

Skal staten sælge ud af sine aktier i Dong-Energy?
Wolfgang Mostert, konsulent, cand.oecon & phil.
Juni 2006

Hvornår skal en porteføljeinvestor købe henholdsvis sælge aktiver?

Dong Energy er et privat aktieselskab, der ejes af staten med 73 procent af aktierne og af ni elselskaber (ejet af kommuner), der fik de resterende 27 procent af aktierne i Dong Energy som betaling for deres ejerandele i Elsam og Energi E2. Planen er inden for det kommende år at notere Dong Energys aktier på Københavns Fondsbørs, hvorved Dong Energy bliver et offentligt aktieselskab. Til den tid er det finansministerens plan, støttet af et flertal af folketingets partier, at sælge 22 procent af aktierne, så statens ejerskab kommer ned på 51 procent.

Om det påtænkte salg af aktier er en god beslutning, afhænger af tre faktorer: (i) det forventede fremtidige afkast af aktierne i Dong Energy, (ii) salgsprisen for aktierne og (iii) af afkastet på den alternative investering som staten foretager med salgsprovenuet.

Professionelle portefølje-investorers ageren ved køb og salg af aktier, illustreres af ATPs kamp imod tvangsindløsningen af ATPs aktier i TDC. ATP vurderer, at ATPs fremtidige afkast fra at beholde aktierne i TDC er højere end det afkast, ATP kan opnå ved at anbringe salgsprovenuet i alternative aktiver.

Staten som aktiv porteføljeinvestor

For staten som porteføljeinvestor gælder det ligeledes om at få den bedst mulige sammensætning af statens aktiver og gæld.

Finansministeren optrådte i ord som porteføljeinvestor, da han i 2005 meddelte at statens gæld (statens indenlandske og udenlandske obligationsgæld, minus statens indestående i Nationalbanken og formuen i Den Sociale Pensionsfond) ville falde fra 38 pct. af BNP i 2001 til 23 pct. af BNP i 2006. ØMU-gælden (der også omfatter kommunernes gæld) ville falde fra 47 pct. af BNP i 2001 til 29 pct. af BNP i 2006. Finansministeren konkluderede, at den politiske tidsplan for fjernelse af statsgælden fra år 2014 holdt, samt at statsgælden reelt *ville* være ude af verden om tre til fire år, da værdien af statens aktiver (der må menes "realiserbare aktiver") på det tidspunkt ville overstige gælden.

I handling optrådte staten som bevidst *porteføljeinvestor* med oprettelsen af Nordsøfonden, der administreres af Nordsøenheden placeret i Transport- og Energiministeriet. Fonden deltager med en betalende andel på 20 procent i alle 14 licenser i den sjette udbudsrunde der blev afholdt i 2006. Fordi Nordsøfonden deler efterforskningsrisikoen med de øvrige investorer, er den en kommerciel investeringspartner på linje med de øvrige i efterforskningskonsortiet. Udgifterne til Nordsøfondens deltagelse afholdes af finansloven. Staten stifter gæld, fordi den forventer at den gør en god investering. At investere i alle licenser spreder investeringsrisikoen.

Det er en anden konstruktion end den tidligere fra Kulbrinteloven fra 1981 og indtil ændringer af licensdirektivet ved lov nr. 310 af 1995 hvor statselskabet Dong optrådte som såkaldt "båren partner" med en 20 procent andel i alle licenser til efterforskning af kulbrinteforekomster i den danske undergrund. Det betød, at Dong ikke deltog i investeringerne i efterforskning efter gas og

olie, der afholdtes af licenshaveren. Men hvis licenshaveren fandt en kommerciel forekomst, så gik Dong ind med 20 procent i de efterfølgende udgifter til udvikling af feltet og blev 20 procent medejer heraf. For licenshaverne var det en hård beskatning: den bårne deltagelse fjernede 20 procent af nutidsværdien af den forventede sandsynlige indtægtsstrøm fra licensen.

Andre privatiseringer havde et klart *sektorpolitisk sigte* og kan derfor ikke vurderes ud fra et porteføljesynspunkt. I 1998 indbragte salget af TDC 27 mia. kr. I 2005 nedbragte staten statsgælden med knap 5 mia. kr. ved at sælge aktier i Bella Center A/S og i Post Danmark og ved at sælge ud af statselskaberne Statens Bilinspektion og Gastra A/S.

En mellemting er statens beslutning om i 2004 og i 2005 at droppe Dongs normale 30 procent overførsel af overskuddet efter skat til statskassen, så selskabet blev bedre i stand til at finansiere sin overtagelse af aktierne i Elsam og Energi2. Resultatet er en porteføljeinvestering. Men det erklærede motiv var strukturpolitik: at skabe et stærkt dansk selskab, der kunne overleve som selvstændig enhed i konkurrencen med de store udenlandske energikoncerner.

Dong Energy som porteføljeinvestering for private investorer

Dong Energy blev skabt gennem DONGs opkøb af aktierne i elselskaberne Elsam, Nesa, Energi E2, Københavns Energi og Frederiksberg Forsyning. Den bliver, med over 4.000 medarbejdere, en mio. kunder, en omsætning på over 33 mia. kr. og skønnet indtjening på 11 mia. kr. i 2006 en af Danmarks største virksomheder med aktiviteter indenfor: (i) olie- og gasefterforskning og – produktion; (ii) elkraftproduktion på fossile og vedvarende energikilder, (iii) el og gas-infrastruktur (distribution og gaslagre) samt (iv) handel med gas og el.

Som porteføljeinvestering har Dong Energy interessante egenskaber. Der er en glimrende know-how synergi mellem aktiviteterne. Risikoprofilen er interessant, fordi afkastet på de fire aktiviteter ikke er korreleret med hinanden! Indtjeningen er høj – i 2006 en tredjedel af omsætningen. Profilen ændres en smule i fremtiden fordi EU Kommissionen i sin godkendelse af Dong Energys oprettelse har betinget sig at Dong Energy frasælger et af sine to gaslagre, samt at DONG bortauktionerer en gasmængde svarende til 10% af det danske naturgasforbrug hvert år i en 7-årig periode. Regeringen forventer at Energinet.dk overtager lageret ligesom Energinet.dk på sigt skal overtage ejerskabet til de regionale eltransmissionsnet og naturgasdistributionsnettene efterhånden som de hidtidige ejere udtræder af deres ejerskab.

En anden risiko-karakteristik ved Dong Energy er negativ: en stor del af det årlige overskud er bestemt af faktorer, der ligger udenfor ledelsens kontrol. Overskuddet fra elproduktionen afhænger af vandbeholdningen i de norske og svenske vandkraftanlæg og af den specifikke udformning af EU's CO₂-kvotesystem (der ikke er politisk holdbar): produktion af el har i alle EU-lande været en forrygende forretning siden januar 2005 fordi EU's CO₂-kvotesystem fører gratis penge lige ned i lommen af elselskaberne. Det samme gælder den anden kerneaktivitet: overskuddet fra olie- og gasaktiviteterne er uhyre følsom overfor udviklingen i prisen for råolie. Det gør det svært for en porteføljeinvestor at anslå den sandsynlige værdi af aktierne i Dong Energy. Den er lig med nutidsværdien af det forventede fremtidige afkast efter skat diskonteret med den private investors rentefod. Da afkastet er svært at skønne, vil en rationel investor foretage en konservativ ansættelse af den fremtidige betalingsstrøm og øge diskonteringsfaktoren med en risikopræmie.

Tallene nedenfor giver et indtryk af størrelsesordenen for usikkerheden.

I 2005 var overskuddet i Energi E2, der er en del af Dong Energy, på 338 millioner kroner. I første kvartal 2006 kom Energi E2 på grund af høje elpriser på det nordeuropæiske marked ud med et overskud efter skat på 502 millioner kroner, det hidtil bedst kvartalsresultat i E2's historie. DONGs 2005-regnskab bød på en indtjening efter skat på 2,8 mia. mod 2,1 mia. kroner i 2004. I marts 2006 opjusterede Dong sine forventninger til årsregnskabet i 2006 til 4,3 mia. kr. baseret på en forventet gennemsnitlig oliepris på 60 USD per tønde.

En rationel privat investor vil derfor foretage en konservativ ansættelse af den fremtidige oliepris og af værdien for elsektoren af EU's kvoteordning og øge sin diskonteringsfaktor med en risikopræmie.

Salg af aktier i Dong Energy – hvad får staten ud af det?

Statens netto-formue reduceres som følge af to effekter.

For det første vil transaktionsomkostningerne (udgifter til banker, advokater, investeringsrådgivere) i forbindelse med børsnoteringen af Dong Energy og salget af aktierne sluge cirka otte procent af de solgte aktiers værdi.

For det andet påføres skatteyderne et formuetab fordi staten skifter et aktiv med en høj fremtidig betalingsstrøm ud med et aktiv med en lavere fremtidig betalingsstrøm. Salgsprovenuet fra aktiesalget går til nedbringelse af statsgælden, der har en rente på omkring 2.5 procent. Det årlige afkast heraf i form af sparede udgifter til renter er langt lavere end det fremtidige afkast, der kan forventes ved at beholde aktierne i Dong Energy: Dong Energys fremtidige årlige afkast efter skat multipliceret med 22%, der er den del af aktierne det i første omgang er meningen at sælge.

Hvor stort bliver statens formuetab ved salget af aktierne?

Værdien af aktiebeholdningen i Dong Energy er for både staten og for de private investorer lig med nutidsværdien af det forventede fremtidige afkast efter skat. Nutidsværdien afhænger i høj grad af den valgte diskonteringsfaktor.

Eftersom provenuet bruges til at nedbringe statsgælden, er den relevante diskonteringsfaktor for staten lig med rentefoden på statsgælden. De private investorers diskonteringsfaktor er mere usikker. Fra 1950 til 1995 var det gennemsnitlige årlige afkast 13 procent. Mange analytikere forventer at det fremtidige afkast de næste 10 år eller mere vil komme ned på 7-8%. Lad os antage at de private investorers diskonteringsrate er så lav som 7% og statens er 2.5%. I så fald er nutidsværdien af Dong Energys aktier 50 procent højere set med statens investeringsbriller end den pris private investorer vil give for aktierne. For hver milliard kroner staten får ind ved salget af aktier fra Dong Energy, reduceres statens nettoformue med 0.5 milliarder kroner simpelthen fordi staten investerer beløbet i et ringere aktiv.

Vil den svenske stat sælge ud af sine aktier i Vattenfall?

Svaret er nej! Ejerskabet af selskabet er en god kommerciel investering. Man kan undre sig over at holdningerne i Danmark og Sverige er så forskellige med hensyn til statsligt medejerskab af et veldrevet kommercielt selskab. Især, fordi salg af aktier i Dong Energy ikke har et strukturpolitisk sigte som salget af TDC, Bella Center A/S, Post Danmark, Statens Bilinspektion og Gastra A/S.

