

# Eie eller ikke eie? (aksjer i Agder Energi)

Roy Mersland

Professor

Handeshøyskolen, UiA

# Oversikt over foredraget

- En eier av et selskap har fem oppgaver.  
Hvordan løses disse i Agder Energi?
- Risiko og muligheter ved å eie aksjer i Agder Energi
- Litt konkret om salg eller ikke salg

# Nå har vi det gående???

- «Den sleipe varianten er å selge sine aksjer i Agder Energi og bruke pengene til for eksempel å bygge en ny skole like før en kommunesammenslåing, nevnte assisterende rådmann Øyvind Johannessen»
  - Tvedestrandsposten, torsdag 11 september

# En levende debatt

- «Flekkefjord vil selge energi-aksjer»
  - NRK Sørlandet 8 juni 2005
- «Vil diskutere salg av aksjer» (Tvedestrand)
  - NRK Sørlandet 26 september 2008
- «Vil selge aksjene i Agder Energi» (Mandal)
  - Lindesnes 12 oktober 2012
- «Vil selge aksjer i Agder Energi» (Ordføreren i Farsund)
  - Farsunds Avis 27 desember 2012
- «Selger de energi aksjene?» (Gjerstad)
  - Aust-Agder Blad 17 mars 2014
- «Frykter sløsing med Agder Energi aksjene – Lillesand kan selge aksjene sine for å bygge kulturhus»
  - Fædrelandsvennen 20 mai 2014

En eier av et selskap har fem oppgaver. Hvordan løses disse i Agder Energi?

# Eierskapsutfordring 1:

## Holde seg oppdatert om selskapet

- Gode eiere holder seg oppdatert om selskapet
- Eierne må kommunisere seg imellom
- Eierne må kommunisere med selskapet
  
- AU – Arbeidsutvalget er Agdereiernes svar på denne utfordringen
  - Nyhetsbrev, [www.agdereierne.no](http://www.agdereierne.no), eiermøter, dialogmøter med «egne» styrerepresentanter

# Eierskapsutfordring 2: Kollektive beslutninger

- Eiere har forskjellige meninger
  - Ikke alle får det som de vil
  - Å fatte en beslutning tar tid og er kostbart
  - Konfliktløsning og konsensusøking mellom eiere er kostbart
  - 30 kommuner + Statkraft er utfordrende
- Agdereierne løser dette gjennom:
  - Eiermøter
  - Dialogmøter med Statkraft
  - Eierskapsmeldingen
  - Utbyttepolitikk
  - Aksjonæravtale med Statkraft
  - Viljeserklæringen
  - Koordinering gjennom AU

# Eierskapsutfordring 3:

## Kontrollere ledelsen

- Utfordrende i energibransjen
  - Høye kontantstrømmer
  - Ingen konkurranse (standard vare levert på børs)
  - Vanskelig å selge aksjer
- Avbøttingsmekanismer (styringsmekanismer) i AE
  - Godt styre med uavhengige representanter
  - Høye utbytteneivåer
  - Bruk av gjeld som styringsverktøy
  - Konsentrasjon omkring kjernevirksomhet



# Eierskapsutfordring 4: Tilgang på ny kapital

- En grunnleggende eieroppgave er å stille kapital til rådighet
- Mekanisme Nr. 1: Bestemme hvor stor del av overskuddet som blir igjen i selskapet hvert år
  - Utbytte
    - Utbytte er IKKE tapping av et selskap.
    - Å la penger være igjen i selskapet betyr at eiere oppkapitaliserer selskapet
- Mekanisme Nr. 2: Tilføre ny kapital pga krise, lovpålegg eller gode investeringsmuligheter
  - Slunkne kommunekasser
  - Utenfor dagens «kommunemandat»?
  - Muligens kan holdingmodell hjelpe litt?

# Eierskapsutfordring 5: Innestenging av kapital

- Eiere generelt ønsker mulighet for aksjesalg («exit»)
- Mange eierformer vanskeliggjør salg (familieeierskap, historisk eierskap, kommunalt eierskap etc.)
- Agdereierne har store verdier plassert i AE
- Lovverk, avtaleverk og historie vanskeliggjør salg
- Finnes potensielle kjøpere?
- Er «timingene» for salg god?
- Høye utbytter er et svar på denne utfordringer
- Holdingselskap kan muligens hjelpe litt



# Risiko og muligheter ved å eie aksjer i Agder Energi

# Risiko ved å eie Agder Energi I

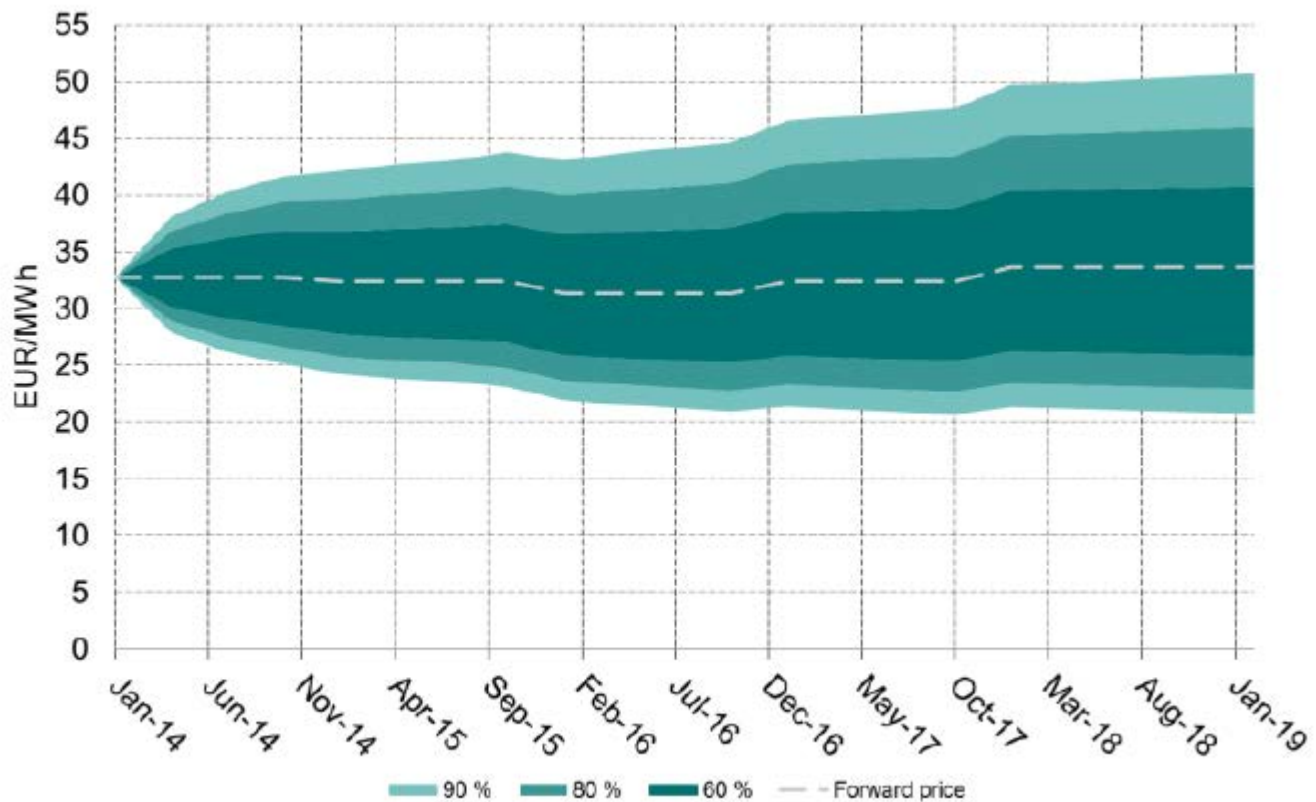
- Ny teknologi reduserer prisen på andre energikilder
  - Skifergass, solenergi, bølgekraft, vindkraft etc.
- Ny energikilde
  - Thorium, E-Cat, kaldfusjon etc.
  - «Iskutterne på Sørlandet vs fryseboksen»
- Endrede politiske rammevilkår
  - Statlig ekspropriering (urettferdig at noen kommuner er rike)
  - Endret skatteregime for kraftverk
  - Staten blir mer knepen med «vannkraftkommuner»

# Risiko ved å eie Agder Energi II

- Endring i tilbud og etterspørsel
  - Nytt vanndirektiv (reduert mulighet for magasinering av vann)
  - ENØK tiltak (beregnet potensiale 30 TWh)
  - Økt nedbør pga klima (beregnet til 5-15 TWh)
  - Grønne sertifikater (26 TWh)
  - Mindre eller mer industrikraft? (i dag mer enn 30 TWh)
  - Elektrifisering av sokkelen (5 TWh er totalbehovet)
  - Elektrifisering av bilparken (10 TWh med 90% andel elektriske biler)
  - Nytt atomkraftverk i Finland (utsatt nok en gang)
  - Oppgradering (eller nedbygging) av kjernekraft i Sverige
  - Gass, Europa, Russland
  - Baltikum og Polen
  - Mer elkraft i varmesektoren (30-40 TWh?)

# Stor grad av usikkerhet ift fremtidspriser på kraft

Figur 1 - 7: Fem år med forwardpriser og usikkerhetsvifte



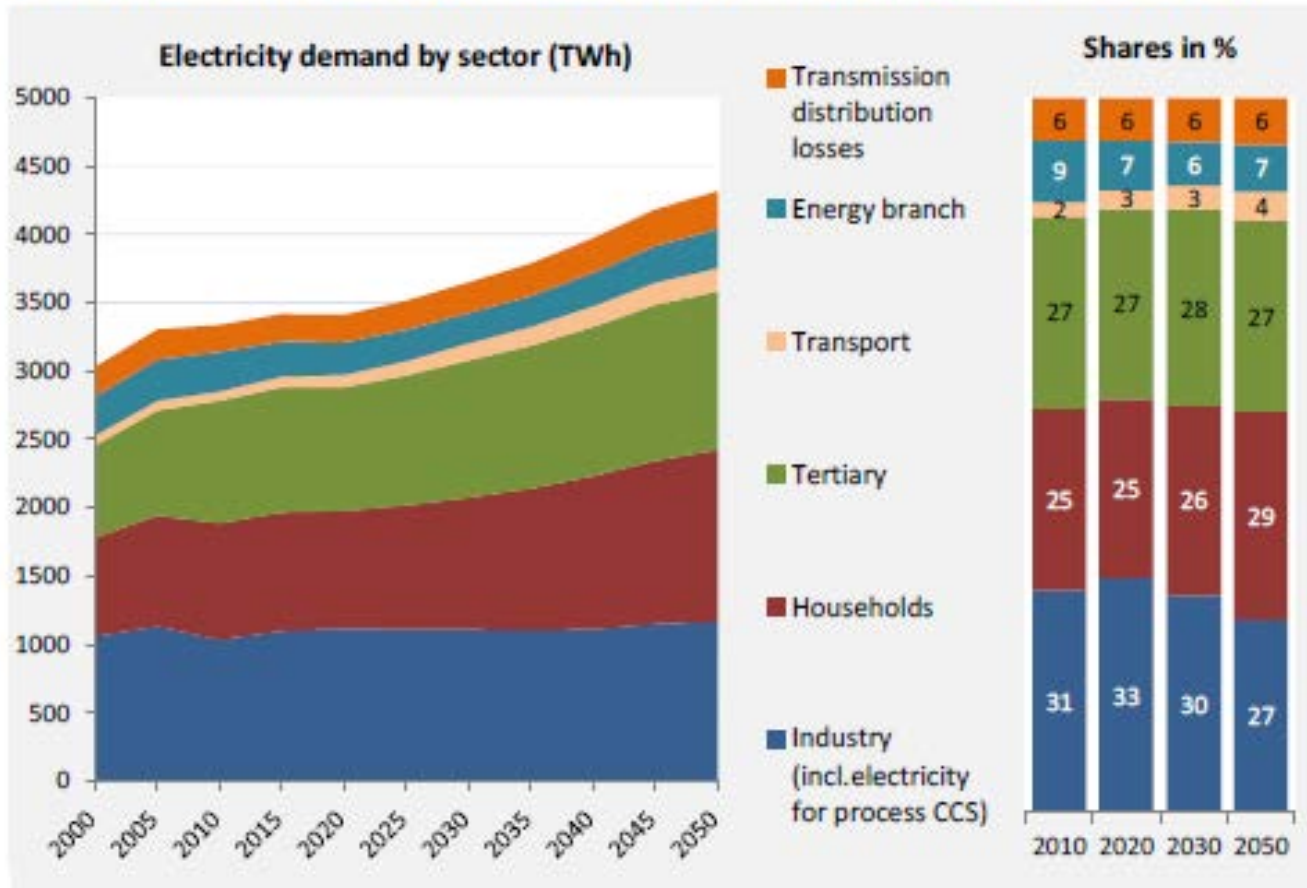
Kilde: DNB Markets

# Hva tror EU?

- EU Energy, transport and GHG emissions trends to 2050: Reference scenario 2013.  
– Published 2014

# Økt etterspørsel etter elektrisitet

**FIGURE 18: TRENDS IN ELECTRICITY DEMAND BY SECTOR**

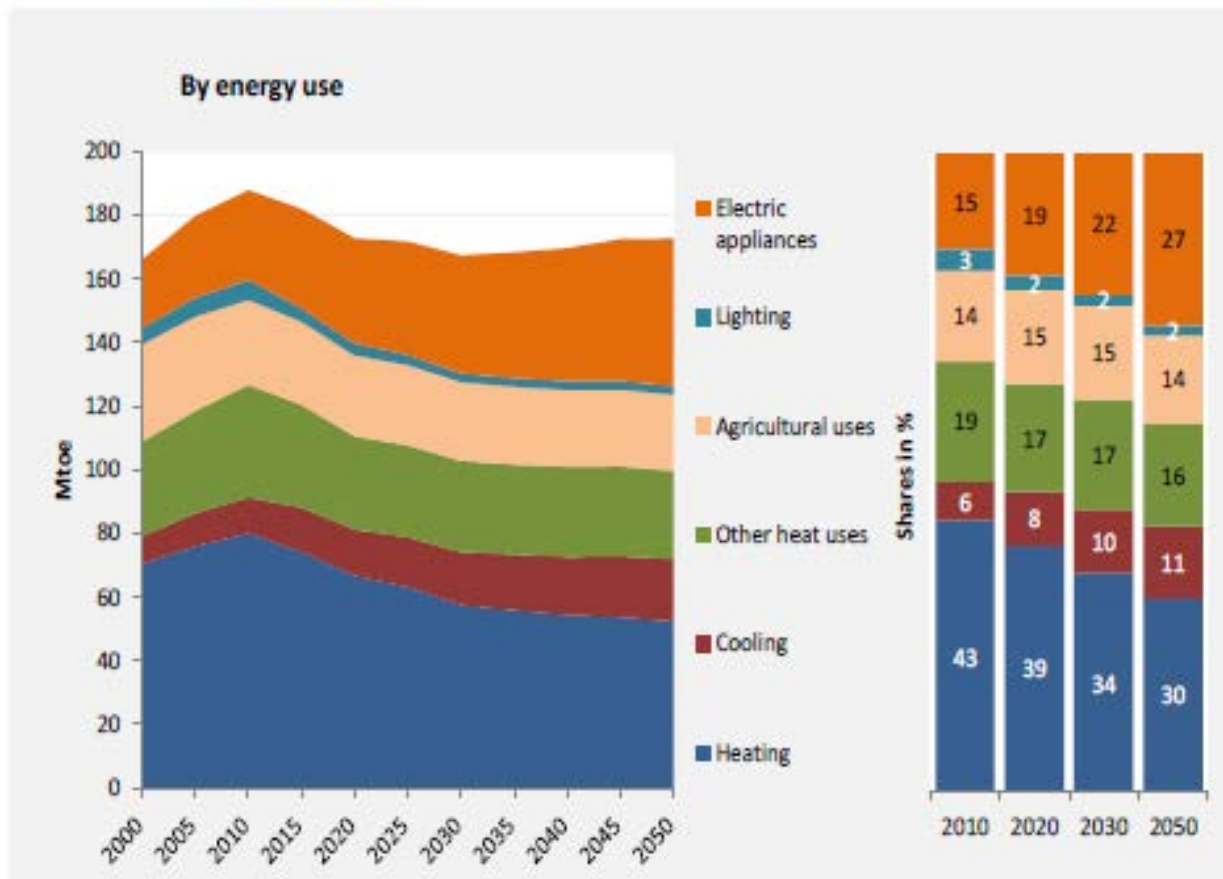


EU Energy, transport and GHG emissions trends to 2050: Reference scenario 2013.



# Økt bruk av elektrisitet skyldes i stor grad IT systemer/apparater og kjøling

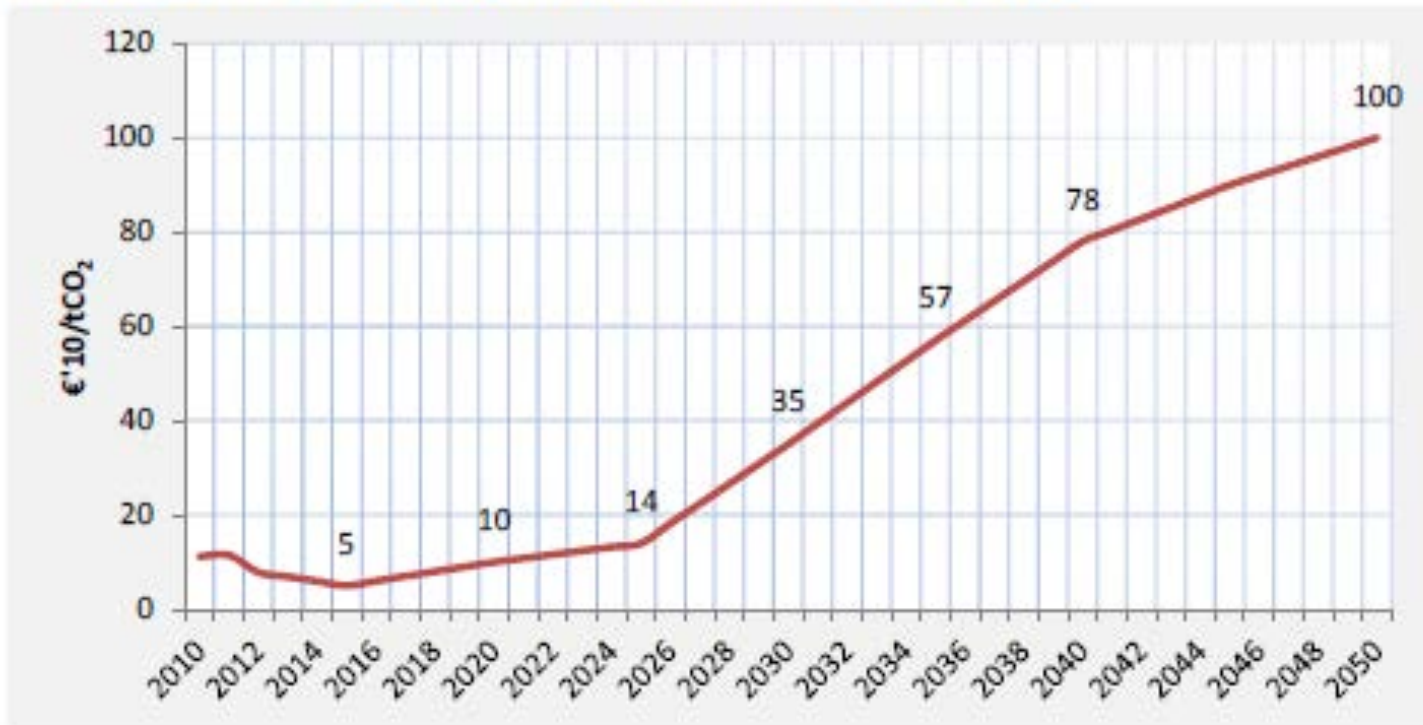
FIGURE 23: FINAL ENERGY DEMAND IN THE TERTIARY SECTOR



EU Energy, transport and GHG emissions trends to 2050: Reference scenario 2013.

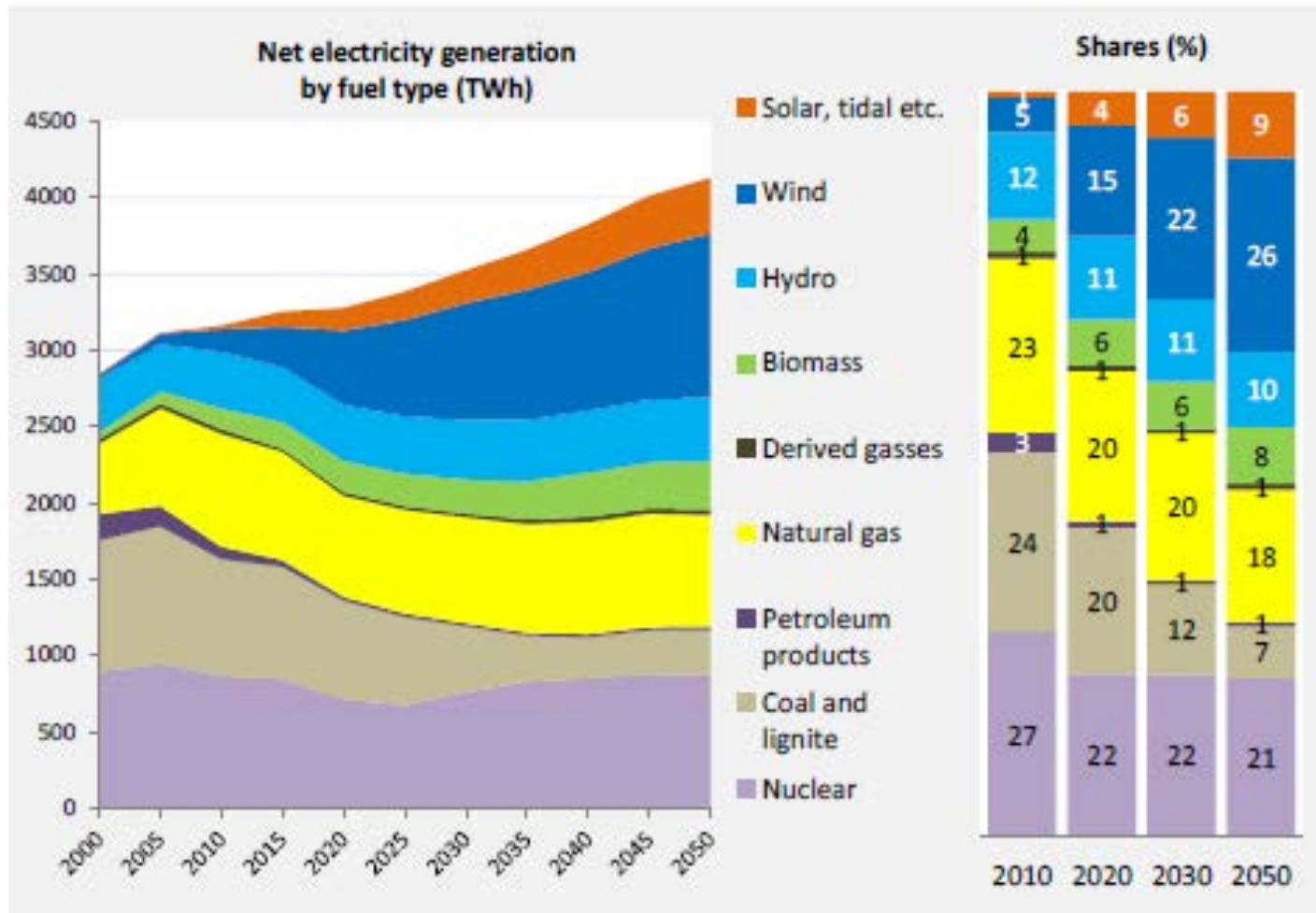
# Prognoser for endringer i utslippspriser for CO<sub>2</sub>

**FIGURE 11: PROJECTION OF THE ETS PRICE**



EU Energy, transport and GHG emissions trends to 2050: Reference scenario 2013.

# Hvor skal elektrisiteten komme fra?



EU Energy, transport and GHG emissions trends to 2050: Reference scenario 2013.

# Økning av strømsalg over landgrenser

## «Batteriet» er i EUs prognoser

**TABLE 6: VOLUME OF ELECTRICITY TRADE<sup>29</sup>**

Sum of all export and import flows of electricity as simulated by the model				
	2010	2020	2030	2050
Nordic	21.6	45.4	57.8	93.6
British islands	5.2	22.9	16.1	14.6
North-West EU	54.8	94.4	137.2	110.9
Iberian	12.1	11.0	14.9	33.2
Central-South EU	60.4	63.8	62.9	93.8
Central-East EU	27.3	20.6	30.1	36.1
Baltic States	11.4	4.0	7.9	12.1
South East Europe	32.0	44.8	62.2	81.0
with outside Europe	23.4	10.7	15.5	9.9
<b>Total</b>	<b>248.1</b>	<b>317.6</b>	<b>404.8</b>	<b>485.3</b>

# Har Agder Energi et potensiale?

## Selskapsbildet

- Fortsatt et betydelig effektiviseringspotensiale i selskapet
- Store muligheter for strukturegevinster ved sammenslåinger
- Historisk lave innlånskostnader og god tilgang på kreditt i obligasjons- og bankmarkedet
- «Evighetsmaskin» (Produksjonskostnad på ca. 4 øre/kWh)
- Nærmest Europa (lavere «transportkostnader» via kabel)
- Relativt store effektmuligheter (fremtidens forretningsmodell)
- Relativt mye lagringskapasitet (dammer)
- Veldrevet selskap med dyktige ansatte



Litt konkret om salg eller ikke  
salg

# Viljeserklæringen: ”vi skal ikke selge aksjer i Agder Energi»

- Først «Fredningstid» så viljeserklæring
- Helt vanlig når flere eier noe sammen
  - Som en aksjonæravtale.
- Sikrer at kommunene beholder flertallet av aksjene som i dag gir rett til:
  - Å bestemme nivået på utbyttet
  - Å utpeke leder og nestleder av styret
- Sikrer i praksis kontrollen med utviklingen av Agder Energi
- MEN
  - Kan bli en sovepute for ledelsen
  - Kan hindre fornuftige strukturendringer til beste for eierne
- Bør derfor ha med tidsavgrensning og endringsparagraf
  - «Fred men ikke full harmoni»
  - Markeder er dynamiske. Evig sementering må unngås
- Må kombineres med tett eierskapsoppfølging



# Er det lov å selge?

(dersom ny viljeserklæringen ikke underskrives)

- Andre Agdereiere har forkjøpsrett
- Deretter har Statkraft forkjøpsrett
- Statkraft må by på alle aksjene dersom de kommer opp i 50%
- Ingen garantert pris til de kommuner som ikke selger dersom Statkraft passerer 50%
  
- P.S. Mye avansert juss
  
- EN FOR ALLE OG ALLE FOR EN





# Er det kjøpere til aksjene?

- Andre kommuner på Agder? Fylkeskommunene?
- Andre kraftkonsern?
- Forsikringsselskaper?
- Private? (max 1/3 ifølge norsk lov)
  - DNB mener at trippelskvisen; økte investeringer, lave priser og høye utbytter, vil tvinge frem økt privat eierskap i bransjen
  - Infrastrukturfond – en bransje i stor vekst
- Statskraft – den mest sannsynlige kjøper (konsesjonsutfordringer?)
  - Flertall til Statskraft vil mest sannsynlig få store langsiktige konsekvenser for arbeidsplasser og lokale ringvirkninger
- Mulig å tenke alternativt og likevel beholde makt?
  - B-aksjer?
  - Datterselskaper?
  - Holdingselskap?
- Alt etter hvem som kjøper vil Agder Energi bli mer eller mindre viktig for Sørlandet

# Teori om ringvirkninger av selskaper

- Direkte ringvirkninger
  - Lønn, skatt, innkjøp etc.
- Indirekte ringvirkninger
  - Ringvirkninger hos underleverandører
- Induserte ringvirkninger
  - Ringvirkninger av inntekter hos ansatte etc
- Katalytiske ringvirkninger
  - Ringvirkninger pga andre bedrifter ønsker og lokalisere seg i nærheten av virksomheten
    - Et dynamisk næringsliv



# Mange økonomer sier at kommunene bør selge sine aksjer

- Bedre å eie en portefølje av aksjer (Diversifisering)
  - Alle egg i en kurv
  - Ujevn kontantstrøm
- Lav avkastning på investert kapital
  - Kun løpende avkastning og i praksis ikke avkastning fra verdiøkning
  - «Alle» rentenister sliter i dag med avkastningen
- Kommuner er dårlige eiere av store selskaper
  - Loven i Norge tilsier offentlig eierskap uansett

# Selge, og så?

## 4 alternativer:

1. Bygge (skole, omsorgsboliger, rådhus, kulturhus)
  - Økte driftskostnader
2. Betale gjeld
  - Til neste generasjon politikere tar opp nye lån
3. Opprette stiftelse
  - Eget liv og agenda
4. Forvalte finansformue
  - For tiden svært lav avkastning, svingninger, kunnskap, mulige skandaler og kan lett fristes til å selge

# Selge – hva er prisen?

- Prisen ofte beregnet med modeller som baserer seg på fremtidige kontantstrømmer
  - Dagens prisbaner er lave
  - Dårlig timing å selge nå?
- Svært lite reell omsetning av vannkraftaksjer de siste årene. Derfor vanskelig å ha en pekepinn
- I historisk lys har prisberegning basert på fremtidige kontantstrømmer vist seg å være «billigsalg»

# Norsk vannkraft - "arvesølv solgt på billigsalg"?

- Mange kraftselskaper er solgt for billig i etterpåklokskapens perspektiv
  - Selgerne burde visst at langsiktige verdier var høyere enn prisen de fikk for sine aksjer
  - Burde forstått at fornybar energi ville på sikt bli mer verdifull



Frode Kjærland: Norsk vannkraft - "Arvesølv solgt på billigsalg?", Magma, 7-2009

# Selge for å beholde arvesølv et i bygda/ byen før kommunesammenslåing?

- Fusjoner i næringslivet handler mye om forhandlingsmakt
- Hvordan er dette når kommuner skal slå seg sammen?
- Hva har din kommune og tilby?
- Har det noe å si? Vil de ha dere «okke som»?
- Kan dere oppnå mer ved å trekke inn aksjene i Agder Energi i forhandlingene?

# Eksempel kommune x

## Positive sider

- Godt oppvekstmiljø
- Lav andel barnevernsaker
- Dynamisk næringsliv
- Lav arbeidsledighet
- Effektiv skolestruktur
- Levende kultur- og idrettsliv
- Gode ekstrainntekter, for eks. utbyttmuligheter i Agder Energi

## Negative sider

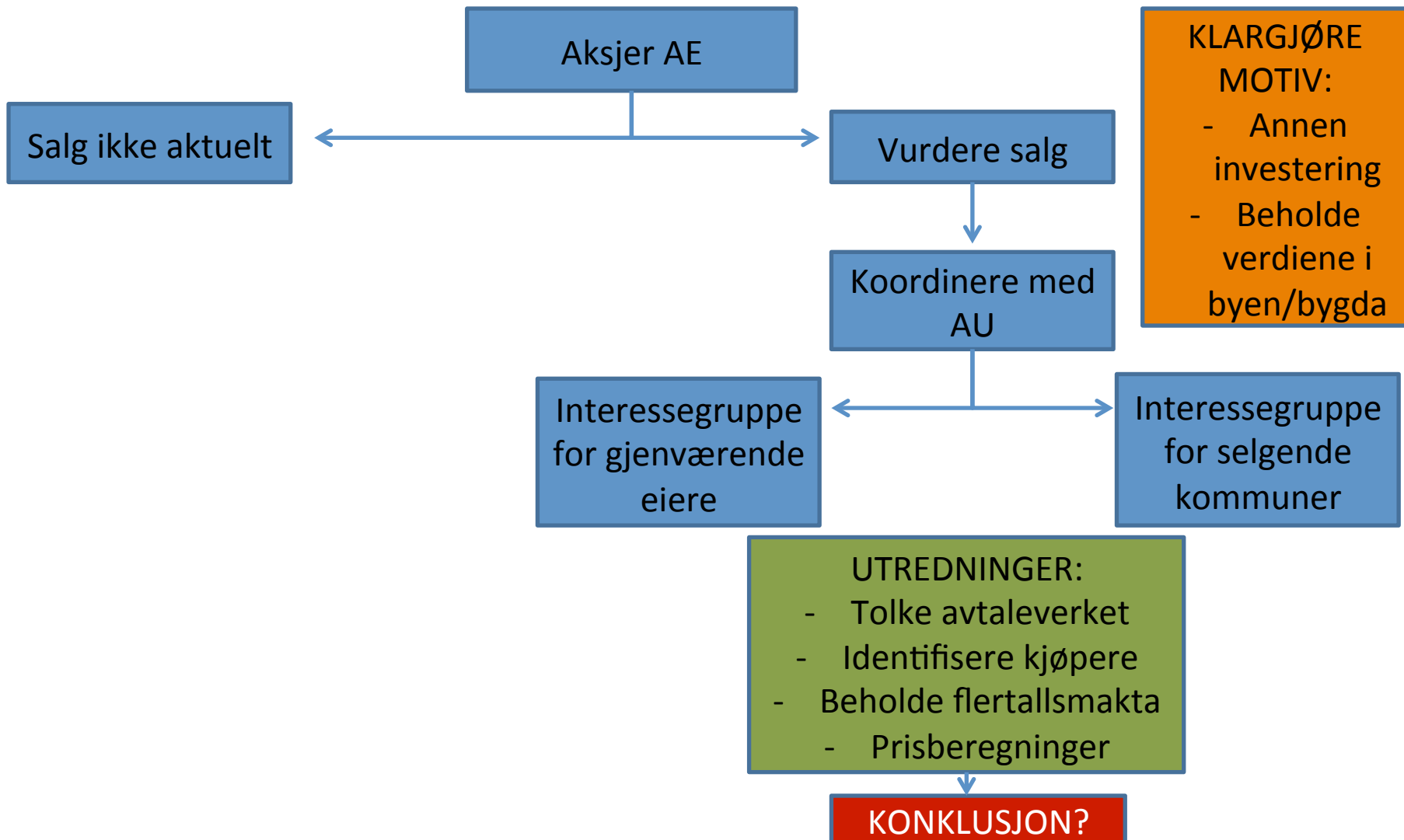
- Stor andel uføretrygde
- Tungdreven struktur på helsetjenestene
- Stort nett av kommunale veier
- Problemer med integrasjon av nye landsmenn
- Få ekstrainntekter, for eks. utbyttmuligheter i Agder Energi

Tenker dere som dette i det hele tatt?  
Er aksjer i Agder Energi et forhandlingskort?



# Å selge aksjene er ikke gjort i en fei

## En mulig prosesskisse



# Timingene av et eventuelt salg er dårlig

- Er bruden ferdig pyntet?
- Er markedet euforisk?
- Står kjøperne i kø?
- Er lommene tomme?
- Er dere utslitte av kjavs og mas?
  
- Kraftprisene er på bunn og
- Børsen er på topp



# Stå sammen

- Premien (ekstrainntekten) ved å stå samlet er som regel betydelig
- Soloutspill kan ødelegge alt og store verdier kan skusles bort
- Unngå støy (alltid negativt for et selskap som opererer i markeder)
- Koordinerte og planlagte handlinger



# Marius Holm, leder av Zero:

- «Vi vet hva som skal til: Energibruk må baseres på elektrisitet og all produksjon av elektrisitet må bli fornybar»