

Finans Halvor Hoddevik



# Luftige verdier

Oljefondet har betalt 14 milliarder kroner for noe som var verd 12 milliarder kroner, ut fra mine anslag. Dette er starten for fondets fornybarsatsing, og den lover ikke bra.



Halvor Hoddevik

Halvor Hoddevik, styreformann i Rann Rådgivning as

● I 2019 åpnet Stortinget for å ha to prosent av Oljefondet i unotert infrastruktur for fornybar energi, i dag 240 milliarder kroner. I april investerte Norges Bank Investment Management (Nbim) nesten 14 milliarder kroner i den nederlandske vindmølleparken Borssele.

Forretningen gjenspeiler en ny og tankevekkende dynamikk i dette markedet. Kraft- og spesialistselskaper med høy kompetanse bygger vind- og solparker i stor skala. Når prosjektet er ferdigstilt, selger de seg ned ved å få tilbake investeringsutlegget og beholder en eierandel i energiparken.

Kjøperne er gjerne ikke spesielt kraftkompetente pensjonskasser og investeringsfond.

Nbim fikk halvparten av vindparken mot å innfri Ørstedes eget investeringsutlegg. De første 15 årene selges strømmen til en avtalt og subsidiert pris, garantert av den nederlandske stat. Fra 2036 til utløp av vindparkens levetid i 2050 må man selge strømmen til det den da måtte være verd.

Hva blir kraftprisen i 2036?

Her tyr man ofte til behagelige prognoser fra aktører som Aurora, Afry og Baringa, som sier at den vil bli høy. Problemet er imidlertid at disse skrivebordsprognosene er i strid med kapitalmarkedet.

Kraft omsettes nemlig for levering i fremtiden mange år frem, en prisklarering mellom villige, informerte og profesjonelle parter. I stort volum. På priser som ligger langt lavere enn konsulentenes prognoser.

Konsulentene ligger også langt høyere enn hva olje- og gasselskapene legger til grunn når de verddivurderer sine eiendeler.

Konsulentenes inntektsgrunnlag hviler imidlertid på at aktører som Ørsted får solgt sine prosjekter til aktører av typen Nbim.

I fremtiden vil kostnaden forbundet med å produsere strøm med gass være et tak for kraftprisen. Å lage strøm med gass innebærer utslipp av CO<sub>2</sub>. Derfor er den massive satsingen på fornybar infrastruktur et veddemål på prisen på gass og CO<sub>2</sub>-kvoter. Men CO<sub>2</sub>-kvotene kunne man kjøpt i dag og lagret til ingen kostnad utover finansieringskostnaden. Et veddemål på gassprisen kunne langt enklere vært oppnådd ved å kjøpe noen gassterminer.

La oss tenke oss vindparken uten prisrisiko i hele perioden frem til 2050, for eksempel ved å inngå en kraftsalgsavtale for også de siste 15 årene av parkens levetid. Man hverken skaper eller ødelegger verdier ved å inngå en slik avtale til markedsvilkår. Den kan avvikles tilnærmet uten kostnad.

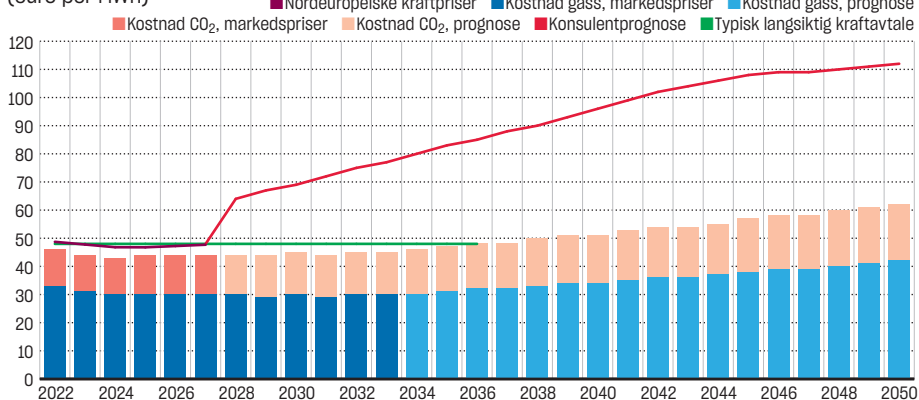


↑ Nbim investerte nesten 14 milliarder kroner i den nederlandske vindmølleparken Borssele i april, ved å innfri utbygger Ørstedes investeringsutlegg. Foto: Ørsted

## Realistiske prisprognoser?

↓ Fremtidige kraftpriser og kostnaden med å lage strøm fra gass. Priser per begynnelsen av 2021.

(euro per MWh)



2021 DN Grafikk / Kilde: Rann Rådgivning

Hva er da den gjenværende risikoen i vindparken?

Ikke rare greiene. Man nærmer seg en finansiell kraftkjøpsavtale. La oss anslå at et rimelig avkastningskrav på en fysisk vindpark med noe operasjonell risiko, men uten prisrisiko, er litt høyere enn på en finansiell avtale, for eksempel 1,3 prosent (i euro). Dette er på linje med renten man får på lån til solide kraftselskaper – en langt tryggere investering.

Og som nevnt, vindparken kan ikke ha endret verdi i det øyeblikk man inngikk kraftsalgsavtalen, for den kan avvikles tilnærmet kostnadsfritt dagen etter. Det er et såkalt arbitrasjeargument.

Jeg anslår at Nbim betalte 14 milliarder for noe som var verd 12 milliarder kroner. Verdiødeleggelse tilsvarende to milliarder. At kraft- og gasspriser i ettertid har steget er et heldig utfall.

Spør først hvilket avkastningskrav og

verdi man har i fravær av prisrisiko.

Bruk gjerne konsulentenes luftige prisprognoser, men da med tilsvarende avkastningskrav. Verdien av parken skal være omtrent den samme. Jeg beregner at Nbim så mot en avkastning på 3,5 til 4,0 prosent basert på konsulentprognoser. Med uavhengige Bloomberg New Energys kraftprisprognoser var forventet totalavkastning null, som tilsvarer en investering i Nikkei-indeksen på absolutt verste tidspunkt, nyttårsaftnen 1989.

Med Stortingets vedtak har Nbim etablert en gruppe for denne typen investeringer. De opplever at de har et mandat. Det er ikke bra for vår felles avkastning.

Så skal det måles en avkastning på dette, da. Det er vel ingen overraskelse om Tangen sammenligner denne investeringen med tyske statsobligasjoner, som i april ga en sikker avkastning lik minus 0,3 prosent. Så da ser det vel bra ut?