



Folketingets Finansudvalg  
Christiansborg

Finansministeren

18. december 2013

Svar på Finansudvalgets spørgsmål nr. 34 (B 30 - § 7) af 17.  
december 2013

**Spørgsmål**

”I forlængelse af svar på spørgsmål 4 og 5, hvori mindretalsbeskyttelsen betegnes som ”naturlig” og ”ikke kan anses som urimelig eller særligt usædvanlig”, bedes ministeren komme med sammenlignelige eksempler, hvor aktionærer får så udvidet mindretalsbeskyttelse, som Goldman Sachs/New Energy Investment får i DONG med aktstykke 37.”

**Svar**

Når Finansministeriet har fundet den i aktstykket beskrevne mindretalsbeskyttelse ”naturlig”, skal det ses på baggrund af, at en mindretalsaktionær i et ikke-børsnoteret selskab må forventes at ønske en beskyttelse mod, at en majoritetsaktionær gennemtrumfer beslutninger, der væsentligt kan forringe værdien af investeringen. Dette behov kan med rimelighed antages forstærket i de tilfælde, hvor majoritetsaktionæren er en stat, idet stater generelt forfølger mange forskelligartede hensyn, hvilket rimeligvis kan give anledning til en bekymring for, om staten i udøvelsen af sit ejerskab i selskaber altid vil forfølge strengt forretningsmæssige mål.

Når Finansministeriet har fundet, at den i aktstykket beskrevne mindretalsbeskyttelse ”ikke kan anses som urimelig eller særligt usædvanlig”, beror det bl.a. på følgende.

For det første har det fra tidligt i den gennemførte proces været Finansministeriets forventning, at de investorer, der i givet fald ville indskyde kapital i DONG Energy, ville stille krav om en vis mindretalsbeskyttelse (samt i øvrigt en salgsret til staten). Denne forventning var bl.a. dannet på baggrund af Finansministeriets erfaringer fra lignende processer, jf. bl.a. nedenfor, samt drøftelser med såvel ministeriet som DONG Energys rådgivere.

For det andet har det i den gennemførte proces kunnet konstateres, at spørgsmålet om udvidet mindretalsbeskyttelse har været rejst generelt af de potentielle investorer, der udviste interesse i at investere i DONG Energy. Det er på den baggrund Finansministeriets vurdering, at enhver løsning på DONG Energys kapitalbehov, der havde involveret en privat kapitaltilførsel, ville have indebåret, at de

private investorer enten enkeltvis eller som gruppe ville skulle have haft en udvidet mindretalsbeskyttelse, og at denne altovervejende ville have vedrørt de samme forhold som dem, der indgår i de indgåede, betingede aftaler med New Energy Investment, ATP og PFA. Dvs. at der ville være krav om mindretalsaktionærernes samtykke i forhold til væsentlige ændringer af strategien, herunder opstart af nye forretningsområder eller aktiviteter i nye lande, større investeringer, opkøb og frasalg samt andre beslutning af potentiel væsentlig finansiel betydning for DONG Energy og dermed aktionærerne.

I forhold til konkrete eksempler gælder, at aktionæroverenskomster i private selskaber generelt ikke er offentlige. Derfor er Finansministeriets opfattelse af, at mindretalsbeskyttelsen i de indgående aftaler vedrørende DONG Energy ikke kan anses som særligt usædvanlig, bl.a. er baseret på, at de rådgivere, der har bistået ministeriet og DONG Energy i processen, og som må formodes at have kendskab til lignende aftaler i private selskaber, ikke har givet udtryk for, at den skulle være særlig usædvanlig.

Finansministeriet skal dog pege på et konkret eksempel, der har visse lighedstræk med aftalerne vedrørende DONG Energy. I 2005 solgte den danske stat således 22 pct. af aktierne i Post Danmark A/S til kapitalfonden CVC, der således fik en ejerandel, der ikke kan anses som væsentlig større end New Energy Investments forventede ejerandel i DONG Energy.

I den aktionæroverenskomst, der blev indgået i den forbindelse, fik CVC bl.a. ret til to bestyrelsesmedlemmer, herunder næstformandsposten, ligesom en række beslutninger i bestyrelsen og på generalforsamlingen kun kunne træffes med CVC's samtykke. Overordnet vurderes de forhold, der i den aktionæroverenskomst var omfattet af samtykkekrav, at være stort set sammenfaldende med de forhold, hvor der i henhold til aftalerne vedrørende DONG Energy kræves New Energy Investments samtykke.

En forskel var, at CVC's samtykke ikke var påkrævet ved ændringer i Post Danmarks direktion, idet der alene var krav om en konsultation med CVC før sådanne ændringer. På den anden side var der krav om CVC's samtykke i forhold til valg af revisor og de årlige budgetter, hvad der ikke er tilfældet i aftalerne vedrørende DONG Energy.

Finansministeriet skal dog gøre opmærksom på, at hvis CVC i en given sag ikke gav sit samtykke, og der ikke i en efterfølgende dialog på højt niveau mellem parterne kunne findes en mindelig løsning, så kunne staten ultimativt gennemtrumfe en beslutning. Hvis staten udnyttede denne ret, fik CVC imidlertid ret til umiddelbart at kunne sælge deres aktier til staten til fair markedsværdi.

Dette skal imidlertid ses i lyset af, at staten formelt set var nødt til at kunne gennemtrumfe en beslutning, idet det blev ansat for en forudsætning for, at tjenestemænd kunne forpligtes til at arbejde i Post Danmark, at staten ultimativt havde

fuld kontrol med virksomheden. Eksemplet viser efter Finansministeriets opfattelse, at det ikke er usædvanligt, at en større privat mindretalsaktionær i statslige selskaber vil kræve en udvidet mindretalsbeskyttelse, og at staten tidligere har været indstillet på at imødekomme et sådant krav. Derfor kan det heller ikke afvises, at staten ville have accepteret CVC's krav uden retten til ultimativt at gennemtvinge en beslutning, hvis staten rent faktisk havde kunnet gøre det.

Med venlig hilsen

Bjarne Corydon