenker

her spesielt på mulighetene for å kunne medvirke i større strukturforretninger, og der kapitalbehovet vil overstige de rammer styret anser forsvarlig å lånefinansiere. Styret vil derfor foreslå at staten kan foreta kapitalinnskudd på kort varsel forut for en børsintroduksjon, dersom et forslag om en betydelig investering tilsier det. Denne type investeringsmuligheter oppstår vanligvis brått og har stramme tidsfrister for saksbehandling og beslutning. Aktører som ønsker å delta i slike store forretninger vil derfor på forhånd måtte innhente samtykke fra sine eiere. I Telenors tilfelle innebærer dette at Regjeringen på forhånd har innhentet nødvendige fullmakter fra Stortinget. Dersom Regjeringen finner å kunne imøtekomme styrets anmodning om statlig kapitalinnskudd før børsintroduksjonen, vil styret foreslå at det avsettes en ramme på inntil 30 mrd. kroner. Et slikt kapitalinnskudd kan for eksempel skje gjennom et ansvarlig obligasjonslån fra staten som gjøres konvertibelt slik at staten kan velge mellom å få lånet tilbakebetalt helt eller delvis, eller å omdanne lånet helt eller delvis til aksjekapital. Styrets henvendelse kan etter dette oppsummeres i 3 hovedpunkter:

1. Beslutning om børsintroduksjon av Telenor bør fattes så snart som mulig. Siktemålet bør være å gjennomføre børsintroduksjonen i løpet av 2. halvår 2000. Det er i selskapets, statens og det norske samfunns interesse at børsintroduksjonen skjer som en offentlig emisjon, slik at Telenor tilføres midlene og settes i stand til å realisere sin vekststrategi.
2. Vekststrategien bør iverksettes før børsintroduksjonen. Dette bør finansieres gjennom økt ekstern opplåning. Omfanget må tilpasses investeringsmulighetene. Styret anser at beløp inntil 30 mrd. kroner vil være forsvarlig.
3. Dersom det oppstår meget store investeringsmuligheter i forbindelse med strukturforretninger der beslutning om eventuell deltagelse må tas på korteste varsel, eller ved andre ekstraordinære forhold, bør det legges til rette for kapitalinnskudd fra staten, og at beslutningstiden gjøres tilstrekkelig kort.

For nærmere omtale av Telenors virksomhet og planer, viser styret til de etterfølgende avsnitt og til det foreliggende informasjonsmemorandum om Telenor som følger vedlagt, og som er utarbeidet sammen med Christiania Markets og HSBC.

10.3 Telenors videre planer og utvikling

10.3.1 Visjon og hovedmål

Telenors *visjon* er å anerkjennes som en av de mest kompetente, kreative og pålitelige leverandører og samarbeidspartnere. Telenor skal være en ledende kraft i fornyelse og innovasjon innenfor selskapets virkeområde, og skal ha en aktiv rolle som pådriver og utformer av informasjonssamfunnet både i nordisk og internasjonal sammenheng.

Telenors *hovedmål* er å skape størst mulig verdivekst for eiere. Selskapets verdiskapning er basert på:

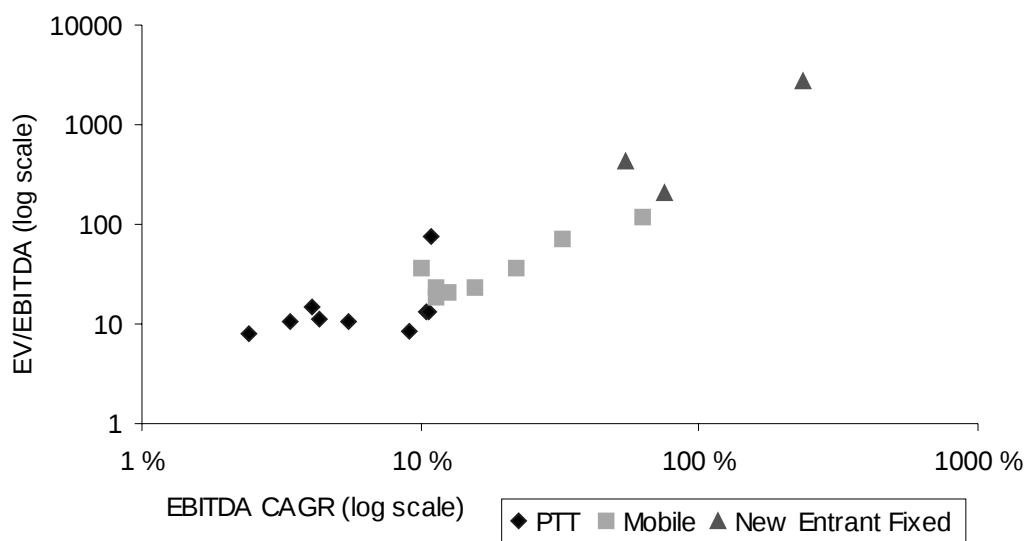
- fremtidsrettet fornyelse og posisjonering som tjenesteleverandør
- å være en førsterangs arbeidsgiver som tiltrekker den beste kompetansen
- satsingsvilje - bredt hjemme og fokusert ute, samt evne til å håndtere risiko

- kostnadseffektiv drift og kontinuerlig forbedring i alle ledd av verdikjeden

Telenor anser det som helt nødvendig å oppnå en forretningsmessig vekst minst på nivå med sammenlignbare selskaper. For *hjemmemarkedet* vil den videre utvikling kreve fokus på lønnsomhet, innovasjonstakt, kostnadseffektivitet og servicegrad. Målet for den *internasjonale virksomheten* vil være ytterligere posisjonering og vekst konsentrert om områdene mobile og internett-baserte tjenester globalt og tv-tjenester i Norden. Selskapets strategi for satsingen både hjemme og ute er presentert i nærmere detalj i kapittel 5 i informasjonsmemorandumet.

10.3.2 Hvorfor vekstselskap

De selskaper som har en klar vekststrategi og evne til å gjennomføre en lønnsom vekst får en vesentlig høyere verdi på børsen enn andre selskaper. Om Telenors investeringer og vekst avgrenses til det nivå en har hatt de siste årene, vil verdisettingen bli mer beskjeden. Figuren nedenfor viser en klar sammenheng mellom veksten i et selskap angitt ved den horisontale akse (årlig vekst i EBITDA, d.v.s. driftsresultat før avskrivninger) og markedets verdsettelse av et selskap angitt ved den vertikale akse (EV, d.v.s. markedsverdien av egenkapital og gjeld i forhold til EBITDA).



Figur 3.1

For Telenor vil en sterk vekst og høy verdivurdering bare være mulig gjennom sterkere vekst i utlandet. Gjennom den posisjon Telenor har opparbeidet internasjonalt betraktes selskapet som en attraktiv partner. Dette bringer Telenor interessante investerings- og vekstmuligheter som bør utnyttes.

Innenfor denne bransjen er det betydelige stordriftsfordeler, bl.a. når det gjelder utvikling av nye systemer og tjenester. Gjennom vekst ute oppstår dermed også muligheter for stordriftsfordeler, kostnadseffektivisering og lavere priser på tjenester som leveres i det norske markedet.

Teknologi- og markedsutvikling innen tele- og IT-bransjen er ressurskrevende, slik at partnerskap ofte er aktuelt. Ved det vil man kunne oppnå risikodeling, sikre kompetanseutvikling og videreutvikle finansiell styrke. Størrelse teller for å være interessant som partner. Telenor trenger derfor utvidede rammer for å kunne utvikle seg til en posisjon der selskapet selv kan velge sine partnere og styre partnerskapets innhold og retning.

Det er styrets vurdering at manglende vekst vil føre til stagnasjon og dermed svekket forretningsmessig og finansiell handlefrihet og tap av kompetanse og effektivitet. I så fall er risikoen

stor for at Telenor vil bli et mål for overtagelse. Det blir en meget krevende oppgave å styre unna en slik ond sirkel. Styret ser det imidlertid slik at dersom Telenors finansielle rammebetingelser utvides som anbefalt, vil selskapet stå godt rustet til å ta fatt på utfordringene. Telenors vekststrategi innebærer betydelige investeringer også i eierandeler i bestående selskaper. Prisene som i dag betales for eierandeler i interessante mobil- og internettsselskaper er meget høye, og det kan reises spørsmål om slike selskaper har ytterligere potensiale for verdivekst, eller om risikoen for verditap er større. Styret legger til grunn at det på lang sikt vil være en vekst i de markeder der Telenor opererer og i de forhold som driver verdiene i selskap som Telenor. Telenors vekststrategi bør imidlertid ikke baseres på en rent finansiell vurdering av det generelle markedsnivået på telekom-aksjer. Når Telenor kjøper seg inn i eksisterende selskaper vil det normalt være ut fra en industriell begrunnelse. Vurderingen vil da være at Telenor kan bidra til å verdioke selskapene ytterligere ved tilførsel av kompetanse og utvikling av nye tjenester og forretningsmodeller.

3.3.3 Telenor i Norge og internasjonalt

Telenor har et solid utgangspunkt for sin vekststrategi gjennom en ledende teknologisk og markedsmessig posisjon i Norge. Selskapet er en kommersielt orientert og konkurransevillig aktør i markedet. Den videre satsing i Norge vil være bredt fundert som tilbyder av avanserte teletjenester i hele landet. Samtidig må selskapet være beredt på ytterligere konkurransepress. Selskapet vil derfor satse betydelig på å styrke sine kunderelasjoner, service og markedsføring og samtidig åpne sine interne verdikjeder og derigjennom eksponere virksomheten for enda mer konkurranse. Telenors forretningsmessige utvikling og vekst vil kreve betydelig kapitalinnsats, både til markedsutvikling, forskning og utvikling og utbygging av ny infrastruktur basert på nye teknologier.

Internasjonalt er de prioriterte geografiske områdene for Telenors vekststrategi (1) Norge, (2) Norden, (3) Europa, og (4) Sørøst-Asia. Gjennom sine etablerte aktiviteter i Sentral- og Øst-Europa har Telenor et meget gunstig utgangspunkt for videre ekspansjon sammenlignet med andre vestlige teleoperatører. Vekstpotensialet i denne delen av Europa ansees for å være gode, men risikoen er stor. Sørøst-Asia er et område med høy vekst hvor mulighetene for å oppnå økonomiske gevinster ansees for høye. For begge disse geografiske områdene gjelder at de store, verdensomspennende aktørene ennå ikke har gjort sine inntog for fullt. Dette gjør det fortsatt mulig for Telenor å sikre seg attraktive posisjoner.

For å oppnå stor verdiskapning av engasjementer i utlandet er det viktig med størst mulig operasjonell innflytelse, eller helst kontroll. Dette øker kravet til investeringsmidler. Telenor vil ha en aktiv tilpasning av sin investeringsportefølje, hvor salg, bytte, eller separat børsnotering også kan være aktuelt. Det er imidlertid hverken mulig eller ønskelig å finansiere selskapets vekst ved salg av virksomheter.

3.4 Kapitalbehov og -struktur

Ved etableringen av Telenor som aksjeselskap i 1994 ble det lagt til grunn at selskapet trengte en solid kapitalbase og dermed en høy kredittrating ved sin inntreden som låntager i de internasjonale lånemarkeder. I tråd med tradisjonell praksis ble det da etablert en ambisjon om å opprettholde et bokført egenkapitalnivå i forhold til totale eiendeler (egenkapitalandel). For Telenors del ble minimum egenkapitalandel satt til 42,5%. Dette har bidratt til at Telenor har evnet å konkurrere effektivt i lånemarkedene og vært i stand til å påta seg ambisiøse investeringer i Norge og utlandet.

Det nåværende mål for egenkapitalandel er imidlertid ikke lengre hensiktsmessig. Det setter en uheldig begrensning på Telenors investerings- og vekstmuligheter i tiden frem til børsnotering. Egenkapitalandelen er heller ikke av vesentlig betydning for kapitalmarkedet. Egenkapitalandelen varierer sterkt fra selskap til selskap, og variasjoner innenfor vide grenser synes ikke å ha betydning for markedets vurdering av verdien. I dag legges det større vekt på markedsbaserte mål og kontantstrømmål slik som gjeld i forhold til operativ kontantstrøm og rentedekningsgrad. Dette henger bl.a. sammen med behovet for internasjonalt sammenlignbare måltall som ikke påvirkes av bl.a. forskjeller i regnskapsprinsipper mellom land og selskaper.

Det er vesentlig at Telenor ikke har en ulempe vis a vis konkurrerende selskaper ved å stå overfor restriksjoner som et soliditetskrav som konkurrentene ikke har. Telenors finansielle stabilitet bør bli målt ved de samme kriterier som markedet for øvrig, og som Telenor vil møte etter børsintroduksjon.

3.4.1 Kapitalstruktur i forhold til valgt strategi

For at Telenor skal kunne operere effektivt etter en vekststrategi må det etter styrets syn legges til rette for en betydelig økt fleksibilitet i selskapets kapitalstruktur, på kort sikt fram mot børsnoteringen. I et lengre perspektiv vil det fortsatt være nødvendig å opprettholde en sterk og stabil egenkapitalbase for å underbygge investorers og långiveres tillit til selskapet.

Det er styrets oppfatning at Telenor med økt finansiell fleksibilitet vil ha en tilfredsstillende beredskap for raskt å kunne iverksette den vekststrategi selskapet legger opp til.

Med dagens egenkapital i selskapet, og under gitte forutsetninger om de investeringer som eventuelt gjøres, er det styrets vurdering at Telenor kan finansiere investeringer og oppkjøp ved å foreta låneopptak på opp mot 30 mrd. kroner utover selskapets egen kontantstrøm og fortsatt holde sin kreditt-rating innenfor «investment grade» med en tilfredsstillende margin. «Investment grade» innebærer BBB eller bedre. Selskapets kreditt-rating i dag er AA. Den økning i rentemargin på selskapets lån som dette vil medføre vil være beskjeden i forhold til de verdier som investeringene må forventes å skape.

Styret vil likevel understreke at Telenor ikke under noen omstendighet vil øke opplåningen mer enn at selskapet opprettholder sin «investment grade» rating hos de internasjonale kreditt-rating byråene. «Investment grade» er en forutsetning for at Telenor skal ha mulighet til å låne i de store internasjonale obligasjonsmarkedene.

Styret vil også anbefale at Regjeringen innhenter fullmakt fra Stortinget til på kort varsel å gi Telenor kapitalinnskudd i forbindelse med konkrete investeringer av stor strategisk betydning. Et slikt arrangement vil sikre Telenor fleksibilitet til å utvikle selskapet og tilrettelegge en kapitalstruktur tilpasset markedets krav og forventninger i forbindelse med børsintroduksjonen.

3.4.2 Kapitalstruktur frem til børsintroduksjon

Det vil være styrets klare anbefaling at eieren, i forbindelse med et vedtak om delprivatisering av Telenor, samtidig gjør det klart at reduksjonen av statens eierandel vil skje ved at selskapet tilføres ny kapital fra markedet. Dette, i kombinasjon med en mer fleksibel holdning til selskapets kapitalstruktur forut for

en børsnotering som skissert ovenfor, vil være et tydelig signal til markedet om at Telenor har eierens klare støtte for sin vekststrategi.

Det er av vesentlig betydning for verdivurderingen av Telenor i forbindelse med børsintroduksjonen at selskapet fremstår som et vekstselskap med en fokusert strategi. Ved børsintroduksjonen vil det bli forventet at Telenor evner å forklare selskapets strategiske retning, og at selskapet kan dokumentere evne til å gjennomføre strategien. Det er derfor svært viktig at selskapet settes i stand til å realisere en vekststrategi allerede nå. Det vil underbygge og forsterke budskapet om Telenors profil som vekstorientert selskap ved børsnoteringen. I tillegg vil staten på denne måten kunne høste verdimessig av investeringer som gjøres i tiden frem til børsnoteringen.

3.4.3 Konsernets finansielle hovedmål

I forbindelse med tidligere §10-planer og anmodninger om kapitalutvidelser har Telenor satt en rekke finansielle mål knyttet til regnskapsmessige resultater og regnskapsmessige balansestørrelser. Heller ikke disse målene er lengre hensiktsmessige fordi de ikke knytter seg til de forhold som er avgjørende for de verdier som skapes for eieren. Disse tidligere finansielle målene vil også legge avgjørende begrensninger på selskapets investerings- og vekstmuligheter. Bl.a. vil en vekststrategi i en investeringsfase medføre svake regnskapsmessige resultater.

Telenor arbeider nå med å utvikle styringsmål som knytter seg mer direkte til de forhold som ansees å være avgjørende for utviklingen i aksjekursen. Regnskapsmessige mål vil fortsatt stå sentralt, men hovedvekten vil legges på andre størrelser enn regnskapsmessig kapitalavkastning.

Telenor vil videreutvikle sine etablerte målekriterier for å påse at strategien følges, at risikoutviklingen for konsernet følges opp og at man sikrer fokus på verdiutvikling for eieren. De tre sentrale områdene som de finansielle vurderingskriteriene fokuserer på er:

- Inntektsvekst, marginutvikling og kontantstrøm i hjemmemarkedet
- Investeringskriterier, porteføljestyring og risikohåndtering ved investeringer ute
- Verdivurderinger av oppkjøpte og nystartede virksomheter basert på sammenlignende analyser

I hjemmemarkedet vil Telenor legge avgjørende vekt på å sikre fokus på effektiv kapitalbruk, god kontantstrøm og lønnsomhet i driften samt markedsposisjon i et modent marked. Styringskriteriene vil også sette fokus på kompetanseutvikling, innovasjonskraft og produktutvikling for å legge grunnlaget for fremtidige inntekter.

Kritisk prioritering av kapitalbruk står sentralt i Telenors investeringsbeslutninger. Investeringskriterier for de internasjonale investeringene er fokusert på å sikre konsistens med strategiske mål, sikre at investeringens kontantstrøm over tid er tilfredsstillende gitt risikoprofilen i prosjektet, samt å vurdere hvilke muligheter Telenor har til å avhende investeringen på et senere tidspunkt.

Det vil fortsatt være aktuelt å gjennomføre verdivurderinger av isolerte investeringer i selskaper ute for å skaffe informasjon om hvilke kapitalressur-

ser som konsernet har tilgjengelig i sin løpende vurdering av strategi og posisjonering.

I tråd med praksis for børsnoterte selskap vil det ikke være aktuelt å annonsere tallfestede mål for Telenors styringsparametre. Derimot vil Telenor - som nå - i forbindelse med regnskapsfremleggelse også publisere analytisk informasjon om selskapets virksomhet. Kapitalmarkedsaktørene vil basere seg på egne analyser og sammenligninger av slike nøkkeltall i sine vurderinger av selskapet.

3.5 Avsluttende kommentarer

Styret i Telenor har gjennom dette brevet og informasjonsmemorandumet om Telenors virksomhet søkt og gi en nøktern og realistisk beskrivelse av selskapets situasjon etter fusjonsbruddet med Telia og har skissert hovedtrekkene i den strategiske retning Telenor bør følge inn i det nye årtusen. Styret har stor tro på at Telenor vil kunne lykkes med sin vekststrategi forutsatt at rammebetingelsene knyttet til fremtidig eierskap og kapitalforhold blir tilpasset den utviklingstrend som avspeiler seg innenfor den globale tele- og IT-industrien.

Tilfredsstillende kapitaltilgang og hensiktsmessig eierstruktur vil i seg selv ikke være tilstrekkelig for å sikre langsiktig overlevelse som uavhengig nasjonalt selskap i en bransje preget av global konkurranse, og hvor de store aktørene stadig blir større og færre i antall. Den kanskje mest avgjørende suksessfaktoren for å kunne beholde og videreutvikle Telenor som et norsk basert selskap, vil være tilgang på kompetanse til å dekke alle de nye oppgaver og utfordringer selskapet vil møte når vekststrategien skal realiseres. En av Telenors fremste oppgaver blir derfor å skape en dynamisk bedriftskultur med spennende arbeidsoppgaver og utviklingsmuligheter som kan tiltrekke seg unge talenter og samtidig bidra til å skape ringvirkninger og sterke fagmiljøer innenfor den samlede norske IKT-virksomheten.

Dersom norske bedrifter ikke lykkes med å rekruttere de nyutdannede talentene til sine virksomheter i Norge, eller til avdelinger i utlandet, innebærer dette i realiteten at norsk kompetanse gradvis blir eksportvare. Dette vil på sikt bidra til utarming av de norske fagmiljøene og vil etter hvert svekke de norske bedriftenes utviklingsmuligheter og konkurranseevne. Når styret finner det nødvendig å uttrykke bekymring mot denne uheldige utviklingstrenden, er det fordi Telenor allerede har merket tendenser til kompetanseflukt fra den norske IKT-industrien. De internasjonale selskapene kan ofte tilby bedre betingelser enn det de små og mellomstore norske bedriftene ser seg i stand til. Med den vekststrategi styret legger opp til, har Telenor en god mulighet til å motvirke denne negative trenden, og vil ved en fornuftig og fremtidsrettet rekrutterings- og personalpolitikk kunne ta vare på og videreutvikle et sterkt norskbasert fagmiljø innenfor en industri som fortsatt er i rivende utvikling.

CAPITAL STRUCTURE, CAPITAL REQUIREMENTS AND STRATEGY

Letter 10 February 2000 from HSBC Investment Bank plc to the Directors, Telenor AS.

We are writing to you in respect of the two documents both dated 10 Februar 2000. («Documents») prepared in relation to Telenor's capital struc-

ture, capital requirements and strategy, namely the letter to the Ministry of Transport and Communications («Letter») and the related Information Memorandum («Memorandum»)

We have discussed the Letter with you as well as with Christiania Bank. Together with Christiania Bank, we have helped you in the preparation of the Memorandum based on information provided by Telenor, which we have not independently verified.

Whilst the commercial and operational reasoning contained in the Documents are Telenor's responsibility, based on the current state of the markets we endorse the conclusions contained in the Documents and we support the recommendations put forward in the Letter. In particular, in the context of the proposals put forward in the Letter (and as elaborated in the Memorandum), we believe that:

- depending on the overall financial impact of the acquisitions, it would be feasible in the short term for Telenor to increase its gearing by raising significant new debt in pursuit of its growth strategy whilst retaining investment grade status and without materially adversely impacting debt margins;
- but, in the longer term, the maintenance of an investment grade rating, continuing development of the growth strategy and Telenor's competitive position in existing markets would be hindered if new equity were not introduced (in the form of an issue of new shares in an IPO or through a subscription of new shares by the owner).

In our opinion, the Documents contain all significant relevant information for the purposes for which they are prepared and are a fair and reasoned presentation of this information.

KAPITALSTRUKTUR, KAPITALKRAV OG STRATEGI FOR TELENOR AS

Brev av 10.02.2000 fra Christiania Markets til styret i Telenor AS.

Vi viser til to dokumenter som er utarbeidet i forbindelse med kapitalstruktur, - krav og strategi for Telenor AS («Telenor»): Brev fra Styret i Telenor til Samferdselsdepartementet ad. «Det videre arbeid i Telenor» og det tilhørende Informasjonsmemorandum utarbeidet av HSBC Investment Bank og Christiania Markets («De finansielle rådgivere») i samarbeid med administrasjonen i Telenor.

De finansielle rådgivere har bidratt med råd i forbindelse med utarbeidelsen av brevet til Samferdselsdepartementet. Informasjonen som fremkommer i brevet og i Informasjonsmemorandumet er ikke blitt uavhengig verifisert. De kommersielle og operasjonelle vurderingene i dokumentasjonen er Telenors egne, men vi understreker at Christiania Markets fullt og helt støtter de anbefalinger som fremkommer i brevet til Samferdselsdepartementet. Denne støtten er basert blant annet på våre vurderinger om de aktuelle forholdene i finansmarkedene.

Ved børsintroduksjon vil det bli forventet at Telenor evner å forklare selskapets strategiske retning, og at selskapet kan dokumentere evne til å gjennomføre strategien. Telenors kapitalstruktur er et sentralt element i denne sammenheng.

Det nåværende mål for egenkapitalandel setter en begrensning på Telenors investerings- og vekstmuligheter i tiden frem til børsnotering. Bokført egenkapitalandel vektlegges idag ikke spesielt sterkt i kapitalmarkedets vurdering av verdier i Telecom-selskaper, da det nå er langt viktigere med markedsbaserte mål og kontantstrømsmål, slik som gjeld i forhold til operativ kontantstrøm og rentedekningsgrad. Det er vesentlig at Telenor ikke har en ulempe vis a vis konkurrerende selskaper ved å stå overfor restriksjoner som et soliditetskrav som konkurrentene ikke har. I et lengre perspektiv til det imidlertid fortsatt være nødvendig å opprettholde en sterk og stabil egenkapitalbase for å underbygge investorers og långiveres tillit til selskapet.

Christiania Markets vil anbefale for styret at det gir sin anbefaling til staten om at det gjøres klart overfor finansmarkedene at reduksjonen av statens eierandel ved børsintroduksjon vil skje ved at selskapet tilføres ny egenkapital fra markedet gjennom en emisjon.

Med dagens egenkapital, og under gitte forutsetninger om de investeringer som eventuelt gjøres, vil Christiania Markets videre kunne støtte en anbefaling om at Telenor kan finansiere investeringer og oppkjøp ved å foreta låneopptak på opp mot 30 mrd. kroner utover selskapets egen kontantstrøm såfremt dette innebærer at Telenor beholder sin kredittrating innenfor «Investment grade» med en tilfredsstillende margin.

«Investment grade» innebærer BBB-kredittrating eller bedre. Selskapets kredittrating i dag er AA. Christiania Markets er av den oppfatning at den økningen i rentemargin på selskapets lån som dette vil medføre vil bære beskjeden i forhold til de verdier som investeringene må forventes å skape.

En uttalt strategi om at Telenor vil gjennomføre en offentlig emisjon ifm børsnotering i kombinasjon med en mer fleksibel holdning til selskapets kapitalstruktur forut for en børsnotering, som skissert ovenfor, vil bære et tydelig signal til markedet om at Telenor har eierens klare støtte for sin vekststrategi.

Etter Christiania Markets' oppfatning gir brevet til Samferdselsdepartementet og Informasjonsmemorandumet til sammen en fornuftig og velbalansert fremstilling av den nødvendige informasjon i forbindelse med en vurdering av Telenors behov for økt finansiell fleksibilitet i tiden frem til en børsnotering av selskapet.

Vedlegg 2

Børsintroduksjon av Telenor

Brev av 04.04.2000 fra Styret i Telenor AS til Samferdselsdepartementet

Styret i Telenor AS viser til sitt brev av 11. februar til Samferdselsdepartementet, hvor styret ga uttrykk for synspunkter på viktige spørsmål i forbindelse med den forestående børsintroduksjon av Telenor. Styret ønsker å komme med enkelte utdypinger på bakgrunn av vurderinger som er kommet fram i den rapporten datert 14. mars som Merrill Lynch har utarbeidet på oppdrag fra departementet, og på bakgrunn av møter selskapets administrasjon har hatt med en rekke norske og utenlandske banker og meglerhus.

Styret vil understreke betydningen av at Telenor får mulighet til å gjennomføre en klar vekststrategi, og at selskapet ved børsintroduksjon posisjoneres som et vekstselskap. Etter styrets vurdering vil slik strategi og posisjonering være til fordel for selskapet, for staten som eier og for næringsutviklingen i Norge.

Posisjonering av Telenor som et vekstselskap, innebærer at selskapet må gis en sterk kapitalbase som gir grunnlag for ekspansjon. Styret ga i brevet av 11. februar til departementet uttrykk for at børsintroduksjonen burde skje som en emisjon, slik at midlene tilfaller selskapet, og at staten reduserer sin eierandel gjennom utvanning. Denne anbefalingen er basert på at Telenor i forbindelse med børsintroduksjonen legger fram en troverdig strategi for hvordan midlene skal investeres i lønnsomme prosjekter. Den er også basert på at Telenor i tiden fram til børsintroduksjonen investerer betydelige beløp, slik at selskapet ikke fremstår som overkapitalisert om det blir en ren emisjon.

På bakgrunn av at en vil ha større klarhet og kunnskap om disse forhold nærmere børsintroduksjonen, vil styret ikke ha innvendinger mot at den endelige beslutning om det skal bli en ren emisjon eller en kombinasjon av emisjon og nedsalg, fattes nærmere selve gjennomføringen av børsintroduksjonen. Styret er innforstått med at konklusjonen også må ses i sammenheng med selve størrelsen på aksjesalget i markedet.

Det er styrets vurdering at den strategi og gjennomføringsevne Telenor hittil har vist, vil medføre at selskapet får en meget høy markedsverdi ved børsintroduksjonen. Verdien av selskapet vil også bli påvirket av hvordan staten opptrer som eier. Det vil virke positivt på verdien om det er en bred politisk tilslutning til at selskapet får gjennomføre en vekststrategi, og at det over tid er sammenheng og konsistens i de eierbeslutninger staten tar.

Vedlegg 3

Børsnotering av Telenor - aksjer til ansatte m.v.

Brev av 04.04.2000 fra styret i Telenor AS til Samferdselsdepartementet

3.6 Innledning

Styret i Telenor AS har i brev av 11. februar 2000 til Samferdselsdepartementet anbefalt at den forestående delprivatisering av Telenor bør gjennomføres som en offentlig emisjon, og har i denne forbindelse redegjort nærmere for den internasjonale vekststrategi styret legger opp til, og som nødvendiggjør tilførsel av ny egenkapital. I brevet understreket styret også betydningen av tilstrekkelig tilgang på kompetanse for å dekke alle de nye oppgavene og utfordringer selskapet vil møte når vekststrategien skal realiseres, og uttrykte samtidig bekymring over de tendenser til kompetanseflukt fra den norske IKT-industrien som allerede er observert.

For Telenors langsiktige overlevelse som uavhengig nasjonalt selskap vil det være av avgjørende betydning å lykkes med å rekruttere unge talenter, samt beholde og videreutvikle dyktige medarbeidere og ledere. Dersom Telenor skal kunne hevde seg i konkurransen om den beste kompetansen innenfor sine satsningsområder, må selskapet gis muligheter for å tilby belønningssystemer som sammen med de faglige utfordringene gjør det interessant for de dyktigste medarbeiderne og ledere å komme til og bli værende i Telenor. I denne sammenheng fremstår tilbud om medeierskap og belønningsordninger knyttet til selskapets aksjekursutvikling som nødvendige virkemidler.

På denne bakgrunn ønsker styret at det ved den kommende børsintroduksjonen legges opp til en ordning der alle de ansatte i Telenor får anledning til å kjøpe aksjer i selskapet på gunstige vilkår. Det vil dessuten bli utformet et hensiktsmessig incentivprogram for ledere og nøkkelmedarbeidere. I etterfølgende avsnitt gir styret uttrykk for sitt syn på prinsippene for de aktuelle ordninger med sikte på eventuell omtale i Samferdselsdepartementets proposisjon til Stortinget om saken. Styret legger til grunn at konkrete forslag til ordninger blir nærmere utredet og behandlet i selskapets organer på vanlig måte.

Som følge av at børsintroduksjonen av Telenor blir den største som noen gang har funnet sted i Norge, vil styret reise spørsmål om Regjeringen vil være innstilt på å vurdere generelle stimuleringsiltak med sikte på at spredningssalget av aksjer til det norske publikum blir størst mulig. Dette vil sammen med godt opplegg for de ansattes aksjekjøp, bidra til å gjøre emisjonen vellykket, og med et betydelig innslag av norsk eierskap.

3.7 Behov for nye belønningsordninger i Telenor

Trenden på arbeidsmarkedet

Konkurransen om arbeidskraft med spesialkompetanse blir stadig sterkere. På grunn av globalisering og utvikling av internett-økonomien er markedet for spisskompetanse blitt internasjonalt og etterspørselen sterkt økende innenfor visse kompetanseområder. Relativt lave fødselskull i de yngre årsklasser i

dagens Norge innebærer at konkurransen om kompetansen blir særlig stor i årskullene med den ferskeste utdanning f.eks innenfor IT. Flere og flere selskaper «sponser» dyktige studenter på høyskoler og universiteter og gir dem spennende oppdrag i studietiden relatert til egen bedrift gjennom sommerjobber, utviklingsprogrammer, trainee-programmer og lignende.

Parallelt med den økte etterspørsel etter spisskompetanse foregår en utvikling med større grad av individualisering, hvor dyktige medarbeiderne og ledere i økende utstrekning vil søke seg til arbeidsplasser hvor de kan styrke og få god avkastning på sin utdanning, så vel som på sine erfaringer, personlige egenskaper og nettverk. Hyppige endringer og omstillinger i næringslivet bidrar dessuten til å øke etterspørselen etter belønningsformer som kan kompensere for usikkerhet omkring tryggheten i ansettelsesforhold.

Fokus på verdiskapning og økt motivasjon

Et av hovedargumentene for bruk av aksjebasert avlønning for ledere er tro på at ledelsen i bedriftene har sammenfallende interesser med eiere/aksjonærer. Ved å knytte avlønningen direkte til utviklingen av selskapets aksjekurs, vil dette bidra til at ledelsen i større grad vil definere strategier, mål og gjennomføre aktiviteter som bidrar til en positiv verdiutvikling for selskapet. Internasjonalt har aksjebasert avlønning blant ledere blitt så vanlig og omfattende at lederne representerer betydelige eierandeler i mange selskaper.

I forbindelse med børsintroduksjonen vil aksjemarkedet legge vekt på at det er slike ordninger i selskapet, og dette vil ha direkte betydning for verdisettingen av Telenor og derved verdien av statens eierpost.

Det å sikre motivasjon og fokus blant medarbeidere er et annet viktig argument for bruken av aksjebasert avlønning. Medeierskap for de ansatte er en viktig del av mange bedrifters personalpolitikk og bedriftskultur og er ment å skulle bidra positivt til selskapets egen vekst og utvikling. Tanken er at alle skal få en del av verdiskapningen i tillegg til vanlig lønn. Gjennom sitt medeierskap vil de ansatte også i større grad enn vanlig opptre som ambassadører for selskapet, noe som anses viktig i forbindelse med IPO-prosessen og senere emisjoner.

Telenors situasjon

Telenor har i flere år merket effekten av mangel på IT-kompetanse i markedet. Tendensen har tidligere år vært at kompetente medarbeidere har blitt hentet til andre IT-selskaper eller til IT-jobber i selskaper i andre bransjer til vesentlig høyere lønnsnivåer enn Telenor har ønsket å legge seg på. Denne utviklingen kompletteres i 1999 og 2000 av en ny og mer aggressiv trend som går på at enkeltpersoner eller miljøer slutter i Telenor og starer opp egne virksomheter eller inngår i nyetablerte selskaper særlig innenfor internett-relatert virksomhet. Disse gruppe lokkes nå i stadig økende grad med aksjerelaterte pakker. Årsaken til dette er at nyetablerte bedrifter ofte har relativt dårlig lønnsevne, og lokker da istedenfor med medeierskapsløsninger som kan gi desto større uttelling dersom virksomheten lykkes.

De utviklingstrender som her er beskrevet stiller krav til utvikling av belønningsformer som ivaretar behovet for avkastning i forhold til den enkeltes kompetanse. For at Telenor skal ha de samme mulighetene til å kunne til-

trekke seg og beholde nøkkelpersoner med viktig spisskompetanse som konkurrerende bedrifter i andre land, er det derfor viktig å utvikle attraktive belønningsformer som kan relateres til kursutviklingen på selskapets aksjer.

3.8 Belønningsordninger i andre selskaper

I forbindelse med senere års børsintroduksjoner (**I**nitial **P**ublic **O**ffering) av statseide teleselskaper i Europa, har det vært vanlig å la de ansatte få anledning til å kjøpe aksjer i selskapene på gunstige vilkår. Ordningene varierer fra land til land og formålet er å bidra til å gjøre børsintroduksjonen mest mulig vellykket for alle impliserte parter. Salg av ansatte- aksjer ved emisjoner er mest utbredt i USA, der 90% av alle selskaper tilbyr slike programmer for sine ansatte. Interessen for aksjekjøp vil naturlig nok variere fra selskap til selskap, bl.a. avhengig av hvor omfattende og gunstig ordningene blir utformet. Eksempelvis kjøpte 67% av de ansatte aksjer i Deutsche Telekom da selskapet ble børsnotert i november 1996, mens 42% av de ansatte i France Telecom deltok da dette selskapet kom på børs i oktober 1997. I et eget vedlegg til dette brev gis en kortfattet oversikt over hvilke ordninger som har blitt benyttet ved børsintroduksjoner i den seneste tid. Oversikten er utarbeidet av Christiania Markets og omfatter både norske og utenlandske selskaper.

3.9 Hovedrammer og -innhold i mulige aksjekjøpsordninger for ansatte og ledere i Telenor

a) De ansattes andel av IPO-en

Telenors emisjon blir etter norske forhold meget stor, og styret vil på denne bakgrunn tilrå at det legges opp til en ordning som går utover skattelovens någjeldende grenser for ansattes aksjetegning med rabatt. Dette vil innebære fordelsbeskatning. Illustrasjonsmessig kan nevnes at en ansatt-transje på 1% vil utgjøre mellom 250-500 mill. kroner avhengig av Telenors verdi og emisjonens størrelse. Til sammenligning fikk de ansatte i France Telecom etter fransk lov reservert 10% av emisjonsbeløpet ved selskapets IPO i 1997. I andre store telekomselskaper er det ikke uvanlig at tildelingen til de ansatte er større enn 1% av emisjonsbeløpet.

Spørsmålet om hvor stor andel av Telenors emisjon ved IPO-en som bør reserveres for de ansatte, må drøftes nærmere i samråd med Telenors eier og de rådgivere som skal lede børsforberedelsene.

b) Generell ordning for alle

Etter styrets vurdering bør det ved børsintroduksjonen tas sikte på å etablere en *generell* ordning for ansattes kjøp av aksjer. Dette innebærer at alle ansatte får lik adgang til å kjøpe aksjer med garantert tildeling innenfor en øvre beløpsgrense. Styret vil antyde at beløpsgrensen settes betydelig høyere enn den maksimalgrense som skatteloven fastsetter for ansattes kjøp av aksjer med skattefritak. Av praktiske grunner bør det også fastsettes en minstegrense for tegning av aksjer.

Det fastsettes en rabatt som kan utgjøre en bestemt prosent av tegningsbeløpet. Rabatten gis ikke ved tildeling, men oppnås ved tildeling av gratis

aksjer etter for eksempel 3 år. Ansatte som slutter før 3 år er gått mister i utgangspunktet retten til gratis aksjer. Her bør det gjøres tilpasninger ved oppsigelser og andre situasjoner som ikke skyldes den ansattes eget forhold.

I tillegg til forannevnte IPO- tildeling, bør det etableres et årlig tildelingsprogram for alle ansatte innenfor skattelovens rammer.

Når det gjelder spørsmålet om finansiering av de ansattes aksjekjøp, vil styret anse det naturlig at Telenor medvirker til at det etableres en tilfredsstillende ordning, men det forutsettes at selskapet ikke påtar seg kredittrisiko eller annet finansielt ansvar i forbindelse med de ansattes kjøp av aksjer. Styret forutsetter ellers at det i god tid før børsintroduksjonen utarbeides informasjonsmaterieell til alle ansatte om det å være aksjeeier og de risiki som er knyttet til investeringer i aksjer

c) Incentivordning for ledere og nøkkelmedarbeidere

Under henvisning til avsnitt 2 foran, anses styret det nødvendig å etablere en aksjebasert belønningsordning for ledere og nøkkelmedarbeidere i Telenor-konsernet, eksempelvis ved en bonusordning der bonusens størrelse bl.a. er knyttet til utviklingen av selskapets aksjekurs, realisering av strategiske mål, samt utviklingen innenfor eget ansvarsområde.

Styret anser det som avgjørende at selskapet har mulighet for å kunne tilby ordninger med utgangspunkt i hva som til enhver tid er vanlig i sammenlignbar virksomhet. Det vil være av stor betydning både for staten som eier og for det norske samfunnet at Telenor makter å skaffe seg de beste ledere og den beste spesialkompetanse.

3.10 Avsluttende kommentarer

Styret har i denne omgang ikke funnet det hensiktsmessig å foreta nærmere utredninger av foranstående modellskisser og har heller ikke vurdert økonomiske og praktiske konsekvenser ved administrasjon av slike ordninger. Modellskissen har vært drøftet med personalorganisasjonene i Telenor. Styret legger til grunn at man må komme tilbake til disse forhold når departementet har tatt stilling til styrets innspill i forbindelse med fremleggelsen av proposisjonen til Stortinget.
