

## Sammenligning af Goldman Sachs aftalen med tilbuddet fra PensionsDanmark

11. februar 2014

Wolfgang Mostert, [wolfgang@mostert.dk](mailto:wolfgang@mostert.dk)

### Tilbuddene

Et internt notat fra PensionDanmark, skrevet af direktionen til bestyrelsen, tillader en sammenligning af buddene på deltagelsen i DONG Energys aktieudvidelse.

Både Goldman Sachs og PensionDanmark lovede at levere 8 mia. kr i aktiekapital; sidstnævnte ved at investere 2.3 mia kr. selv og samle et konsortium af pensionskasser for at komme med resten.

Hvorvidt tilbuddet fra Goldman Sachs er den ”overordnet set bedste løsning” for staten afhænger af, hvilke elementer beslutningstagerne lægger vægt på. Det kan man kun gisne om. Corydon har holdt sig fra at oplyse om de bagvedliggende kriterier for valget. Men de radikales finansordfører, Sophie Carsten Nielsen, har understreget behovet for, at der fandt en risikodeling sted mellem staten og den private investor. Desuden har udenforstående kommentatorer gættet på, at Goldman Sachs, en af verdens største investeringsbanker, har stor ekspertise med børsintroduktioner og derfor må formodes at være i stand til at levere den højeste aktiekurs ved børsnoteringen. Heroverfor står, at PensionDanmark krævede en mindre aktieandel i Dong Energy for sine 8 milliarder i aktier, idet prisen var baseret på en værdifastsættelse af det eksisterende DONG på 46.5 mia kr. (aktiekurs 158 for de eksisterende 294,000 aktier) mod Goldman Sachs 32 mia kr. (aktiekurs på 107).

Den højere pris fra PensionDanmark skyldes ikke forskellige forventninger til Dongs forretningsmæssige udvikling: begge har haft adgang til det samme regnskabsmateriale og finansielle fremskrivninger. Forskellen kan forklares ud fra, at pensionselskaber har lavere forrentningskrav end kapitalfonde. Det er logisk: den normale entre for et pensionselskab i en investering a la Dongs aktieudvidelse er via investeringer i kapitalfonde, der har den fornødne deal-making ekspertise. Kapitalfonde har meget høje fee rates. For at deres investorer kan få et godt afkast efter at fees er trukket fra indtjeningen, sigter kapitalfondene efter et afkast på 15-25% på individuelle investeringer; for PensionDanmark må afkastkravet til Dong have ligget på godt 8%.

### Hvad er Dongs risikoprofil anno 2014?

Statens behov for risikodeling med private investorer må vurderes ud fra Dongs risikoprofil som investeringsobjekt. Alle Dong Energys investeringer i nye projekter involverer en risiko; det har afskrivningerne på tidligere investeringer demonstreret til fulde. Men tre forhold taler for at Dong Energys investeringer i de næste år har en overkommelig risikoprofil.

1. Risikoen for fortsatte tab på naturgassatsningen og i Nordsøen er næsten fjernet. Dong har foretaget store afskrivninger i 2012 og 2013 på de tabsgivende naturgaskraftværker i UK og Holland og frasolgt gasfyrede kraftværker og gashandelsselskaber i udlandet. I Nordsøen er der nedskrevet 2,3 milliarder kroner på de norske felter Gyda, Oselvar og Ulla, 0,9 milliarder kroner på det danske Siri-felt og 0,4 milliarder på det norske transmissionsnet Gassled. Den største usikkerhed vedrører den fremtidige naturgaspris fra felterne.
2. De konventionelle energiforsyningsaktiviteter i Danmark har meget lav risiko for tab.

3. På off-shore vindmølleområdet er der tre risici: (i) konstruktionsrisikoen, (ii) at regeringerne reducerer støtteordningerne for nye vindmøller, hvilket reducerer det fremtidige marked og dermed Dongs indtjeningsevne på et absolut kerneområde; (iii) at den danske eller britiske regering retroaktivt fjerner elproduktionsstøtten til allerede opførte møller.

### **Hvad er forskellen i risikodelingen mellem Goldman Sachs og PensionDanmark?**

Begge stillede krav om en tilbagesalgsret, en såkaldt "put option", såfremt der ikke inden for fire år kommer en børsnotering. Den ønskede put option er dog meget forskellig:

1. Den første forskel består i omfanget af beskyttelsen og prisen for den. PensionDanmark krævede sikkerhed for en forrentning på 2% for hele investeringen hvis tilbagesalgsretten udnyttes. Goldman Sachs får 60% af sin 8 mia kr. investering forrentet til den årlige CITA-rente tillagt 2,25 pct., mens de resterende 40% bliver solgt til en såkaldt "fair value" værdiansættelse. I denne direkte sammenligning må man konkludere, at Goldman Sachs har sikret sig et betydeligt højere minimumsafkast end PensionDanmark.
2. En anden forskel er PensionDanmarks krav om, at tilbagesalgsretten kunne udnyttes på samme vilkår også umiddelbart før børsnoteringen; mens Goldman Sachs i tilfælde af et tilbagesalg til staten før børsnoteringen ville tabe fair value betalingen for de 40% af sine aktier, disse ville overgå gratis til staten. Sidstnævnte betingelser er så ugunstige for Goldman Sachs, at de i praksis udelukker tilbagesalg før børsnoteringen. PensionDanmarks put option er en besynderlig konstruktion, en slags "omvendt mezzaninkapital": et typisk mezzaninlån giver långiveren ret til at få lånet til virksomheden konverteret til aktiekapital, hvis låntageren får problemer med tilbagebetalingen. Det interne notat giver som begrundelse, at PensionDanmark søgte beskyttelse imod, at staten valgte at gennemføre en børsnotering til en meget lav aktiekurs. Ønsket må skyldes tre hensyn. (i) Den høje budte aktiekurs indsnævrer råderummet for yderligere kursstigning. (ii) Ved en IPO vil man altid lægge ud med en lav kurs, dels for at sikre sig at den udbudte aktiemængde bliver afsat, dels for at give investorerne en lille upside gevinst allerede i løbet af de første uger ved at kursen stiger. Det fremmer investorinteresse også ved fremtidige aktieudvidelser. (iii) Risikoen for et politisk bestemt ønske om børsnotering for børsnoteringens skyld. Når børsnoteringen gennemføres i 2017/18, vil det med al sandsynlighed være en borgerlig regering der sidder med regeringsmagten. Fra borgerlig side har privatiseringsvinklen ikke så meget været "hvad staten får ud af det" end at "det er ikke statens opgave at drive privat virksomhed". Så frygten for at en privatisering gennemføres, selv om tidspunktet ikke er ideel, er reel nok. At privatiseringen i 2008 blev aflyst pga af den finansielle krise taler ikke imod dette; det var en ekstrem situation. Men, intet – bortset fra et akut likviditetsbehov - ville kunne tvinge PensionDanmark til at sælge aktier til en for lav kursfastsættelse ved børsnoteringen. Et salg af aktier kunne derfor vente til senere, når kursen havde rettet sig op til et højere leje. Så det synes, som om PensionDanmark også generelt ville sikre sig imod, at Dongs udvikling ikke bliver så positiv som forventet i Dongs strategi- og forretningsplan.

Det indgår dog også i aftalen med Goldman Sachs, at de nye investorer får skadesløsholdelse i tilfælde af en negativ udvikling som følge af Siri-plattformens fysiske tilstand i forhold til det af Dong forudsatte. Det fremgår ikke af offentligt tilgængelige

oplysninger, hvorvidt PensionDanmarks tilbud også indeholdt et sådant Siri-forbehold. Ifald det ikke er tilfældet opvejer ”Siri” i nogen grad den ”omvendte mezzanine”.

I det politiske spin, der blev fremsat, inden det interne notat fra kom medierne i hænde, blev PensionDanmarks finansiering fremstillet som ”nærmest svarende til et lån”. Eftersom Dong har behov for tilførsel af aktiekapital – lånegrænsen/minimumssolvensgraden er overskredet – ville et tilbud om lånefinansiering have gjort buddet uacceptabelt for finansministeriet. Det interne notat afslører imidlertid, at PensionDanmarks aktieinvestering aldrig af ratingbureauerne eller af de långivende banker kunne være blevet betragtet som et lån til Dong. Der var tale om en aktieinvestering med tilbagesalgsret af aktier ikke til Dong men til staten! Aktieinvesteringen kunne aldrig blive konverteret til et lån for Dong; set fra Dong ville der blot ske det, at ejerskabet til aktierne skiftede hænder. In princippet burde tilbagesalgsretten derfor ikke have kunnet påvirke bureauernes rating af Dong. I teorien kunne det tænkes, at tilbagesalgsretten kunne have påvirket rating-bureauernes rating af Dongs kreditværdighed, fordi PensionsDanmark selv vurderede, at der var en risiko for en ugunstig udvikling i Dongs indtjening. I så fald ville Dongs kreditværdighed have fået et nøk nedad. Men det er en meget spekulativ mulighed.

### **Hvad betyder forskellene i det økonomiske tilbud?**

En kapitalfond som New Energy Investments, som Goldman Sachs bruger som redskab til investeringen, har en begrænset levetid før investorerne skal have deres penge ud igen. Kapitalfonde gennemfører individuelle investeringer med en 2-5 årig investeringshorisont. Det må forventes, at New Energy Investments senest ved udgangen af 2019 er ude af Dong Energy. Det relevante tidsperspektiv for vurderingen af det økonomiske tilbud er derfor statens situation ved børsnoteringen og det salg af aktier der i den forbindelse gennemføres.

PensionDanmark tilbød at samle et konsortium, der indskød 8 mia. kr. Den lave prisfastsættelse af Dong trak i Goldman Sachs tilfælde yderligere 5 mia kr med ind i aktieudvidelsen: 3 mia. kr. fra medinvestorerne ATP og PFA samt 2 mia. kr. fra de nuværende ikke-statslige medejere. De ekstra 5 mia kr er en fordel for Dong, som staten betaler for. Resultatet er sammenfattet i tabellen nedenfor.

	<b>Goldman Sachs</b>	<b>PensionDanmark konsortium</b>
Prisfastsættelse DONG Energy	31,5 mia kr.	46 mia kr
Investering	8 mia. kr	8 mia. kr
Aktieindskud fra andre	5 mia kr.	0
Aktieværdi efter udvidelsen	44,5 mia kr	54 mia kr
Forventet minimumsværdi 2018	70 mia kr <sup>1)</sup>	65,5 mia kr <sup>2)</sup>
Statens aktieandel før børsnotering	57,3%	69%
Værdi af statens aktieandel ved IPO	40.1 mia kr	45.3 mia kr
Revenue af statens aktiesalg ned til 51%	4,4 mia kr	11,8 mia kr.

1) Baseret på 12% stigning i aktiekurs 2) Stigning på 5% i aktiekurs

Hvordan statens økonomiske udkomme påvirkes afhænger af aktiekursens udvikling. Tabellens tal antager at investorernes respektive minimumsforventninger afspejler den korrekte forventede værdi. Man bør huske at udbetalinger af dividende frem til 2018 også indgår i det totale afkast. Dongs børsværdi i 2018 er sat til 70 mia kr ud fra direktionens udmeldinger. Med PensionDanmarks

deltagelse er den holdt nede på 65.5 mia kr ud fra en 5% stigning i aktiekursen; de ekstra 5 mia kr i aktiekapital og Goldman Sachs IPO ekspertise bør afspejle sig i en højere kurs i 2018.

Under disse forudsætninger ser vi i tabellen, at valget af Goldman Sachs påfører staten et **formuetab** på 5,2 milliarder kr. i 2018. Hvis staten solgte alle sine aktier i forbindelse med børsnoteringen, ville statens salgsrevenue blive 5,2 mia. kr. mindre end under TopDanmarks tilbud.

Det er statens erklærede hensigt kun at reducere sin aktieandel til 51% ved børsnoteringen. Derfor er formuesituationen mindre relevant end **salgsrevenue ved det påtænkte faktiske salg af aktier**. Det ses i tabellen, at statens tab af aktieandele slår hårdt igennem med et reventuetab på 7,4 mia kr.

Dertil kommer at Goldman Sachs unddrager afkastet fra **beskatning** ved New Energy Investments selskabskonstruktion, mens Pension Danmark og andre institutionelle investorer betaler pensionsafkast på pt. 15,3 % af afkastet.

Tallene viser at staten ikke kan undgå at tabe penge på valget af Goldman Sachs. Og det er ligegyldigt, hvilken realistisk udvikling i aktiekursen man vælger.

### **Sammenfattende vurdering**

Dong Energy er i 2014 og frem til 2018 et **relativt lavrisiko selskab. Forskellen i de to investorers risikovillighed er minimal:**

- En udskydelse af børsnoteringen bliver dyrere for staten under de betingelser, som Goldman Sachs har fået end under den kompensation, som PensionDanmark ønskede.
- PensionsDanmarks krav om tilbagesalgsret, også umiddelbart før en børsnotering, ville have indebåret en lille risiko for staten.

**Staten betaler en meget høj pris for sin manglende risikovillighed.** En hvilken som helst investering indebærer en risiko for tab. En rationel investor vælger at gennemføre en investering, hvis det forventede afkast er så højt, at det mere end kompenserer for den risiko, som investor løber. Staten kunne med fordel selv have skudt aktiekapitalen ind i en situation, hvor staten for tiden kan låne til 1,15% i rente på det internationale obligationsmarked; en privat porteføljeinvestor ville have truffet det valg: det ville have givet staten **8.8 mia kr** mere i nettorevenue efter tilbagebetalingen af obligationsgælden i 2018. At finansministeriet tre uger efter modtagelse af PensionDanmarks tilbud valgte at forkaste tilbuddet i stedet for at gå ind i en tilbudt forhandling om en tilpasning af de ønskede vilkår er, ligesom ønsket om privat finansiering, en politisk, ikke en økonomisk beslutning.

Finansministeriet stiller ved vurdering af offentlige investeringer krav om, at der gennemføres en **nutidsværdiberegning** af alternative investeringer. Man må betvivle, at folketingets finansudvalg fik forelagt nutidsværdiberegninger på forskellen mellem de to modtagne tilbud.