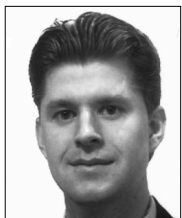


Opsjoner i internett-selskaper



TERJE BAKKEN (33) er utdannet Master of Science i Finans fra BI. Han har erfaring fra ledelse og konsulentvirksomhet i ulike selskaper. Han er i dag finansiell rådgiver i verdipapirforetaket Reiten & Co ASA.



MORTEN ENOKSEN (27) er siviløkonom fra Universitetet i Calgary. Han har erfaring som investeringsanalytiker og corporate finance medarbeider fra Kværner Investments AS. Han er i dag finansiell rådgiver i verdipapirforetaket Reiten & Co ASA.

Opsjoner til en bred andel av de ansatte i internettrelaterte virksomheter har fått en betydelig utbredelse på meget kort tid. Vi ser en klar tendens til at majoriteten av de ansatte nå inkluderes i denne type incentivordninger. Vi vil i denne artikkelen se litt nærmere på hva en opsjon innebærer, formålet med ansatteopsjoner og hvorfor denne type opsjoner har fått en slik bred utbredelse i denne sektoren. Samtidig ønsker vi å belyse hvilke ulike konsekvenser slike opsjonsprogram kan gi, og å se litt nærmere på tilretteleggingen fra norske myndigheter sin side for å supportere eierspredning blant ansatte i disse selskapene.

ET LITE TILBAKEBLIKK

Opsjonskontrakter kan dateres helt tilbake til 1600-tallet. En liten historie fra virkeligheten illustrerer bruken av opsjoner i en svunnen tid, men med interessante konsekvenser – uten sammenlikning for øvrig, eller ...? Det hele begynte med at en professor i botanikk hadde tatt med seg tulipanløk fra Tyrkia til Holland, en plante som ble svært populær blant hollenderne.

Mange av plantene som vokste frem var utsatt for et ikke dødelig virus som trigget det som skulle vise seg å bli de første opsjonskontraktene i verden. Viruset medførte at tulipanene utviklet forskjellige fargemønstre i motsetning til en ensfarget, vanlig tulipan. Disse «spesielle» tulipanene ble svært ettertraktet i markedet.

Populariteten varierte hvert år med hvilken farge og stil tulipanen hadde, så forhandlere begynte å spekulere i hva kundene ville kjøpe. Dette medførte at prisene på tulipanløk gikk i været. Alle typer mennesker deltok i spekulasjonene rundt tulipanløken, og snart pantsatte man hus, eiendom og juveler for å være med på denne «fantastiske» utviklingen.

Kjøpsopsjoner ble konstruert slik at forhandlerne kunne tjene enda mer på spekulasjonene sine i forbindelse med tulipanløken.

Man konstruerte opsjoner som ga opsjons-

haveren rett til å kjøpe tulipanløk til en avtalt pris i løpet av et avtalt tidsrom. La oss si at markedsverdien på tulipanløk var 100 gylden. Da konstruerte man f.eks. en opsjon der opsjonshaveren betalte en opsjonspremie på 20 gylden for å ha rett til å kjøpe tulipanløken til 100 gylden i løpet av et gitt tidsrom. Dersom prisen på tulipanløk steg til 200 gylden, ville opsjonshaveren ha en firedobling på investeringen sin ($200 - 100 - 20 = 80$), i motsetning til en dobling dersom opsjonshaveren i stedet hadde kjøpt tulipanene på tradisjonelt vis ($200 - 100 = 100$).

Opsjonene som ble introdusert medførte at tulipanløkmarkedet ble veldig spekulativt. Etter en stund med høye priser begynte mange å selge sine beholdninger. Da tok det ikke lang tid før hele markedet var i panikk, og snart hadde den spesielle tulipanløken samme verdi som en vanlig løk. Svingningene i dette markedet og den etterfølgende kollapsen medførte at Holland gikk inn i en langvarig resesjon ...»

Som historien over illustrerer, er opsjoner ikke noe nytt fenomen, men har eksistert som et derivat over en lang periode. Opsjoner i den form vi kjenner dem i dag hadde sitt store gjennombrudd da Chicago Board of Options Exchange startet med handel av opsjonskontrakter våren 1973.

Den brede anvendelsen av opsjoner både i kapitalmarkedet og som incentivprogram har

dog ikke hatt den samme utbredelse i Norge som i USA. Riktignok har vi i Norge ved flere anledninger observert tilbud om opsjoner til nøkkelpersoner i flere børsnoterte selskaper. Det som synes nytt i denne sektoren, er at opsjoner tilbys til et større antall ansatte enn det som tradisjonelt sett har vært vanlig. Samtidig er en større del av disse selskaperenes egenkapital bundet opp i opsjoner.

Vi mener det er viktig å være klar over at opsjoner til ansatte også i stor grad forekommer i bransjer som i den senere tid har hatt noenlunde tilsvarende utvikling og struktur som internettbransjen (f.eks. Telecom, mobilteknologi og teknologi/IT – TMT).

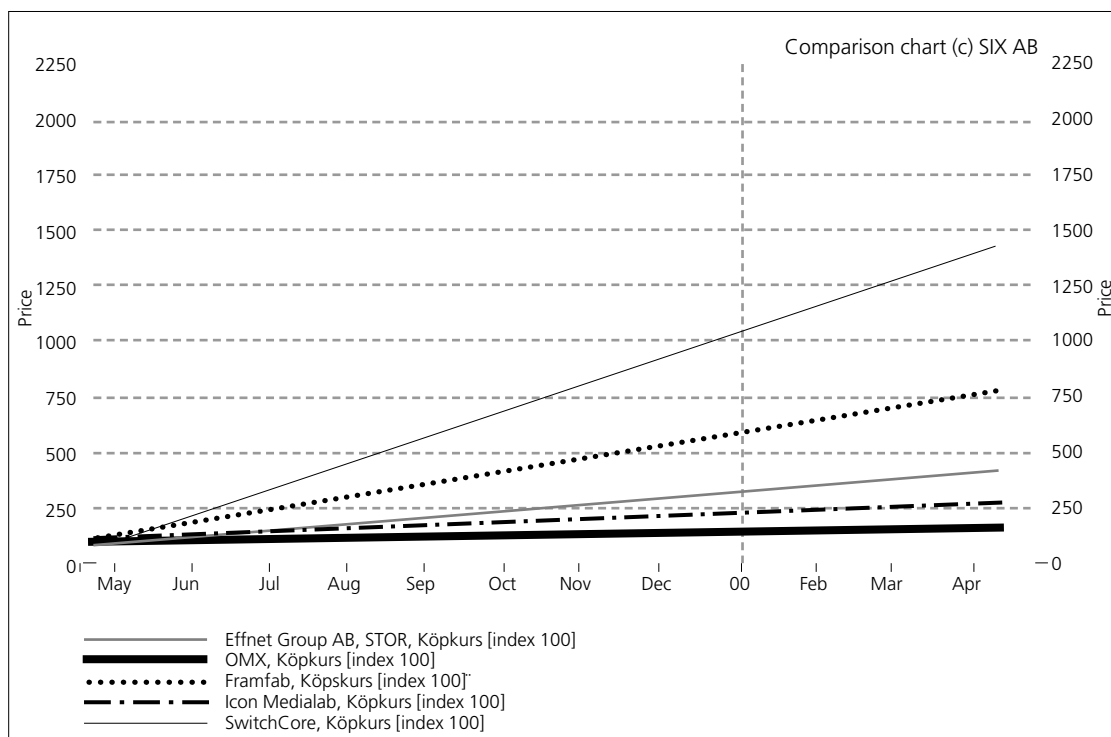
Hva har særpreget internettbransjen sett i relasjon til det finansielle markedet?

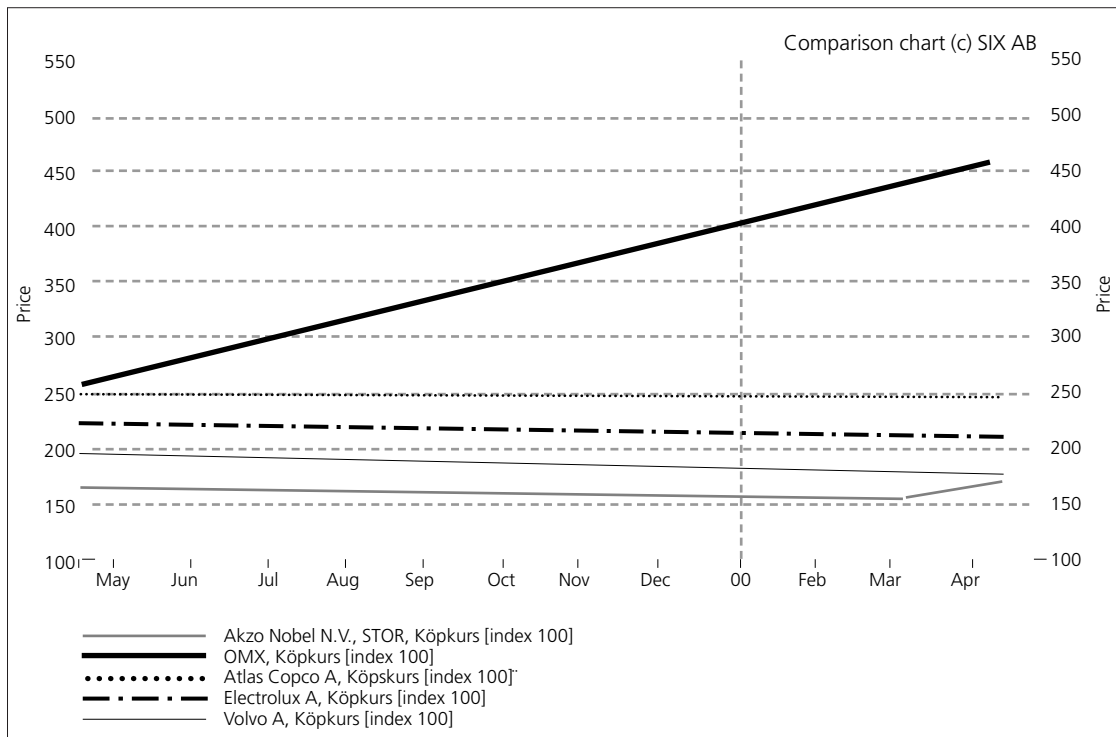
1. Fantastisk avkastning med begrenset eller ikke tilstedeværende inntjening/resultat.
2. Aksjekursen til de børsnoterte internett-selskapene preges av meget høy volatilitet samtidig som handlet volum ligger på høyde med tradisjonelle selskaper.
3. Verdifastsettelse av selskapene gjennom fundamentale modeller kan vanskelig tilpasses etablert «markedspris».

Vil dette særpreget vedvare? Vi tror ikke det,

etter vår oppfatning vil «støvet legge seg» og krav til verdiskapning vil igjen prise aktørene også i denne industrien. Vi tror grunnen til dette blant annet ligger i manglende forståelse av hvilken betydning de ulike internett-selskapene vil ha for eksisterende verdikjeder og etablering av nye. Satt på spissen finnes det i dag like mange verdsettelse som det finnes analytikere, og dette kan være med på å forklare det volatile aksjemarkedet. Som et resultat har ikke finans-analytikere klart å etablere et konsensus omkring hvilke parametere som skal vurderes ved prising av denne typen selskaper. Vår påstand er at den dagen analytikermiljøet enes om hvilke parametere som skal danne konsensus ved verdsettelsen av internett-selskaper, vil markedet stabilisere seg. Mange vil da falle fra, og et fåtall aktører vil danne dominerende posisjoner for fremtiden.

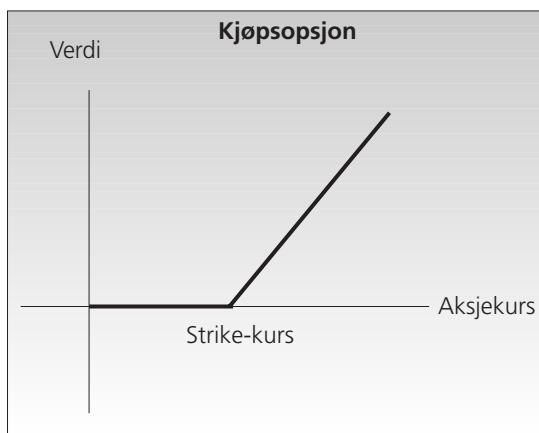
Nedenfor er en grafisk fremstilling av fire svenske internettrelaterte selskaper og fire selskaper fra den tradisjonelle økonomien, sammenlignet med OMX. Grafen er ment å gi et bilde av forskjellen i volatilitet mellom internettrelaterte selskaper og selskaper innenfor tradisjonell industri. Vi har ikke gjort en statistisk analyse av forskjellene.





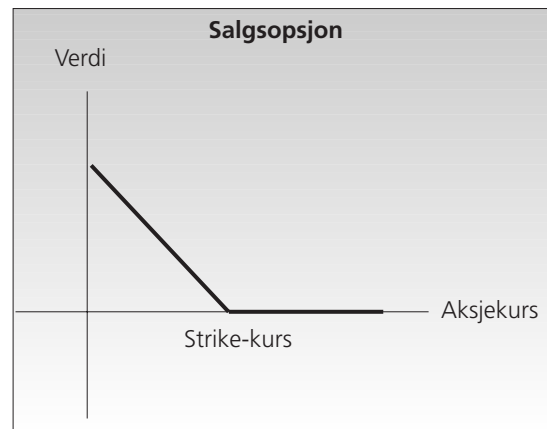
HVORDAN FUNGERER EN OPSJON?

Generelt kan man si at en opsjon er en kontrakt mellom to parter som gir eieren av opsjonen rett (men ikke plikt) til å kjøpe eller selge en aksje til en avtalt pris innenfor et bestemt tidsrom. Vi vil konsentrere oss om kjøpsopsjoner, da disse er mest relevante å benytte i sammenheng med en ansatt. Det vil være et dårlig signal til kapitalmarkedet og eksisterende aksjonærer å utstede salgsopsjoner i et selskap som skal skape fremtidige verdier, hvor de ansatte aksjonærene har garantert oppside.



Verdien av en opsjon er i første rekke, som for andre finansielle instrumenter, basert på forventet avkastning og risiko. Følgende faktorer vil være med på å bestemme verdien på en opsjon:

1. Markedsverdi – dagens markedspris på den underliggende aksjen. En økning i aksjekursen vil medføre en høyere pris på opsjonen.
2. Strikekurs – avtalt pris som aksjen kan kjøpes til ved innløsning (innløsningskurs). Jo høyere strikekurs desto lavere verdi er det på opsjonen.



3. Risiko – verdien på en opsjon er direkte relatert til hvor volatil den underliggende aksjen er i forhold til resten av markedet. Dersom det er høy volatilitet i aksjen, vil det være mer sannsynlig at opsjonen blir utøvd; derav høyere verdi på opsjonen.
4. Tidshorisont – prisen på en opsjon vil alltid være relatert til i hvilket tidsrom man kan utøve opsjonen. Dersom man har et langt

tidsperspektiv, vil det være mer sannsynlig at opsjonens strikekurs er lavere enn markedspris, og derigjennom større sannsynlighet for at opsjonen innløses.

5. Risikofri rente – relaterer seg til nåverdien av den fremtidige strikeprisen. Jo høyere risikofri rente er, jo høyere verdi på opsjonen.

Disse faktorene kan oppsummeres i «Black Scholes Option Pricing Model» som priser en opsjon på følgende måte:

$$CALL = P_0 N [d_1] - SN [d_2] e^{-Tk}$$

$$d_1 = \frac{\ln [P_0/S] + Tk}{\sigma T^{1/2}} + \frac{\sigma T^{1/2}}{2}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma T^{1/2}$$

- $N [d]$ = kumulative distribusjons funksjon
 σ = standard deviasjon på avkastningskravet på den underliggende aksjen
 T = tid til opsjonen utgår
 k = risikofri rente
 S = strikeprisen på opsjonen
 P_0 = nåverdien på den underliggende aksjen
 \ln = base e logaritme funksjon

Teknisk sett er det visse forutsetninger for anvendelse av denne modellen:

- Avkastningen på aksjen følger en lognormal distribusjon
- Den risikofrie renten og volatiliteten er konstant i løpet av opsjonens liv
- Det er ikke skatt eller transaksjonskostnader i forbindelse med opsjonen
- Det vil ikke være noen utbyttebetaling i forbindelse med aksjen
- Kjøpsopsjonen er europeisk

OPSJONER I INTERNETTERELATERTE VIRKSOMHETER

Mange av selskapene som har etablert seg i forbindelse med utviklingen i internettbransjen de siste årene, har i stor grad brukt opsjoner som en del av avlønningen til sine ansatte. En utfordring for internettbransjen har vært å holde på ansatte og tiltrekke seg nye uten å måtte betale store summer i lønn.

Endrede konkurranseforhold og verdidrivere?

I den vestlige delen av verden ser vi tendenser som trekker i retning av en konsentrasjon omkring kompetanse og servicerelaterte virksomheter. Resultatet er at produksjonsmidlene i morgendagens vestlige selskaper i hovedsak blir de ansatte og deres kompetanse. Det sentrale vil således, som tidligere nevnt, være de enkelte selskapers evne til å tiltrekke seg og holde på sentrale ansatte.

Også i det finansielle markedet observerer vi et økende fokus på selskapenes evne til å synliggjøre bindinger mot nøkkelpersoner.

Et annet tydelig trekk blant oppstartsvirksomheter og selskaper som ikke tidligere har satt et bredt eierskap blant ansatte på agendaen, er at opsjonene synes å bli tildelet uten tilknytning til målbare prestasjoner, samt uten vederlag ved tildeling.

Hvorfor har opsjoner som incentivmiddel gått fra å være forbeholdt de få til å bli en mer eller mindre selvfølghet blant ansatte i internettelskaper?

Tilbud om opsjoner til nøkkelpersoner presses frem som et resultat av tidligere nevnte konkurransemessige elementer. I tillegg introduserer Internett et globalt fokus som resulterer i en raskere tilpasning til det som er standard i ledende verdensregioner. USA har en betydelig lenger tradisjon med opsjoner til ansatte, og gjennom Internett har dette rokket ved historisk eierkontroll i det norske næringliv.

- ♣ Tilbud om opsjoner til ansatte presses frem gjennom industriens globale struktur.

I dag kommer også tilbudet som et resultat av krav fra investorer som ønskes invitert inn i de mange emisjoner som preger bransjen. Det er en klar tendens til at aksjonærstruktur betyr mye for denne type selskaper, og i vurderingen av aksjonærstrukturen vil andelen av selskapet som eies eller tilbys eid (gjennom opsjoner) til nøkkelpersoner i virksomheten, være en viktig faktor.

- ♣ Tilbud om opsjoner til ansatte presses frem gjennom krav fra det finansielle markedet.

Når dette er sagt, er det viktig å merke seg at for en investor bør det være et viktig signal for verdiskapning at sannsynligheten for at de ansattes opsjoner faktisk innløses på gitte tidspunkter er størst mulig, sammenliknet med hvor stort opsjonsprogrammet faktisk er. Parameterne som bestemmer dette, vil typisk være hvilken innløsningskurs opsjonen har, hvor lang tid det er frem til innløsning kan inntreffe, og sist men uten tvil den vesentligste – *kursstigningen i den underliggende aksjen*.

Etterspørselen etter opsjoner burde med dagens praksis være ubegrenset, da opsjonene i utgangspunktet blir tildelt vederlagsfritt.

♣ Etterspørselen blir stor, da risikoen er lav.

Eksempelvis benytter man i Sverige Black & Scholes modellen til å beregne prisen på opsjonen. Den ansatte må deretter kjøpe opsjonen til fastsatt markedspris. Opsjonen blir således betraktet som et verdipapir og skattlegges som kapitalinntekt.

En viktig vurdering av etterspørselen etter opsjoner vil således være å se den i sammenheng med opsjonens reelle innvirkning på en arbeidstakers motivasjon i sitt arbeid. Som beskrevet over, vil verdien av en opsjon henge sammen med volatiliteten til den underliggende aksjen. Ser vi på internettsektoren frem til i dag, er det vel liten tvil om av sektoren preges av sterk volatilitet og stor finansiell avkastning. Således er det nærliggende å anta at opsjonene for de ansatte frem til i dag har hatt en reell motiverende virkning.

♣ Etterspørselen er i hovedsak motivert fra observert finansiell verdistigning uten synlige krav til resultater.

Som tidligere beskrevet, tror vi det kun er et tidsspørsmål før den ekstreme volatiliteten i internettaksjer avtar og en mer normal kursutvikling finner sted. Et resultat kan være at de tradisjonelle incentivordningene kommer tilbake. Med dette menes incentivordninger som er relatert til f.eks. topp/bunntlinje. Mens samtidig er det blitt etablert en norm for ansattes medeierskap i norske virksomheter.

TILRETTELEGGING FRA MYNDIGHETENES SIDE

For at man skal kunne tildele opsjoner til ansatte i norske selskaper, må man, for å slippe skatt ved tildeling, tildele til minst 5 heltidsansatte dersom selskapet har 17 eller flere heltidsansatte. Dersom selskapet har mellom 10 og 17 heltidsansatte, må minst 1/3 få tilbud, og dersom det er 10 eller færre heltidsansatte, er det ingen regel om hvor mange som må få tilbud.

Man forutsetter også at skattepliktig beløp ved tildeling ikke overstiger NOK 600 000. Dersom beløpet overstiger NOK 600 000, er hele beløpet, inklusiv de første NOK 600 000, skattepliktig ved tildeling.

Myndighetene jobber for tiden med nye regler som mest sannsynlig trer i kraft før sommeren. De nye reglene medfører ingen vesentlig endring i forhold til de gamle. Det som vil bli fjernet, er kravene til hvor mange som skal omfattes av programmet. I tillegg flyttes beskatningen fra tildelingstidspunktet til tidspunkt for innløsning av opsjonen.

Fordelen ved at ansatte tildeles opsjoner, anses som skattepliktig lønnsvederlag og skattlegges ved innløsningstidspunktet med inntil 55,3% inntektsskatt og 25,5% arbeidsgiveravgift på differansen mellom strikekurs og markedsverdi, dersom fordelene overstiger 16 G.

Forutsatt at kjøpsopsjonen ikke er børsnotert, beregnes den skattepliktige fordel ved tildelingstidspunktet som følger:

Markedsverdi på underliggende aksje ved tildeling av opsjonen + En prosent av markedsverdien pr. måned i opsjonens maksimale løpetid, dog maksimalt 100%

- = Brutto skattepliktig verdi ved tildeling
- Den ansattes kostnad ved tildeling av opsjonen
- Den ansattes kostnad ved salg eller innløsning av opsjonen

= Skattepliktig beløp ved tildelingstidspunktet

For å illustrere utfordringene i forhold til inntektsbeskatning og arbeidsgiveravgift av ansatteopsjoner har vi laget et eksempel som tar

utgangspunkt i et unotert selskap som er i en oppstartfase uten en etablert markedsverdi.

MP3 er et norsk selskap med 40 heltidsansatte som lager programvare for MP-3 teknologi (distribusjon av musikk over Internett).

Selskapets styre har på siste styremøte vedtatt at man skal utstede 300 000 opsjoner på lik basis til 5 ledende ansatte i selskapet. Selskapet er inne i en viktig fase der man ønsker å vokse og etablere datterselskaper i Sverige og Danmark. De 5 ledende ansatte som er tiltenkt opsjonene, har ikke vært med siden starten og har dermed ingen eierposisjon i selskapet fra før. Styret ser det som nødvendig å utstede opsjoner for å beholde de ansatte og sikre kompetansen internt i selskapet. Verdien på selskapet er i utgangspunktet satt til NOK 10 per aksje, og strikekursen (innløsningskursen) for opsjonene vil også være NOK 10.

Opsjonene skal utstedes 10. januar, som er om to uker. Opsjonene blir utstedt med tre ulike innløsningsstidspunkter: januar om 1 år, januar om 2 år, januar om 3 år.

Vi skal gå gjennom et scenario som tar for seg de fire neste årene for MP3, og se hvordan opsjonene blir beskattet både for selskapet og for de ansatte:

1 periode

Selskapet driver med utvikling og man gjør ingen emisjoner eller lignende, slik at verdien på selskapet fremdeles er NOK 10 per aksje. De ansatte løser inn 100 000 opsjoner ved å betale NOK 10 per aksje. Siden det ikke har vært noen verdiøkning på selskapet, vil ikke selskapet eller de ansatte bli utsatt for beskatning.

2 periode

I løpet av 2001/2002 vokser selskapet raskt, og man trenger ny kapital for å lansere en rekke nye prosjekter og ansette en del nye mennesker. Selskapet gjør en rettet emisjon mot utvalgte investorer, noe som priser selskapet til NOK 100 per aksje etter emisjonen. Når de ansatte igjen løser inn 100 000 opsjoner i januar 2002, vil dette medføre følgende for selskapet og de ansatte:

| | |
|-------------|---------|
| Aksjekurs: | NOK 100 |
| Strikekurs: | NOK 10 |
| Opsjoner: | 100.000 |

$$100.000 \times (100 - 10) = 9.000.000$$

| | |
|----------------------------|-------------|
| Inntektsskatt (55,3%) | = 4.977.000 |
| Arbeidsgiveravgift (26,5%) | = 2.385.000 |
| Totale skatter og avgifter | = 7.362.000 |

3 periode

I løpet av 2002/2003 har selskapet etablert en solid markedsposisjon og bestemmer seg for å gå på børs. Etter børsnoteringen blir selskapet priset til NOK 400 per aksje. Når så de ansatte løser inn sine siste 100 000 opsjoner januar 2003, får vi følgende situasjon:

| | |
|-------------|---------|
| Aksjekurs: | NOK 400 |
| Strikekurs: | NOK 10 |
| Opsjoner: | 100.000 |

$$100.000 \times (400 - 10) = 39.000.000$$

| | |
|----------------------------|--------------|
| Inntektsskatt (55,3%) | = 21.567.000 |
| Arbeidsgiveravgift (26,5%) | = 10.335.000 |
| Totale skatter og avgifter | = 31.902.000 |

Vi ser fra eksempelet hvordan situasjonen blir for de ansatte og selskapet når verdien på selskapet stiger. For å ta de ansatte først, må de mest sannsynlig selge aksjer for å klare å betale den skatteforpliktelsen de får i forbindelse med periode 2 og 3. Arbeidsgiveravgiften vil også være en likviditetsmessig utfordring for selskapet.

4 periode

I løpet av høsten 2003 får vi en korleksjon i dette markedet, og børsverdien på MP3 faller til NOK 200 millioner. De ansatte blir nervøse og selger sine aksjer i selskapet. I denne situasjonen vil oppsjonshaverne kun få 28% fradrag på det tapet de har hatt i forbindelse med kursnedgangen.

Etter at de ansatte har løst inn opsjonen og sitter med aksjer i selskapet, vil de fremdeles bli honorert dersom det er en positiv verdiutvikling på selskapet. Det som ofte skjer er at mange ansatte selger aksjene når de får muligheten til det. Dette medfører at opsjoner i forbindelse med ansatteforhold kan være kortsiktige løsninger med tanke på det som er hensikten med dem (incentivordning, beholde kompetanse osv). Dette viser også at det ikke er noen kultur

blant ansatte for å sitte med aksjer i det selskapet de jobber i.

Den ansatte ønsker å sitte med likvide midler og ikke aksjer, noe som medfører at han/hun ikke lenger er bundet til selskapet på samme måte. Dersom den ansatte har hatt en god avkastning i forbindelse med sine opsjoner, vil han/hun kanskje søke andre muligheter til å erverve ansatteopsjoner. Lojaliteten til selskapet er ikke den samme, og man får igjen en «drain» av nøkkelpersonell fra selskapet.

HVORDAN ER ANSATTEOPSJONER MENT Å VIRKE?

De ansatte selv har prioritert opsjonsprogrammer i stedet for høye lønninger. Den verdiutviklingen som vi har sett på selskaper i internettbransjen de siste årene, har medført at de ansatte er villig til å gi avkall på høye lønninger for heller å få en del av verdiutviklingen på selskapet.

Samtidig ser tradisjonelle selskaper en «brain drain» til selskaper i den digitale økonomien, der det frem til i dag har vært mulig å distribuere et betydelig vekstpotensial til nøkkelpersoner i form av gunstige opsjonsprogrammer. Selskaper i den digitale verden konkurrerer med hverandre om å tilby nøkkelpersoner en del av den fremtidige verdiskapningen, som så langt mer eller mindre er drevet frem av det finansielle markedet.

I de fleste eksemplene skal ansatteopsjoner:

(i) forene interessene til ledelse, ansatte og aksjonærene, (ii) tiltrekke og beholde nøkkelpersonell, (iii) belønne selskapets ledelse og ansatte ved å gi dem eierinteresse i selskapet, (iv) skape en sammenheng mellom belønning til ledelse og ansatte og selskapets forutsetninger og økonomiske og finansielle mål.

Generelt bør opsjoner som blir utstedt til ansatte i en bedrift, i første rekke være en incentivordning som motiverer den ansatte til å gjøre en god jobb. Opsjoner er direkte knyttet til verdien på selskapet, som igjen er knyttet til omset-

ning og resultatutvikling. Den ansatte som får tildelt en opsjon, bør ha et ekstra fokus på resultatet og verdiutviklingen til selskapet, og bør også være villig til å yte mye for å sikre at verdien på opsjonen øker.

Som innledning til en drøfting omkring fundamentet for et opsjonsprogram til de ansatte, vil vi se nærmere på det som i teorien beskrives som «Prinsipal – agent» teori. Et prinsipal – agent forhold eksisterer når én av partene (prinsipalen) ansetter den andre (agenten) for å utføre visse tjenester. Tradisjonelt betyr dette også at prinsipalen delegerer noe beslutningsmyndighet til agenten.

Først vil selskapets aksjonærer i funksjon av prinsipal ansette en toppledelse som sin agent i virksomheten. Deretter fungerer toppledelsen som prinsipaler når de ansetter underordnede ledere som sine agenter. Litteraturen antyder videre at alle individer –

prinsipaler og agenter – motiveres ikke bare av finansiell kompensasjon, men også av utfordringer i arbeidssituasjonen samt ikke-økonomiske goder som fleksibilitet og fritid. Det sentrale budskapet i prinsipal – agent teori vil i relasjon til arbeidsforhold være hvordan en kan få agenten til å ivareta prinsipalens interesser. Eller sagt på en annen måte, hvordan en kan få selskapets beslutningstakere og nøkkelpersoner til å ivareta aksjonærenes interesser. Sett fra et eiermessig ståsted skal et utstedt opsjonsprogram i henhold til prinsipal-agent teorien ivareta eiernes interesser hva angår maksimering av aksjonærenes verdier. To elementer blir i så fall sentrale:

- ♣ Sammenheng mellom de virksomhetsområder den ansatte virkelig kan påvirke og,
- ♣ Hva han/hun faktisk blir målt opp mot ved etablering av incentivordninger (evt. opsjoner)

Etter vår oppfatning vil internettsektoren etter hvert måtte forholde seg til realitetene i punktene over. Vi tror at med en mulig korreksjon i aksjemarkedet og en «normalisering» av volati-

De ansatte i internettbransjen er villig til å gi avkall på høye lønninger for å få en del av selskapets verdiutvikling

liteten for disse selskapene, bør selskapene vurdere en tildelingsmodell som er relatert til den ansattes faktiske input.

KONSEKVENSER FOR AKSJONÆRENE

Selskapets eiere har vært viktige pådrivere til å utstede opsjoner.

Synliggjøring av verdiskapningspotensiale og strategisk posisjon har til nå vært sentralt for internettrelaterte virksomheter. Samtidig har denne type selskaper vist et betydelig behov for å oppkapitalisere virksomheten. Behovet for ekstern kapital blir stort av to hovedgrunner:

- ♣ Selskapenes evne til å generere kontantstrøm fra egen drift er begrenset.
- ♣ Tempoet i denne bransjen er stort. Selskapene må derfor iverksette kapitalkrevende prosesser før virksomheten genererer egen kontantstrøm.

I tillegg til at opsjoner til ansatte bør ivareta kompetanserelaterte elementer, vil det være viktig for aksjonærene at opsjonene konstrueres slik at de bidrar til å synliggjøre verdiskapning over tid. Dette kan en gjøre ved å tilrettelegge tidspunktet for innløsning og ved å justere kursen den ansatte har rett til å kjøpe den underliggende aksjen for.

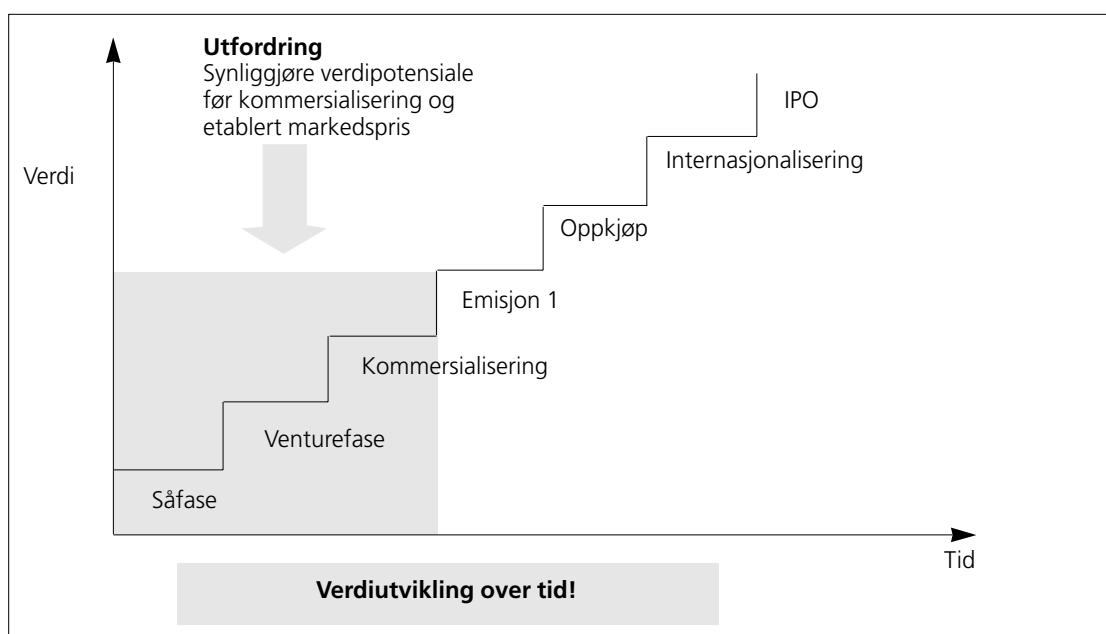
Det er viktig å påpeke at opsjoner til de ansatte faktisk, ved innløsning, bringer kapital inn til

selskapet. Kapital som kommer til virksomheten fra innløste ansatteopsjoner vil normalt være dyrere for investorene, sammenliknet med å hente inn kapital fra markedet. Prisen som investorene betaler er den utvanningen som finner sted, da opsjonen innløses på lavere verdier enn markedsprisen for aksjen (hvis ikke blir de ikke innløst).

For investorer bør derfor tre forhold søkes ivare tatt:

- ♣ Tiltrekke og motivere kompetent personell
- ♣ Legge til rette for fremtidige emisjoner på gunstigst mulig nivå
- ♣ Verdiøkning som legges til grunn ved innhenting av ekstern kapital, gitt legitimering av verdinivået gjennom opsjonsprogrammet, er større en utvanningen for eksisterende aksjonærer ved innløsning av ansatteopsjoner

Figuren under beskriver en typisk verdiutviklingsprosess for et internettelskap. Som tidligere nevnt er tidsbildet sterkt komprimert relatert til tradisjonell næringsetablering, samtidig som evnen til å gjøre investeringer over selskapets resultater sterkt begrenset. Hovedtyngden av opsjonsprogrammene som etableres legges til grunn i den fasen som er illustrert i det skraverte feltet.



ALTERNATIVE INCENTIVORDNINGER

Ansattes kompensasjonsordninger kan sees gjennom følgende dimensjoner:

1. Kort eller lang sikt
Kompensasjon kan være kortsiktig, normalt i form av kontanter eller egenkapital basert på periodens resultater, eller langsiktig, vanligvis i form av aksjeopsjoner hvis verdi er linket opp mot den langsiktige utviklingen i selskapets aksjer.
2. Kontant eller egenkapital
Kompensasjon kan være i form av kontanter eller egenkapital (aksjer og opsjoner). Selv om både kontant- og egenkapitalkompensasjon kan fungere i et lang- og kortsiktig perspektiv, er kontanter normalt sett bundet opp mot kortsiktig resultatutvikling, og egenkapital bundet opp mot langsiktig utvikling i selskapets aksjer.
3. Ikke-økonomisk kompensasjon
Omfatter alle former for kompensasjon som ikke relateres til økonomiske goder. Eksempler kan være ferie/fritid, firmabil, fri telefon, forsikring og helsetilbud m.m

Et alternativ til å gi opsjoner til nøkkelpersonell i en startfase er at man gjør en rettet emisjon mot de ansatte på lave inngangsverdier (før man har gjort emisjoner i markedet og etablert en markedspris på selskapet). Dette vil medføre at den ansatte må kjøpe seg inn i selskapet, men man slipper skatte- og arbeidsgiveravgiftproblematikken (her betaler man kun 28% skatt på eventuelle finansinntekter). Dette kan være en bedre modell dersom man tenker langsiktig. De ansatte vil fremdeles ha den samme motivasjonen som et opsjonsprogram ville medføre. Men man vil fremdeles ha den situasjonen at den ansatte antakelig ønsker å selge så snart prisen er høy og muligheten byr seg. Noe som kan løse denne problematikken er at den ansatte har bindingstid på aksjen. □

Litteraturhenvisninger

- Bjelland/Ernst & Young, *Skatteboken for næringsdrivende* (Index).
- Emery/Finnerty, *Principles of Finance With Corporate Applications* (West).
- Kaplan/Atkinson, *Advanced Management Accounting* (Prentice Hall).
- Malkiel, *A random Walk Down Wall Street* (Norton)