

Saksframlegg

KJØP AV AKSJER I TRØNDERENERGI AS

Arkivsaksnr.: 08/16663

Forslag til vedtak:

1. Bystyret vedtar å kjøpe 1 022 800 aksjer i TrønderEnergi AS til en pris av kr. 510.- pr aksje, totalt kr. 521 628 000,-.
2. Bystyret gir rådmannen fullmakt til å undertegne avtale om kjøp av aksjer som vist i vedlegg 1.
3. Aksjekjøpet inklusive kostnader på kr. 500 000,- finansieres over Kraftfondet og forvaltes etter de føringer som ligger i punkt 7 i rådmannens saksframlegg.

Trondheim kommune

Saksutredning:

Bakgrunn

Rådmannen fikk følgende oppdrag fra formannskapet 6.10.07:

”Rådmannen bes gå i forhandlinger med TrønderEnergi for å se på muligheten for kjøp av inntil 10 % av aksjene i TrønderEnergi.”

I tillegg til vedtaket la forslagsstillerne (AP, SV og SP) følgende premiss til grunn for forslaget:

”Trondheim kommune ønsker å være en aktiv pådriver for et stort og regionalt politisk kontrollert energiselskap. Av den grunn er det et mål at Trondheim kommune skal komme inn på eiersiden i TrønderEnergi. I første omgang ønsker vi å se på muligheten for kjøp av inntil 10 % av aksjene i TrønderEnergi. Et sterkt offentlig eierskap i energisektoren er en fremtidsrettet investering. Det kan både gi gode industrielle ringvirkninger, gode avkastninger og styrke posisjonen for et fremtidig regionalt energiselskap.

Trondheim kommune vil gjennom et eventuelt eierskap i TrønderEnergi søke gode industrielle løsninger eller eierløsninger regionalt som kan sikre politisk kontroll og gi gode regionale ringvirkninger. Hele regionen er tjent med en større lokal politisk kontroll over energiressursene. Det er en forutsetning at investeringen skal skje på gode forretningsmessige vilkår som ikke svekker kommunens øvrige tjenesteproduksjon.

Trondheim kommune forventer at man klarer å finne løsninger som ikke medfører økt nettleie for strømkundene i Trondheim. Det burde være mulig å fine fram til modeller som sikrer dette på en god måte.”

1 Kort om TrønderEnergi AS (TE)

TE er et vertikalintegret energikonsern som i dag er eid av 20 kommuner i Sør-Trøndelag og Nordmøre Energiverk AS. Selskapet ble etablert i 1950 og har i dag ca 25 000 nettkunder. Hovedaktiviteten er sentrert rundt energiproduksjon gjennom vannkraft og vindkraft samt distribusjon av energi. Midlere årsproduksjon er ca. 2 000 GWh pr. år, alt i fornybar energi.

Selskapet omsatte i 2007 for 909 mill. kroner med et årsresultat på 233 mill. kroner. Utbytte for 2007 er foreslått av styret i selskapet til 150 mill. kr. Selskapet har om lag 300 ansatte og hovedkontoret ligger på Tunga i Trondheim. Selskapets strategiske målsetting er å bli et ledende energikonsern i Trøndelag, som tar en rolle som en utvikler av kompetanse og aktivitet til beste både for eiere og region.

2 Avgrensning

På bakgrunn av bestillingen fra formannskapet, har jeg ført samtaler med TE med sikte på å kjøpe inntil 10 pst. av aksjene i selskapet.

Trondheim kommune

Jeg har i denne omgang avgrenset min oppgave til å vurdere hvorvidt et kjøp av aksjer til tilbudt pris kan oppfylle forutsetningen om ”at investeringen skal skje på gode forretningsmessige vilkår som ikke svekker kommunens øvrige tjenesteproduksjon” Det vil si at et kjøp av aksjene må kunne forsvares økonomisk ut i fra dagens eierstruktur i energiselskapene i Trøndelag. En eventuell bruk av en eierposisjon i TE som en plattform i arbeidet med å oppnå strategiske målsettinger som sammenslåing av nettselskaper, større regional politisk kontroll over energiressursene mv. har ikke vært gjenstand for drøftinger med selskapet.

Jeg er likevel godt kjent med selskapets strategiske målsetting om å bli et ledende energikonsern i Trøndelag. Som et ledd i denne prosessen har TE i flere år vært i dialog med Statkraft om å kjøpe tilbake hele eller deler av Trondheim Energi AS. Statkrafts fokus på kraftproduksjon gjør det lite sannsynlig at denne vil være mulig å kjøpe tilbake slik TE ser det i dag. Selskapet har derfor lagt inn bud på Trondheim Energi Nett AS og vært i lengre dialog med Statkraft om kjøp av selskapet. Dialogen har så langt ikke ført til reelle forhandlinger med Statkraft .

Ut fra min avgrensning, har jeg ikke berørt spørsmål om nettleien som ligger i formannskapetets føring. Dette vil være sentrale spørsmål en må komme tilbake til om bystyret beslutter å kjøpe seg inn på eiersiden i TE og det inngås reelle forhandlinger om en fusjon av nettselskapene til TE og Trondheim Energi.

3 Tilbud fra selskapet

Trondheim kommune er tilbudt å kjøpe 10 % av aksjene i TE (dvs. 1 022 800 aksjer) til en pris av kr. 510 pr. aksje. Disse aksjene er i dag i eget eie.

I forbindelse med gjennomføringen av aksjesalget har Sparebank 1 Markets på vegne av TE verdsatt egenkapitalen i selskapet til 5 214 mill. kroner. Dette tilsvarer en salgspris pr. aksje på kr. 566.

Verdianslaget bygger på en framtidig realpris på kraft på 33,8 øre pr. Kwh samt en årsproduksjon på 1 782 GWh.

Ut fra denne verdivurderingen er vi med andre ord tilbudt å kjøpe aksjene til en likviditetsrabatt på om lag 10%.

Pr. i dag er det ikke gitt tilbud på kjøp av denne aksjeposten til andre potensielle investorer.

Aksjekapitalen i TE er delt inn i A og B aksjer (jf. vedtektenes §5).

A-aksjene skal etter vedtektene utgjøre 51 % av alle A og B aksjer til sammen. A-aksjene kan kun eies av 20 navngitte kommuner. Trondheim kommune er ikke en av dem. Følgelig er det B- aksjer som vi er tilbudt å kjøpe.

Ettersom A- og B-aksjene har lik stemmerett, påvirker det ikke vår innflytelse på generalforsamlingen at vi ikke besitter A-aksjer. Jeg viser til nærmere omtale under pkt 6 nedenfor.

4 Verdivurdering

Jeg har fått utarbeidet en egen verdivurdering av TE. Denne er utført av Ernst & Young og er dokumentert

Trondheim kommune

i en egen rapport unntatt offentlighet. Rapporten utdeles til formannskapetets medlemmer og til medlemmene i finans- og næringskomiteen. I tillegg følger den saken som uttrykt vedlegg.

Jeg understreker at rapporten ikke er en fullstendig uavhengig verdivurdering. Den bygger på materiale stilt til disposisjon fra Sparebank 1 Markets og fra TE. Hovedpoenget har vært å foreta en kritisk vurdering av verdivurderingsmetode samt de forutsetninger som er lagt til grunn.

Hovedkonklusjonen i rapporten er at verdien av egenkapitalen i TE er konservativt vurdert av Sparebank 1 Markets. Ernst & Youngs beregninger gir en verdijustert egenkapital på 5 531 mill. kroner, dvs. vel 300 mill. kroner høyere enn Sparebank 1 Markets anslag. I tillegg indikerer gjennomgangen av verdsettelsen av kraftproduksjonen at denne kan ha en betydelig oppside på lengre sikt. Selv en beskjeden økning i framtidig kraftpris ut over de anslåtte 33,8 øre pr. kwh fører til en kraftig oppjustering av verdianslaget på egenkapitalen. Jeg viser til en detaljert omtale av dette i vedlagte rapport. Samlet sett anslår jeg derfor den reelle verdien på aksjen å ligge godt over tilbudt pris.

Basert på selskapets egne verdivurderinger og vår egen ekstern gjennomgang, er jeg ikke i tvil om at det i et langsiktig perspektiv vil være en lønnsom investering for Trondheim kommune å kjøpe den tilbudte aksjeposten.

5 Utbyttmuligheter – utbyttepolitikk

5.1 Generelt

Formannskapet har gitt føring om at et eventuelt kjøp av aksjer ikke skal ”svekke kommunens øvrige tjenesteproduksjon.”

I min vurdering av hvorvidt dette kan oppfylles eller ei, legger jeg følgende premisser til grunn:

Eneste reelle mulighet vi har til å finansiere et aksjekjøp av denne dimensjonen er å benytte deler av grunnkapitalen i Kraftfondet. Lånefinansiering av kjøp av aksjer er etter kommunelovens bestemmelser ikke tillatt og annen finansiering finnes ikke.

I forvaltningen av Kraftfondet ligger det en eksplisitt forventning om en årlig realavkastning på 4 % som benyttes til å finansiere kommunens driftsoppgaver. I alle år siden oppstarten av Kraftfondet i 2002 og fram til og med 2006 har den faktiske realavkastningen ligget på dette nivået – og enkelte år til dels vesentlig høyere. For 2007 ble imidlertid realavkastningen på kun 3,8 pst. Og slik situasjonen er i finansmarkedene i det denne saken skrives, er det grunn til å frykte en vesentlig lavere realavkastning for 2008. Jeg har også i sak om revisjon av investeringsbudsjettet gitt uttrykk for at det selv om situasjonen i finansmarkedene etter hvert skulle normalisere seg igjen, så vil det i årene framover bli en svært krevende oppgave å oppnå 4 % årlig realavkastning. Det er spesielt to grunner til dette: vi må regne med lavere realrente på våre rentebærende plasseringer og vi må regne med lavere avkastning på våre aksjeinvesteringer i forhold til den ”bonanzaen” vi har opplevd i perioden 2002 – 2007 med en sammenhengende veldig sterk verdistigning på aksjene.

Ut fra dette vurderer jeg det slik at en årlig gjennomsnittlig realavkastning i Kraftfondet på 3 – 3,5 % er det som er realistisk å forvente over tid. Det er følgelig dette kravet til årlig utbytte et kjøp av aksjer i TE må tilfredsstille for at investeringen ikke skal ”..svekke kommunens øvrige tjenesteproduksjon”

Trondheim kommune

Målt ut fra dette er det ikke tilstrekkelig at et aksjekjøp over tid antas å være en lønnsom langsiktig investering for oss. I tillegg må to krav være oppfylt:

- a) selskapet må ha en utbyttepolitikk som sikrer aksjeeierne et løpende utbytte på minst 3 % prisjustert av verdijustert egenkapital
- b) selskapet må ha utbyttekapasitet

Jeg vil nedenfor gå nærmere inn på begge kravene.

5.2 *Utbyttepolitikk*

Fram til nå har TE ikke hatt en fast utbyttepolitikk forankret i vedtektene eller i andre vedtak i generalforsamlingen. Derimot har dagens vedtekter § 6 en bestemmelse som åpenbart begrenser muligheten til å utdele utbytte. Denne lyder som følger:

”Utbytte til aksjeeierne kan deles ut i den utstrekning dette ikke reduserer den bokførte egenkapitalen i selskapet til under 50 % av selskapets bokførte aktiva.”

Styret i TE har i møte 7 februar imøtekommet våre ønsker ved å fremlegge et forslag til generalforsamlingen som følger:

”Styret i TrønderEnergi foreslår en utbyttepolitikk som gir aksjonærene årlig utbytte på 3 % av verdijustert egenkapital. Utbytte skal justeres årlig med KPI og være rullerende i en treårsperiode før ny verdivurdering gjennomføres. Ordningen inntektsføres fra inntektsåret 2008. Detaljer i utbyttepolitikken nedfelles i en aksjonæravtale.”

Videre foreslår styret for generalforsamlingen å endre vedtektenes § 6 til å lyde:

”Utbytte til aksjeeierne kan deles ut i den utstrekning dette ikke reduserer den verdijusterte egenkapitalen i selskapet til under 30 % av totale bokførte aktiva.”

Dette gjør at vedtektene ikke vil være til hinder for å utbetale et utbytte i størrelsesorden som skissert overfor.

Dersom generalforsamlingen slutter seg til styrets forslag til utbyttepolitikk, skal egenkapitalen verdijusteres hvert tredje år. Siden aksjene i svært liten (eller ingen..) grad vil være gjenstand for fri omsetning i et marked, må den reelle verdien av aksjene fastsettes gjennom andre metoder.

Jeg er blitt enig med selskapets ledelse i at dette gjøres etter modeller som selskapet selv har utviklet. I tillegg gjennomfører en uavhengig part en revisjon/ second opinion av vurderingen.

5.3 *Utbyttekapasitet*

I tillegg til en utbyttepolicy må selskapet også ha en reell evne til å utbetale utbytte. Jeg har bedt Ernst & Young vurdere selskapets utbyttekapasitet, herunder om kapitalstrukturen er slik at den virker

Trondheim kommune

begrensende på evnen til å utbetale løpende utbytte. Jeg viser til rapporten for en detaljert gjennomgang av dette.

For å sikre at den frie egenkapitalen er tilstrekkelig stor til å utbetale utbytte også i år med svake økonomiske resultat, vil administrasjonen i TE foreslå at den frie egenkapitalen økes med 500 mill. kroner ved å redusere bundne fond tilsvarende. Den samlede frie egenkapitalen vil da være knapt 800 mill. kroner ved utgangen av 2008. Dette bygger på en forutsetning om at budsjettert driftsresultat i 2008 på 250 mill. kroner oppnås. Den frie egenkapitalen vil bli om lag 1,3 mrd. kroner etter et eventuelt salg av aksjer til Trondheim kommune. Dersom generalforsamlingen slutter seg til en slik omdanning av egenkapitalen vil selskapet ha økonomisk evne til å utbetale et løpende utbytte over tid selv om driftsresultatet skulle bli svakt flere år på rad.

6 Konklusjon

Ut fra en samlet vurdering vil jeg tilrå at Trondheim kommune kjøper 10 % av aksjene i TE. Jeg legger da vekt på følgende:

Investeringen anslås å gi en forventet langsiktig gjennomsnittlig realavkastning som tilsvarende forventet realavkastning i Kraftfondet, dvs. 3,0 – 3,5 % pr. år. Samtidig synes risikoen å ligge godt innenfor den meget moderate risikoprofil vi legger til grunn for Kraftfondets samlede portefølje. Dessuten ligger det muligheter for en betydelig verdistigning over tid selv med moderate økninger i kraftprisen utover den forutsatte langsiktige prisen på 33,8 øre pr. kwh. Jeg er også overbevist om at selskapet i tillegg har et urealisert potensiale for å skape verdier alene eller i samarbeid med andre. Den reelle verdien på aksjen vurderes derfor å ligge godt over tilbud pris.

For det andre har TE ha vedtatt en utbyttepolitikk som gir en forutsigbar ramme for hva eierne som et minimum kan forvente av årlig utbytte, jf. punkt 5.2 ovenfor.

Jeg vil understreke at selv om utbyttepolicyen legger opp en årlig avkastning på 3 % av verdjustert egenkapital, så er dette å oppfatte som et nedre avkastningskrav. I tillegg bør eierne kunne forvente en verdiskaping som isolert sett gir rom for å vurdere ytterligere overføringer til eierne. Dette må imidlertid vurderes opp mot de strategiske mål eierne til enhver tid har med eierskapet og hvilket kapitalbehov TE vil ha for å oppfylle disse. Pr. i dag er situasjonen den at TE har en meget solid egenkapital og neppe trenger å øke denne i overskuelig framtid.

For det tredje er TE innstilt på å gjøre tilpasninger i kapitalstrukturen som skaper sikkerhet for løpende utbytte til eierne i år med svake driftsresultat jf. punkt 5.3

Dersom bystyret slutter seg til rådmannens innstilling, og bystyret fatter vedtak i saken 22 mai vil Trondheim kommune som aksjeeier få utdelt utbytte for 2007. Dersom generalforsamlingen i TE følger styrets forslag vil dette bety et utbytte på 15 mill. kroner. Legger man dette til grunn samt at generalforsamlingen vedtar de endringer i vedtekter og kapitalstruktur som beskrevet under pkt. 5, vil vi være garantert en løpende avkastning på aksjene på 4,03 % for de første tre årene i snitt.

I vedlagte utkast til avtale om kjøp av aksjer er det en forutsetning for aksjekjøpet at generalforsamlingen den 27. mai fatter vedtak om omgjøring av egenkapitalen som skissert i denne saken og endringer av vedtektenes §6 (jf. punkt 5 i aksjekjøpsavtalen). Dersom generalforsamlingen ikke skulle slutte seg til

Trondheim kommune

dette, faller forutsetningen for aksjekjøpet etter min vurdering bort. Dette fordi det da vil være langt større reelle og formelle begrensninger på selskapets evne til å utbetale løpende utbytte.

Vi er tilbudt å kjøpe B-aksjer i TE. Forskjellen på A og B aksjer framgår av punkt 4 ovenfor. B-aksjene har to potensielle ulemper i forhold til A-aksjene:

Man har for det første ikke forkjøpsrett.

Den som sitter med kontrollen i selskapet regulerer også selskapets utbyttepolitikk. Hvis vår langsiktige strategi gradvis er å gradvis øke eierposten i selskapet, vil det kunne være en ulempe å ikke være i besittelse av A-aksjer. Hvis man derimot ikke har en slik strategi - eller ikke ønsker åpning for det - er poenget om forkjøpsrett mindre relevant. Tvert imot - hvis man på et tidspunkt ønsker å redusere eierposten i selskapet, vil B-aksjene i motsetning til A-aksjene være fritt omsettelig.

For det andre er man ikke med i gruppen som samlet sett har kontroll.

Ettersom A-aksjer og B-aksjer har lik stemmerett, påvirker ikke det Trondheim kommunes innflytelse på generalforsamlingen ast man ikke besitter A-aksjer. an står fritt til å danne flertall med både A- og B-aksjonærer. Jeg vurderer dette punktet dermed for å være lite relevant med tanke på posisjonering for utbytte eller reell innflytelse i selskapet.

A-aksjonærene har som kjent forkjøpsrett til B-aksjer som legges ut for salg. Det betyr at vårt eventuelle kjøp av aksjer i TE er betinget av at ingen av aksjonærene benytter forkjøpsretten.

7 Finansiering

Eneste reelle mulighet for å finansiere aksjekjøpet er som nevnt tidligere å benytte kapitalen i Kraftfondet. Midlene i kraftfondet skal etter vedtektene forvaltes ut fra rene finansielle mål som å skape størst mulig avkastning til en lavest mulig risiko og lavest mulig kostnad. Ut fra formannskapets signaler har investeringen i TE først og fremst industrielle målsettinger (dvs. skape et sterkt regionalt offentlig eierskap i energisektoren). Med dette som bakgrunn har jeg vurdert om aksjene bør forvaltes som en del av Kraftfondets portefølje eller skilles ut som en egen aksjepost. Det finnes åpenbart gode argumenter for begge løsninger. Mitt forslag er at aksjeposten fortsatt forvaltes som en del av Kraftfondets midler. Dette fordi vedtektene for Kraftfondet setter veldig strenge regler for uttak av midler fra fondet, jf. punkt 7.1 hvor det heter:

”Det er et bærende prinsipp i forvaltningen av TKK at fondet skal opprettholde sin realverdi, jf. punkt 1-2 i disse vedtekter.

Dersom det likevel fremmes forslag i bystyret om å tære på kapitalen, må dette vedtas med to tredelers flertall”.

I tillegg legger jeg vekt på at selv om det ligger klare industrielle målsettinger bak aksjekjøpet, så er det en underliggende forutsetning at den gir en økonomisk forventet avkastning på linje med den øvrige kapitalen i Kraftfondet.

På ett punkt må likevel forvaltningen av midlene fravikes i forhold til vedtektene. Dette gjelder punkt 6-2

Trondheim kommune

Overskuddsandvendelse. I og med at aksjene ikke omsettes fritt og det følgelig ikke vil foreligge løpende markedsprising, vil det ikke være mulig å foreta en løpende avsetning til dekking av prisstigning for å opprettholde realverdien. Realverdistigningen på aksjene vil bli liggende igjen i selskapet og bli gjenstand for en oppjustering hvert tredje år gjennom foreslåtte regler for verdijustering av egenkapitalen i selskapet. Våre aksjer i TE må derfor holdes utenfor ved beregning av det beløp vi må tilføre grunnkapitalen for å bevare realverdiene.

Dersom bystyret slutter seg mitt forslag om å forvalte aksjene som en del av Kraftfondet, vil jeg tilrå at midlene ikke betraktes som en del av fondets aksjeplasseringer, men som anleggsmidler med lav risiko (dvs. på samme måte som rentebærende anleggsobligasjoner). Dette fordi aksjeposten må betraktes som en langsiktig investering uavhengig av svingninger i børsverdiene på aksjemarkedet generelt.

Rådmannen i Trondheim, 21.04.08

Snorre Glørstad
kommunaldirektør

Vedlegg Aksjekjøpsavtale
Rapport fra Ernst & Young, unntatt offentlighet