

DONG-debat skæmmes af ideologiske misforståelser

Såvel højre- som venstrefløjens har fat i de forkerte argumenter, når salget af DONG diskuteres

Kronik i Information, den 21. januar 2014

Wolfgang Mostert

Debatten om DONGs salg af (nye) aktieandele til Goldman Sachs styres af to ideologiske holdninger. Den ene illustreres af Venstres Peter Christensen: "Det er ikke statens opgave at drive kommerciel virksomhed; private operatører er bedre end statslige embedsmænd til det. Derfor skal statens ejerandele i DONG afvikles hurtigst muligt." Den anden af Enhedslistens Frank Åen: "Man skal ikke afhænde ejerskab af et vigtigt infrastrukturselskab som DONG til private interesser, der kun foretager investeringer ud fra profit- og ikke energipolitiske hensyn, og slet ikke til et selskab som Goldman Sachs, der gennemfører investeringer ud fra kortsigtede kommercielle interesser."

Lad os kaste et blik på de to påstande.

Hvorfor har DONG behov for ny aktiekapital? DONGs strategiplan, vedtaget i 2013, satser især på olie- og gasefterforskning og havvindmøller (bioteknologier til energiproduktion er et tredje område). Succes kræver første klasses teknisk ekspertise i efterforskning og udvikling af kulbrinteforekomster og i udvikling og drift af havvindmølleparker. Den har DONG. Men, strategien er kapitalkrævende: der findes ingen kraftværker, der er mere kapitalintensive end havvindmølleparker; og der går en del år fra man investerer i olieefterforskning og til den første kommercielle olie flyder op fra et felt. For at være konkurrencedygtig og vinde udbud af vindmølleparker og koncessionsområder til efterforskning af kulbrinter, skal DONG være i stand til at kunne skaffe finansiering på det internationale kapitalmarked på vilkår, der mindst svarer til konkurrenternes! Konkurrencedygtig finansiering forudsætter en gunstig rating fra ratingbureauerne. Nøglebegrebet for obligationsudstedelse er opnåelse af "investment grade rating", dvs. en rating i "A" og "B" området. DONG har i sin finansieringsstrategi styret efter at ligge indenfor "A-"/BBB+. Ryger rating ned på "C", "obligationer betegnet som ragelse", holder de institutionelle investorer – pensionskasser og forsikringselskaber – sig fra obligationen, hvilket får kursen til at styrtdykke og renten til at stige. I deres rating ser bureauerne blandt andet på forholdet mellem den samlede fremmekapital og EBITDA (overskud før renter, skat og afskrivning). Hvis det overstiger 2,5, risikerer firmaet at tabe sin investment grade rating. DONG har i lighed med de øvrige store europæiske forsyningsvirksomheder overskredet 2,5 grænsen: den kapitalkrævende grønne energi kræver en stigning i omfanget af selskabernes årlige investeringer; men da de årlige indtægter fra salg af el og gas stagnerer som følge af energibesparelser og svag økonomisk vækst, fører det til stigende gældsættelse. DONG er derfor tvunget til at finansiere sine nye investeringer med ny aktiekapital, da renterne på nye obligationslån ville blive for høje. Afkastet fra de nye investeringer vil øge EBITDA, så efterfølgende obligationsfinansiering sker til fordelagtige renter.

Venstrefløjens argument, at privatisering er uønsket fordi DONG ikke bør drives af profit- men efter energipolitiske hensyn, hviler på manglende indsigt i virkelighedens verden. DONG er som kommerciel operatør nødt til at skabe så store profitter som muligt for at kunne finansiere strategiens grønne satsning! Og staten kan altid udforme rammebetingelserne for privat virksomhed på en måde, så privat finansiering styres til projekter, der ønskes gennemført. Hvis det ikke sker, er det rammebetingelserne, der er problemet, ikke private investorers profithensyn! Et andet argument, at hensyn til sikring af forsyningsikkerhed taler for statslig ejerskab af DONG er også svært at forstå? Den strategiske infrastruktur i form af el- og gastransmissionsnettet er for længst overført til

energinet.dk; og hvis DONG ikke vil investere i kulbrinteefterforskning og i vindmølleparker, så vil andre.

Man kan dog sætte spørgsmålstegn om et børsnoterede selskab er den ideelle selskabsform for et infrastrukturfirma som DONG. Internationale erfaringer og akademisk forskning viser at "kortsigtethed" er et problem for børsnoterede firmaer og en årsag til at nogle børsnoterede firmaer har valgt at blive afnoteret for bedre at kunne gennemføre investeringer med et langsigtet perspektiv og ikke blive drevet af at præstere positive resultater kvartal for kvartal.

De borgerliges argumenter for salget er forvrøvlede. For det første, er det ikke embedsmænd, der styrer DONG; det gør en dygtig direktion og bestyrelse. DONG er et veldrevet selskab! Mange på venstrefløjens undrer sig over, hvorfor Schur fortsat er formand for bestyrelsen, når han næppe er socialdemokraternes livret og man kan sætte spørgsmålstegn ved det berettigede i fyringen af Eldrup og tre såkaldte gulddrenge. Forklaringen er simpel: fordi han er kompetent og evner at sætte sig ind i komplekse problemstillinger og et stort stof på kort tid. For det andet, så viser praksis at offentligt ejede virksomheder, der ligesom DONG operer på fuldt kommercielle vilkår i et hårdt konkurrencemarked, er lige så veldrevne, effektive og overskudsorienterede som deres private konkurrenter: Vattenfall og DONG kan sagtens måle sig med RWE og E.on! Konkurrence tvinger såvel private som offentligt ejede selskaber til at være effektive.

Nogle tidligere privatiseringer havde et *sektorpolitisk sigte*: salget af TDC i 1998 og af Bella Center A/S, Post Danmark, Statens Bilinspektion og Gastra A/S i 2005. Privatiseringen af DONG har intet sektorpolitisk formål; tværtimod understreges det, at DONGs strategi ligger fast og ikke ændres af investoraftalen med Goldman Sachs. En analyse af hensigtsmæssigheden i børsnoteringen af DONG og statens salg af aktier bør derfor udelukkende foretages ud fra statens økonomiske interesse som *porteføljeinvestor*. En rationel porteføljeinvestor søger den mest givtige sammensætning af aktiver og gæld. Et salg af aktier i DONG er fornuftigt, hvis det forventede fremtidige afkast af aktierne i DONG er lavere end afkastet på den alternative investering, som staten kan foretage med salgsprovenuet. Det kan staten ikke!!!! Staten vil bruge nettoprovenuet fra salget til at nedbringe sin låntagning på obligationsmarkedet; hvor staten indenfor en overskuelig fremtid er i den privilegerede situation at kunne få lån til en rente på kun 1-2% om året. Det er langt mindre end hvad aktierne i DONG vil kunne kaste af sig. Som bekendt er værdien af et finansielt aktiv lig med nutidsværdien af den forventede fremtidige pengestrøm fra aktivet. Da værdien af de sparede rentebetalinger er mindre end værdien af de tabte aktieindtægter formindsker staten sin nettoformue ved transaktionen. I 2006, da beslutningen om salg af aktier i DONG blev truffet, gik staten den modsatte vej med oprettelsen af Nordsøfonden. Fonden deltager med en betalende andel på 20 procent i alle 14 licenser i den sjette udbudsrunde. Udgifterne hertil afholdes af finansloven. Staten stifter gælden, fordi den forventer at gøre en god investering.

Ud fra en økonomisk vurdering ville det være mere rationelt for staten selv at skyde de fornødne 9-11 milliarder ind som aktiekapital i DONG og siden sælge andelen i forbindelse med børsnoteringen eller/og indenfor et år eller to derefter. Netop den investeringsstrategi som Goldman Sachs følger. Det uforståelige er, hvorfor de politiske ordførere og finansministeriet ikke selv ser det rationelle i Goldman Sachs investering?

Venstrefløjen dæmoniserer Goldman Sachs som investor. Jeg bryder mig ikke om Goldman Sachs og den mentalitet, selskabet repræsenterer. Men Goldman Sachs er ikke mere grådig, kynisk og manipulerende end andre indenfor investment banking - Goldman Sachs er blot større! Kritikken af

Goldman Sachs som sådan er gold. Det samme er kritikken af, at Goldman Sachs får "vetoret" overfor vigtige beslutninger i DONG. En hvilken som helst investor, der binder penge i et ikke-børsnoteret selskab, vil i en investoraftale sikre sig at firmaet efterfølgende opfører sig som ventet.

Mere interessant er det, om valget af Goldman Sachs er det optimale ud fra et statsligt provenumaksimeringssynspunkt? Det skærer udenforstående observatører i øjnene, at den aktuelle kursværdi på DONG er sat til meget lave 31,5 milliarder kroner i beregningen af hvor stor en aktieandel i DONG Goldman Sachs kunne få for sine 9 milliarder kroner i indskud. Endvidere overraskede det "alle", at PensionDanmark ikke var medinvestor. Siden kom Information med den oplysning, at PensionDanmark havde fremsat et tilbud og til en højere kurs end Goldman Sachs. Af fortrolighedsgrunde vil hverken finansministeriet eller PensionDanmark bekræfte dette. Men sandsynligheden taler for, at det er korrekt. Finansministeren svarer at den tilbudte aktiekurs ikke var det eneste afgørende, men at Goldman Sachs blev valgt ud fra en samlet vurdering af, hvad der tjener statens interesser bedst. Med andre ord: hvad staten taber i 2014, forventer staten at få kompenseret ved i 2017/2018 at kunne opnå en højere kurs på børsen for DONGs aktier fordi Goldman Sachs er medejer i stedet for PensionDanmark.

Hvor overbevisende er denne forventning? Finansministeriet undervurderer nok den ikonstatus som Torben Möger Pedersen, den administrerende direktør i PensionDanmark har internationalt: han regnes blandt sine kolleger som den førende kapacitet indenfor "klimafinansiering". At PensionDanmark investerer, skaber troværdighed hos netop de investorer, der er mest attraktive set ud fra et klimaomstillingsfinansieringssynspunkt: institutionelle investorer, der gerne vil investere langsigtet i grøn infrastruktur på vilkår, der lover et godt afkast. Finansministeren forventer øjensynlig enten, at Goldman Sachs skaber endnu mere troværdighed om en behårdet kommerciel linje i DONG, eller at Goldman Sachs ekspertise indenfor børsnoteringer vil vise sig at være guld værd. Da forskellen mellem PensionDanmarks og Goldmans Sachs bud ikke er oplyst, kan udenforstående ikke beregne hvor store gevinsterne ved børsnoteringen skal være for at opveje statens tab i aktieandele. Endvidere vides heller ikke, hvorvidt finansministeriet i sine statslige provenuberegninger tager højde for, at Goldman Sachs gennem sin Luxembourg-baserede investering formentlig formår at reducere sine skattebetalinger til den danske stat mere end PensionDanmark ville gøre.

Hvilket bringer os frem til rådgiverne i denne sag, der udover Dansk Bank omfatter DONGs direktion og bestyrelse. Direktionen og bestyrelsen søger givetvis at rådgive finansministeriet ud fra den bedste overbevisning. Men subjektive faktorer kan påvirke vurderingen. For det første selve fascinationen ved Goldman Sachs: at få mulighed for i en årrække at spille professionelt sammen med en vigtig investment banker på nært hold. For det andet er der i aktstykket afsat 450 millioner i aktieoptioner til at de ansatte i DONG. Værdien af en aktieoption afhænger af to ting: (i) den kurs som de ansatte får lov til at købe aktierne til ved børsnoteringen; og (ii) markedskursen ved børsnoteringen. Forskellen kan de ansatte putte ned i lommen. Hvis markedskursen er 80% højere, er værdien af optionen lig med 360 million kroner. Kursen i optionen vil formentlig blive fastsat til samme kurs, som DONG værdifastsættes til i aftalen med Goldman Sachs. Det svært at argumentere imod en aftale, der er i ens egen økonomiske interesse.