

bringer Projektet i fare, så kunne en dramatisk stigning begrænse Projektets evne til at bibeholde vor foreslåede ligevægt og ville nødvendiggøre yderligere udvidelse af egenkapital.

Som ovenfor nævnt har vi også gennemgået en høj og en lav grundmodel. Denne form for sensitivitetsanalyse viser en afkastningsgrad efter finansiering på mellem 15,1 pct. og 6,3 pct. Det er klart, at med denne store afvigelse i de projekterede afkastningsgrader for egenkapital og den potentielle indvirkning af begge disse yderpunkter på de økonomiske muligheder, vil Projektets økonomiske struktur behøve maximal fleksibilitet og velvilje fra statens og DONG A/S's side til at tilpasse sig udviklingen. Dette er især vigtigt i betragtning af, at Projektets afkastningsgrad er relativt ufølsom over for finansiering. De aktuelle driftsresultater vil være bestemmende for den økonomiske risiko.

Uanset Projektets følsomhed over for rentesatser og driftsresultater, kan det konkluderes, at der findes en lang række muligheder for en vellykket finansiering af Projektet under vidt forskellige økonomiske forhold. Det væsentligste spørgsmål vedrørende Projektets økonomiske strategi er, i hvilken udstrækning det kan finansieres uden lån, forskud eller økonomiske garantier fra den danske stat. Selv om finansieringen af Projektet ville medføre en væsentlig forøgelse af Danmarks udlandsgæld, er vi overbevist om, at Projektet kunne finansieres via den danske statskasse, enten gennem direkte finansiering eller ved fuld garanti af hele DONG A/S's gældsforpligtelser. Det er mindre klart på nuværende tidspunkt, i hvilken udstrækning Projektet kan finansieres uafhængigt.

Det vil i nogen grad være umuligt at finansiere Projektet fuldstændigt uafhængigt af landets kredit. Uden hensyn til juridiske strukturer er det en forudsætning, at der eksisterer et sikkert marked og en påvist driftsenhed. Danmark skal faktisk »garantere« udviklingen af dette marked og påtage sig visse risici under Projektets udførelsesfase uden hensyn til Projektets forudberegnete resultater. For det andet vil en deling af Projektet mellem DONG A/S og de regionale enheder have tendens til at formindske Projektets samlede kreditværdighed og kunne tjene til at forøge kravene til statsgarantier.

Dette er ikke for at foreslå, at Projektet skulle finansieres udelukkende ved hjælp af statskredit. Vi mener, at fordelene ved uafhængig finansiering af DONG A/S er tilstrækkelig overbevisende til, at en »projekttype«-finansiering (som afhænger delvis eller udelukkende af selve Projektets nettoindbetalinger (Projektets cash flow)) skulle være et strategisk mål. Danmark har været stærkt afhængig af de internationale kapitalmarkeder siden (OPEC) oliekrisen, og landets fremtidige økonomiske fleksibilitet vil bl.a. kunne afhænge af, i hvor stor grad potentielt sulyfsynende organisationer såsom DONG A/S bliver finansieret uafhængigt. Derfor har vi anbefalet, at egenkapitalen i første omgang skulle være 20 pct med mulighed for senere justeringer. Når der foreligger en endelig fastsættelse af, hvilke leverandørkreditter og lån fra internationale låneinstanser man kan regne med, kan man på basis af de gældende markedsforhold bestemme, hvilke markeder der er bedst egnede til at finansiere resten af Projektet.

Medens de enkelte markeder, hvor finansiering finder sted, vil have indvirkning på, i hvilken udstrækning og form der kræves kredit fra staten, kan der også forudses visse generelle krav. Långivere til Projektet vil kun acceptere en mindre, om nogen, risiko, og de risici, som de vil acceptere, vil være underlagt særlige betingelser: risiciene skal være veldefinerede og de skal være af en sådan karakter, at långiverne fra erfaring i lignende tilfælde ved, at der er formildende omstændigheder ved deres størrelse, eller uafhængige vurderinger skal vise, at de er minimale. Risici for Projektets gennemførlighed, som falder uden for disse parametre, må staten selv påtage sig, i det mindste midlertidigt.

Mange af de risici, som man i almindelighed forbinder med projekter af denne art, kan betragtes som minimale og vil derfor kunne accepteres af långivere i dette tilfælde. Den teknologiske risiko kan betragtes som ubetydelig; den teknologi, som anvendes ved rørledningskonstruktionen er velafprøvet og velkendt for alle større internationale entreprenører. Leveringsrisici er mindre væsentlige og kan i det store hele lades ude af betragtning på grund af DeGolyer og MacNaughtons rapport om olie- og gasreserver, som viser gasreserver og en leveringshastighed, der er betydeligt større end projekteret.