

024-218

Peter Fredslund Jensen

Fra: Thomas Holst Laursen - thl [thl@plesner.com]
Sendt: 27. september 2013 18:31
Til: Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen
Cc: Morten Weicher; Anders Zoëga Hansen; Jacob Bier - jbi; Jakob Skafte-Pedersen - jsp; rasme@dongenergy.dk; Miguel Buxó
Emne: Vs: Pacer [REDACTED] TS [PLESNER-Active.FID845707]

Vedhæftede filer: [REDACTED]

DocumentsArchived: [REDACTED]

[REDACTED] Kære Peter, Rasmus og Anne, som aftalt med [REDACTED] i dag har vi sendt mark-up, som inkluderer alle 5 investorer og de konsekvens rettelselser dette medfører, samt inkluderet de aftalte ændringer [REDACTED]

Dokumenterne er sendt til [REDACTED] advokater, jf ndf.

Mvh, god weekend

Thomas Holst Laursen
Partner
PLESNER
Tel +45 3694 1363
Mob +45 2999 3092
E thl@plesner.com
www.plesner.com

Fra: Thomas Holst Laursen - thl
Sendt: fredag den 27. september 2013 18.16
Til: [REDACTED]
Cc: Anders Zoëga Hansen; Morten Weicher (MORWE@dongenergy.dk); Rasmus Errboe (RASME@dongenergy.dk); Miguel Buxó; [REDACTED] frank.hermelink@morganstanley.com; Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com); Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com); Christian Hansen (christianhansen@nordea.com); Pacer
Emne: Pacer [REDACTED] PLESNER-Active.FID845707]

Dear all,

Attached please find the mark-up against the [REDACTED] draft discussed today and a consolidated mark-up [REDACTED].

As agreed, I also attach the Siri calculation examples.

We will follow-up with the diligence list as promised. As mentioned we are available to discuss if this is helpful. Just let us know.

Kind regards,

Thomas

Thomas Holst Laursen
Partner
PLESNER
Tel +45 3694 1363
Mob +45 2999 3092
E thl@plesner.com
www.plesner.com

624-220

Peter Fredslund Jensen

Fra: Anders Zoëga Hansen [anzha@dongenergy.dk]
Sendt: 29. september 2013 20:00
Til: Peter Brixen
Cc: Pernille Hollerup; Anne Pontoppidan Sørensen; Rasmus Lønborg
Emne: FW: CONFIDENTIAL - LEGAL PRIVILEGE - MERGER SCREENING [PLESNER-Active.FID845707]

Vedhæftede filer: image001.jpg
DocumentIsArchived: 0

Hej Peter,

Hermed som drøftet mailen fra Plesner.

Mvh.

Anders

From: Gitte Holtsø - gho [mailto:gho@plesner.com]
Sent: Friday, September 27, 2013 10:18 PM
To: Pernille Hollerup; Anders Zoëga Hansen
Cc: Thomas Holst Laursen - thl; Jakob Skafte-Pedersen - jsp; File
Subject: CONFIDENTIAL - LEGAL PRIVILEGE - MERGER SCREENING [PLESNER-Active.FID845707]

CONFIDENTIAL - LEGAL PRIVILEGE

Kære Pernille og Anders



1. Generelt:

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Med venlig hilsen

GITTE HOLTSØ
advokat, partner

DIR TLF

36 94 11 19

MOBIL

29 99 30 57

GHO@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
ADVOKATFIRMA
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 KØBENHAVN Ø

TLF

33 12 11 33

FAX

33 12 00 14

CVR

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 og 2013 for Danmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 og 2012 for Danmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 og 2013 for Danmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Danmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - *Best Nordic Law Firm* (International Legal Alliance Summit & Awards)

Denne email og enhver vedhæftet fil er fortrolig. Er De ikke rette modtager, bedes De venligst omgående underrette os og derefter slette emailen og enhver vedhæftet fil uden at beholde kopi og uden at videregive oplysninger om indholdet.

624-221

Peter Fredslund Jensen

Fra: Peter Brixen
Sendt: 29. september 2013 20:11
Til: 'Karsten Anker Petersen'
Cc: Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen
Emne: SV: Udkast til koncernmeddelelse

Vedhæftede filer: 130929 KM PACER v2 DK.doc
DocumentIsArchived: 0



130929 KM PACER
v2 DK.doc (89 ...

Kære Karsten

Hermed et par forslag til justeringer af jeres udkast til selskabsmeddelelse. Tror vi prøver at fikse ministerens udtalelser selv.

Venlig hilsen

Peter

Fra: Karsten Anker Petersen [mailto:KANKE@dongenergy.dk]

Sendt: 29. september 2013 14:33

Til: Peter Brixen

Emne: Udkast til koncernmeddelelse

Hej Peter

Hermed en MEGET foreløbig version af den koncernmeddelelse vi arbejder efter at udsende på onsdag. Der kan ske mange ændringer endnu (bl.a. har juristerne leget lige lovligt meget med den), men den skulle give dig et indtryk af, hvad vi forestiller os.



Vi har endnu ikke sendt til vores kommende partnere.

Vedlagt finder du også nogle tanker om, hvad ministeren kunne sige på onsdag. De er blot til inspiration. Skrot dem bare, hvis du ikke mener de kan bruges.

Vh

Karsten

Med venlig hilsen

Karsten Anker Petersen

Head of Group Communication

Group Communication

DONG Energy

Nesa Allé 1

2820 Gentofte

Tlf. +45 99 55 96 63

kanke@dongenergy.dk

www.dongenergy.com

624-222

Peter Fredslund Jensen

Fra: Peter Brixen
Sendt: 29. september 2013 20:37
Til: 'Karsten Anker Petersen'
Cc: Anne Pontoppidan Sørensen; Rasmus Lønborg
Emne: SV: Udkast til koncernmeddelelse

DocumentIsArchived: 0

Kære Karsten

[REDACTED]

Venlig hilsen

Peter

Fra: Karsten Anker Petersen [mailto:KANKE@dongenergy.dk]
Sendt: 29. september 2013 20:23
Til: Peter Brixen
Cc: Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen
Emne: RE: Udkast til koncernmeddelelse

Hej Peter

Tak for tilbagemelding. Ser ikke nogen problemer i at indarbejde dine kommentarer.

[REDACTED]

Vh

Karsten

Med venlig hilsen
Karsten Anker Petersen
Head of Group Communication
Group Communication

DONG Energy
Tlf. +45 99 55 96 63

From: Peter Brixen [mailto:PBR@fm.dk]
Sent: Sunday, September 29, 2013 8:11 PM
To: Karsten Anker Petersen
Cc: Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen
Subject: SV: Udkast til koncernmeddelelse

Kære Karsten

Hermed et par forslag til justeringer af jeres udkast til selskabsmeddelelse. Tror vi prøver at fikse ministerens udtalelser selv.

Venlig hilsen

Peter

Fra: Karsten Anker Petersen [mailto:KANKE@dongenergy.dk]

Sendt: 29. september 2013 14:33

Til: Peter Brixen

Emne: Udkast til koncernmeddelelse

Hej Peter

Hermed en MEGET foreløbig version af den koncernmeddelelse vi arbejder efter at udsende på onsdag. Der kan ske mange ændringer endnu (bl.a. har juristerne leget lige lovligt meget med den), men den skulle give dig et indtryk af, hvad vi forestiller os.



Vi har endnu ikke sendt til vores kommende partnere.

Vedlagt finder du også nogle tanker om, hvad ministeren kunne sige på onsdag. De er blot til inspiration. Skrot dem bare, hvis du ikke mener de kan bruges.

Vh

Karsten

Med venlig hilsen

Karsten Anker Petersen

Head of Group Communication

Group Communication

DONG Energy

Nesa Allé 1

2820 Gentofte

Tlf. +45 99 55 96 63

kanke@dongenergy.dk

www.dongenergy.com

624-223

Peter Fredslund Jensen

Fra: Peter Brixen
Sendt: 29. september 2013 20:36
Til: 'Anders Zoëga Hansen'
Cc: 'Pernille Hollerup'; Anne Pontoppidan Sørensen; Rasmus Lønborg
Emne: SV: CONFIDENTIAL - LEGAL PRIVILEGE - MERGER SCREENING [PLESNER-Active.FID845707]

DocumentsArchived: 0

Kære Anders

Tak for det tilsendte, som jeg har følgende bemærkninger/spørgsmål til.

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

Venlig hilsen

Peter

Fra: Anders Zoëga Hansen [mailto:anzha@dongenergy.dk]
Sendt: 29. september 2013 20:00
Til: Peter Brixen
Cc: Pernille Hollerup; Anne Pontoppidan Sørensen; Rasmus Lønborg
Emne: FW: CONFIDENTIAL - LEGAL PRIVILEGE - MERGER SCREENING [PLESNER-Active.FID845707]

Hej Peter,

Hermed som drøftet mailen fra Plesner.

Mvh.

Anders

From: Gitte Holtsø - gho [mailto:gho@plesner.com]

Sent: Friday, September 27, 2013 10:18 PM
To: Pernille Hollerup; Anders Zoëga Hansen
Cc: Thomas Holst Laursen - thl; Jakob Skaftø-Pedersen - jsp; File
Subject: CONFIDENTIAL - LEGAL PRIVILEGE - MERGER SCREENING [PLESNER-Active.FID845707]

CONFIDENTIAL - LEGAL PRIVILEGE

Kære Pernille og Anders

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Med venlig hilsen

GITTE HOLT SØ <<http://www.plesner.com/cms/site.aspx?p=1817&CardId=60>>
advokat, partner

DIR TLF
36 94 11 19

MOBIL

29 99 30 57

GHO@PLESNER.COM <mailto:GHO@PLESNER.COM>

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg> <<http://www.plesner.com/>>

PLESNER
ADVOKATFIRMA
[WWW.PLESNER.COM](http://www.plesner.com/cms/Startside-1437.aspx) <<http://www.plesner.com/cms/Startside-1437.aspx>>

AMERIKA PLADS 37
2100 KØBENHAVN Ø

TLF

33 12 11 33

FAX

33 12 00 14

CVR

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 og 2013 for Danmark (Chambers Europe)
Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 og 2012 for Danmark (International Financial Law Review)
Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 og 2013 for Danmark (International Tax Review)
Client Choice Award 2012 for Danmark (International Law Office - ILO)
Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Awards)

Denne email og enhver vedhæftet fil er fortrolig. Er De ikke rette modtager, bedes De venligst omgående underrette os og derefter slette emailen og enhver vedhæftet fil uden at beholde kopi og uden at videregive oplysninger om indholdet.

624-224

Peter Fredslund Jensen

Fra: Peter.Obling@nordea.com
Sendt: 30. september 2013 09:29
Til: Tobias.Akermark@morganstanley.com; anzha@dongenergy.dk;
[redacted] Anne Pontoppidan Sørensen;
Zlati.Christov@morganstanley.com; [redacted]
Harald.Gron@nordea.com; 'gs-pacer@gs.com'; christianhansen@nordea.com;
Frank.Hermelink@morganstanley.com; jsp@plesner.com; JOHLI@dongenergy.dk;
[redacted] Anders.Krantz@nordea.com; MJ.Cunningham@morganstanley.com;
'migbu@dongenergy.dk'; 'm [redacted] morwe@dongenergy.dk';
'pacer@plesner.com'; [redacted]; RASME@dongenergy.dk; Rasmus
Lønborg; thl@plesner.com; Tuomas.Toiviainen@morganstanley.com
Emne: RE: Pacer: Daily status update presentation
Vedhæftede filer: Pacer - Daily Status Update - Sep 30 - VFinal2.pdf
DocumentIsArchived: 0



Pacer - Daily Status
Update - ...

All,

Please disregard the e-mail sent a moment ago and use the attached version instead. Apologize for any inconvenience.

Kind regards,

Peter Obling

Nordea | Markets | Investment Banking | Advisory

Tel: +45 3333 3947 | Mob: +45 6155 0015

E-mail: peter.obling@nordea.com

Web: nordeamarkets.com

Making it possible

Nordea Bank Danmark A/S, Business registration

number 13522197, Copenhagen, Denmark

This e-mail may contain confidential information.

If you receive this e-mail by mistake, please inform

the sender, delete the e-mail and do not share or copy it.

From: Obling, Peter

Sent: 30 September 2013 09:26

To: 'Akermark, Tobias'; 'Anders Zoëga Hansen'; [REDACTED]; 'Anne Pontoppidan Sørensen'; 'Christov, Zlati'; [REDACTED]; Grøn, Harald; 'gs-pacer@gs.com'; Hansen, Christian ECM; 'Hermelink, Frank'; 'Jakob Skafte-Pedersen - jsp <jsp@plesner.com> (jsp@plesner.com)'; 'Johan Hee Lind'; [REDACTED]; Krantz, Anders; 'Michael Cunningham'; 'migbu@dongenergy.dk'; [REDACTED]; 'Morten Weicher'; Obling, Peter; 'pacer@plesner.com'; [REDACTED]; 'Rasmus Errboe'; 'rb@fm.dk'; 'Thomas Holst Laursen'; 'Toiviainen, Tuomas'

Subject: Pacer: Daily status update presentation

All,

Attached please find the daily status update presentation for the call at 10:00.

Kind regards,

Peter Obling

Nordea | Markets | Investment Banking | Advisory

Tel: +45 3333 3947 | Mob: +45 6155 0015

E-mail: peter.obling@nordea.com

Web: nordeamarkets.com

Making it possible

Nordea Bank Danmark A/S, Business registration

number 13522197, Copenhagen, Denmark

This e-mail may contain confidential information.

If you receive this e-mail by mistake, please inform

the sender, delete the e-mail and do not share or copy it.

624-225

Peter Fredslund Jensen

Fra: Rasmus Lønborg
Sendt: 30. september 2013 10:06
Til: Anne Pontoppidan Sørensen
Emne: VS: Den endelige version

Vedhæftede filer: 130930 KM PACER DK Tilrettet uden Markup.doc
DocumentsArchived: 0



130930 KM PACER
DK Tilrettet u...

Fra: Karsten Anker Petersen [mailto:KANKE@dongenergy.dk]
Sendt: 30. september 2013 09:59
Til: Rasmus Lønborg
Emne: FW: Den endelige version

FYI

Med venlig hilsen
Karsten Anker Petersen
Head of Group Communication
Group Communication

DONG Energy
Tlf. +45 99 55 96 63

From: Karsten Anker Petersen
Sent: Monday, September 30, 2013 9:57 AM
To: 'Peter Brixen'
Subject: Den endelige version

Hej Peter

Hermed lige koncernmeddelelsen som den ser ud efter at dine og andres ændringer er blevet indarbejdet.

Vh

Karsten

Med venlig hilsen
Karsten Anker Petersen
Head of Group Communication
Group Communication

DONG Energy

Nesa Allé 1
2820 Gentofte
Tlf. +45 99 55 96 63

kanke@dongenergy.dk
www.dongenergy.com

624-226

Peter Fredslund Jensen

Fra: Thomas Bredsdorff [thomas.bredsdorff@danskebank.dk]
Sendt: 30. september 2013 14:05
Til: Anne Pontoppidan Sørensen
Cc: Rasmus Lønborg; 3042 DB Team (Pacer)
Emne: Re: Pacer - FM pressemeddelelse

Vedhæftede filer: ATT00001.gif; Pressemeddelelse.doc
DocumentsArchived: 0



Pressemeddelelse.doc (96 KB)

Tak Anne,

Med venlig hilsen

Thomas Bredsdorff
Director

Danske Bank
Corporate Finance
Holmens Kanal 2-12
DK- 1092 Copenhagen K

Direct (+45) 45 12 80 33
Mobile (+45) 25 27 69 38
Fax (+45) 45 14 92 01

From: Anne Pontoppidan Sørensen <aps@fm.dk>
To: Thomas Bredsdorff/THBRE/Intranet/DDB@DKDDB04
Cc: Rasmus Lønborg <rlb@fm.dk>, Mads Møller/MADML/Intranet/DDB@DKDDB04
Date: 30-09-2013 14:02
Subject: Pacer - FM pressemeddelelse

Hej Thomas

Vedhæftet vores pressemeddelelse.

Mvh Anne

Finansministeriet

Anne Pontoppidan Sørensen
Fuldmægtig, 6. kontor
Telefon (+45) 33 92 33 33
Direkte telefon (+45) 33 92 40 74
E-post fm@fm.dk
Personlig e-post aps@fm.dk

Hjemmeside www.fm.dk

Danske Bank A/S CVR-nr. 61126228 – København

Denne mail kan indeholde fortrolig information. Har du modtaget mailen ved en fejl, beder vi dig derfor informere afsender om fejlen -- og efterfølgende slette mailen i dit system uden at videresende eller kopiere den. Selv om mailen og vedhæftede bilag efter vores overbevisning er fri for virus og andre fejl, som kan påvirke computeren eller it-systemet, hvor den modtages og læses, åbnes den på modtagerens eget ansvar. Vi påtager os ikke noget ansvar for tab og skade, som er opstået i forbindelse med at modtage og bruge mailen.

Please note that this message may contain confidential information. If you have received this message by mistake, please inform the sender of the mistake, then delete the message from your system without making, distributing or retaining any copies of it. Although we believe that the message and any attachments are free from viruses and other errors that might affect the computer or IT system where it is received and read, the recipient opens the message at his or her own risk. We assume no responsibility for any loss or damage arising from the receipt or use of this message.

Pressemeddelelse

30. september 2013

[11] mia. kr. fra private investorer til DONG Energy

Staten og DONG Energy er nået til enighed med Broad Street Principal Investments, LLC, der er et selskab kontrolleret af Goldman Sachs Capital Partners (Goldman Sachs), Arbejdsmarkedets Tillægspension (ATP) og Pension Forsikringsaktieselskab (PFA) om vilkårene for et kapitalindskud i DONG Energy på i alt [11] mia. kr.

I de kommende uger vil der på baggrund af den opnåede enighed om vilkårene, der er fastlagt i et ikke-bindende "term sheet", blive udarbejdet endelige aftaler i form af en aktionæroverenskomst og en investeringsaftale.

Der er med den opnåede enighed taget et stort skridt mod at sikre DONG Energy et stærkt kapitalgrundlag. DONG Energy kan med en kapitaltilførsel på [11] mia. kr. fastholde selskabets strategi, der indebærer store investeringer i nye havvindmølleparker i Nordvesteuropa og inden for efterforskning og produktion af olie og gas. Dermed kan selskabets unikke kompetencer fortsat udnyttes fuldt ud til gavn for både de nye og eksisterende aktionærer.

Finansminister Bjarne Corydon udtaler:

"Det er en god dag for DONG Energy, der nu står markant stærkere i den internationale konkurrence, og en god dag for den grønne omstilling, der nu er sikret et markant løft.

Det her viser tydeligt, at både danske og internationalt anerkendte investorer har tiltro til DONG Energys strategi. Ikke mindst er jeg glad for, at de private investorer har stor tiltro til DONG Energys fortsatte satsning på havvindmøller. Det vil ikke bare booste den grønne omstilling i Danmark, men omstillingen i hele Nordvesteuropa. Jeg er sikker på, at de nye aktionærer vil bidrage positivt til værdiskabelsen i DONG Energy til gavn for alle aktionærer, også staten.

Jeg er glad for, at en bred kreds af partier i Folketinget bakker op om den aftale, der inden årets udgang forventes indgået med Goldman Sachs, PFA og ATP om en styrkelse af kapitalgrundlaget i DONG Energy. Når aftalen gennemføres, kan selskabet også i fremtiden investere markant i havvindmølleparker og efterforskning og produktion af olie og gas."

De væsentligste vilkår for den forventede aftale er:

- De nye aktionærer tegner aktier i DONG Energy for i alt 11 mia. kr. Heraf står Goldman Sachs for 8 mia. kr., ATP for [2,2] mia. kr. og PFA for [0,8] mia. kr.

Yderligere oplysninger

Presseansvarlig
Jakob Bøving Arendt
M 25 26 27 74
E jakob@fm.dk

- Aktietegningen baseret på en værdiansættelse af DONG Energy på 31½ mia. kr.
- Parterne er enige om i de kommende år at arbejde frem mod en børsnotering.
- De nye aktionærer har ret til at sælge deres aktier til staten på nærmere fastsatte vilkår, hvis ikke DONG Energy er børsnoteret inden foråret 2018.
- De nye aktionærer bliver repræsenteret i bestyrelsen og får en vis mindretalsbeskyttelse i form af vetorettigheder på udvalgte punkter.
- De eksisterende mindretalsaktionærer vil kunne tegne nye aktier i DONG Energy på samme vilkår, så de kan fastholde deres nuværende ejerandele.
- Aftalen, der er betinget af bl.a. Finansudvalgets tilslutning, forventes gennemført inden udgangen af 2013.

Ejerstrukturen i DONG Energy vil – før de nuværende mindretalsaktionærers eventuelle tegning af nye aktier – vil være følgende:

- Statens ejerandel vil blive reduceret fra de nuværende 81 pct. til [60] pct.
- De nye aktionærers – Goldman Sachs, ATP og PFA – ejerandel vil blive [26] pct.
- De eksisterende mindretalsaktionærers – SEAS-NVE, SE Energi, Insero Horsens, Nyfors Entreprise og Galten Elværk – ejerandel vil blive reduceret fra de nuværende 19 pct. til [14] pct.

Finansministeriet er blevet rådgivet af Danske Bank Corporate Finance.

624-227

Peter Fredslund Jensen

Fra: Jakob Skafte-Pedersen - jsp [jsp@plesner.com]
Sendt: 30. september 2013 14:29
Til: Thomas Holst Laursen - thl; Henrik Poulsen; Morten Weicher; Anders Zoëga Hansen; Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen
Cc: rasme@dongenergy.dk; Jacob Bier - jbi
Emne: RE: [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]

Vedhæftede filer: 1595_001.pdf
DocumentIsArchived: 0



1595_001.pdf (61 KB)

Med læsbar vedhæftning.

mvh

JAKOB SKAFTE-PEDERSEN
advokat, MBA

SAGSANSVARLIG PARTNER
Jacob Bier

DIR TLF

36 94 11 62

MOBIL

29 99 31 09

JSP@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
ADVOKATFIRMA
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 KØBENHAVN Ø

TLF

33 12 11 33

FAX

33 12 00 14

CVR

42 93 85 13

<http://www.plesner.com/images/b4.jpg>

Law Firm of the Year 2010 og 2013 for Danmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 og 2012 for Danmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 og 2013 for Danmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Danmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Awards)

Denne email og enhver vedhæftet fil er fortrolig. Er De ikke rette modtager, bedes De venligst omgående underrette os og derefter slette emailen og enhver vedhæftet fil uden at beholde kopi og uden at videregive oplysninger om indholdet.

From: Thomas Holst Laursen - thl
Sent: 30. september 2013 14:25
To: Henrik Poulsen; Morten Weicher; Anders Zoëga Hansen; Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen
Cc: Jakob Skafte-Pedersen - jsp; rasme@dongenergy.dk; Jacob Bier - jbi
Subject: [REDACTED]

Til brug for telefonmøde - under etablering. Oversigten er simpel. Præcist tidspunkt koordineres af Morten.

Dial in:

99555555

kode 99559615

Thomas Holst Laursen
Partner
PLESNER
Tel +45 3694 1363
Mob +45 2999 3092
E thl@plesner.com
www.plesner.com

Fra: 14. sal Kopimaskine 01

Sendt: mandag den 30. september 2013 14.20

Til: Thomas Holst Laursen - thl

Emne: Attached Image

[No body found]

624-228

Peter Fredslund Jensen

Fra: Pernille Hollerup [PHOLL@dongenergy.dk]
Sendt: 30. september 2013 15:41
Til: Peter Brixen
Cc: Anne Pontoppidan Sørensen; Rasmus Lønborg; Anders Zoëga Hansen
Emne: RE: CONFIDENTIAL - LEGAL PRIVILEGE - MERGER SCREENING [PLESNER-Active.FID845707]

DocumentsArchived: 0

Kære Peter

Efter aftale med Anders, sender jeg dig de svar vi foreløbigt har modtaget på dine spørgsmål:

[Redacted content]

Mvh
Pernille

Med venlig hilsen
Pernille Hollerup
Senior Manager
Legal Competition & Tender Law

DONG Energy
Tlf. +45 99 55 20 52

-----Original Message-----

From: Anders Zoëga Hansen
Sent: Sunday, September 29, 2013 9:50 PM
To: Peter Brixen
Cc: Pernille Hollerup; Anne Pontoppidan Sørensen; Rasmus Lønborg
Subject: RE: CONFIDENTIAL - LEGAL PRIVILEGE - MERGER SCREENING [PLESNER-Active.FID845707]

Kære Peter,

Tak for hurtig tilbagemelding.

Vi kommer tilbage til nedenstående.

Mvh.

Anders

-----Original Message-----

From: Peter Brixen [mailto:PBR@fm.dk]
Sent: Sunday, September 29, 2013 8:36 PM
To: Anders Zoëga Hansen
Cc: Pernille Hollerup; Anne Pontoppidan Sørensen; Rasmus Lønborg
Subject: SV: CONFIDENTIAL - LEGAL PRIVILEGE - MERGER SCREENING [PLESNER-Active.FID845707]

Kære Anders

Tak for det tilsendte, som jeg har følgende bemærkninger/spørgsmål til.

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

Venlig hilsen

Peter

Fra: Anders Zoëga Hansen [mailto:anzha@dongenergy.dk]
Sendt: 29. september 2013 20:00
Til: Peter Brixen
Cc: Pernille Hollerup; Anne Pontoppidan Sørensen; Rasmus Lønborg
Emne: FW: CONFIDENTIAL - LEGAL PRIVILEGE - MERGER SCREENING [PLESNER-Active.FID845707]

Hej Peter,

Hermed som drøftet mailen fra Plesner.

Mvh.

Anders

From: Gitte Holtsø - gho [mailto:gho@plesner.com]
Sent: Friday, September 27, 2013 10:18 PM
To: Pernille Hollerup; Anders Zoëga Hansen
Cc: Thomas Holst Laursen - thl; Jakob Skafte-Pedersen - jsp; File
Subject: CONFIDENTIAL - LEGAL PRIVILEGE - MERGER SCREENING [PLESNER-Active.FID845707]

Kære Pernille og Anders

Som aftalt hermed et executive summary af min tidligere fremsendte mail vedrørende merger screening og [REDACTED]

1. Generelt:

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Med venlig hilsen

GITTE HOLTSØ <<http://www.plesner.com/cms/site.aspx?p=1817&CardId=60>>
advokat, partner

DIR TLF

36 94 11 19

MOBIL

29 99 30 57

GHO@PLESNER.COM <mailto:GHO@PLESNER.COM>

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg> <<http://www.plesner.com/>>

PLESNER
ADVOKATFIRMA
WWW.PLESNER.COM <<http://www.plesner.com/cms/Startside-1437.aspx>>

AMERIKA PLADS 37
2100 KØBENHAVN Ø

TLF

33 12 11 33

FAX

33 12 00 14

CVR

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 og 2013 for Danmark (Chambers Europe)
Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 og 2012 for Danmark (International Financial Law Review)
Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 og 2013 for Danmark (International Tax Review)
Client Choice Award 2012 for Danmark (International Law Office - ILO)
Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Awards)

Denne email og enhver vedhæftet fil er fortrolig. Er De ikke rette modtager, bedes De venligst omgående underrette os og derefter slette emailen og enhver vedhæftet fil uden at beholde kopi og uden at videregive oplysninger om indholdet.

624-229

Peter Fredslund Jensen

Fra: Rasmus Lønborg
Sendt: 30. september 2013 17:58
Til: Anne Pontoppidan Sørensen
Emne: VS: PACER

Vedhæftede filer: Pacer - slide 30 september 2013.pdf
DocumentIsArchived: 0



Pacer - slide 30
september 201...

Fra: Rasmus Errboe [mailto:RASME@dongenergy.dk]
Sendt: 30. september 2013 16:57
Til: Henrik Poulsen; Peter Brixen; Morten Weicher; Anders Zoëga Hansen; Thomas Holst Laursen - thl
Cc: Rasmus Lønborg
Emne: RE: PACER

Kære alle

Jeg vedhæfter en enkelt overbliksslide til brug for vores kald kl. 18.00

Mvh. Rasmus

Best regards
Rasmus Errboe
Lead Project Consultant
Group M&A

DONG Energy
Tlf. +45 99 55 10 54

-----Original Appointment-----

From: Jennie Nielsen
Sent: Monday, September 30, 2013 3:38 PM
To: Jennie Nielsen; Henrik Poulsen; Morten Weicher; Peter Brixen (pbr@fm.dk); Anders Zoëga Hansen; Rasmus Errboe
Subject: PACER
When: 30. september 2013 18:00-18:15 (UTC+01:00) Brussels, Copenhagen, Madrid, Paris.
Where: +45 99 55 55 55 - pin 99 55 95 12

624 230

Peter Fredslund Jensen

Fra: Rasmus Lønborg
Sendt: 30. september 2013 20:04
Til: Anne Pontoppidan Sørensen
Emne: VS: PACER

DocumentsArchived: 0

Fra: Morten Weicher [mailto:MORWE@dongenergy.dk]
Sendt: 30. september 2013 20:00
Til: Henrik Poulsen; Peter Brixen; Anders Zoëga Hansen; Rasmus Errboe; Rasmus Lønborg
Emne: RE: PACER

Kære alle

[Redacted content]

Vi sender til [Redacted] om kort tid

Mvh Morten

624-237

Peter Fredslund Jensen

Fra: Thomas Holst Laursen - thl [thl@plesner.com]
Sendt: 30. september 2013 21:43
Til: [REDACTED]
Cc: Peter Brixen; Morten Weicher (MORWE@dongenergy.dk); Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; Anders Zoëga Hansen; Pacer; Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com); frank.hermelink@morganstanley.com; Tobias.Akermark@MorganStanley.com; Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com); Christian Hansen (christianhansen@nordea.com)
Emne: Pacer Term Sheet [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: #5263869v3_Active_ - Pacer - TS Consolidated 30 September 2013 ([REDACTED]).DOCX; Pacer - TS Distribution draft 24 September 2013 - Pacer - TS Consolidated 30 September 2013 ([REDACTED]).pdf
DocumentIsArchived: 0



#5263869v3_Activ Pacer - TS
 e_ - Pacer - T... Distribution draft ...

Dear [REDACTED]

For circulation to the [REDACTED] team, please find attached a revised consolidated version of the term sheet [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Let's discuss process in the morning.

Kind regards,
Thomas

Thomas Holst Laursen
Partner
PLESNER
Tel +45 3694 1363
Mob +45 2999 3092
E thl@plesner.com
www.plesner.com

624-238

Peter Fredslund Jensen

Fra: Henrik Laursen - hla [hla@plesner.com]
Sendt: 30. september 2013 21:46
Til: Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'anzha@dongenergy.dk'; Rasmus Errboe (RASME@dongenergy.dk); JOHLI@dongenergy.dk; ULJAR@dongenergy.dk; Miguel Buxó (MIGBU@dongenergy.dk); Ben Critchley <BECRI@dongenergy.co.uk> (BECRI@dongenergy.co.uk); Bruun, Michael; gs-pacer@gs.com; Akermark, Tobias; Hermelink, Frank; Christov, Zlati; 'dldkProjectPacer@nordea.com' (dldkProjectPacer@nordea.com) (dldkProjectPacer@nordea.com); project.pacer@danskebank.com; [REDACTED]
Cc: Pacer
Emne: Pacer - Drafting timetable [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: Pacer - Drafting timetable (3).docx
DocumentIsArchived: 0



Pacer - Drafting
timetable (3)...

Dear all,

As mentioned on the call this morning, please find attached the proposed drafting timetable for the Investment Agreement ("IA") and Shareholders' Agreement ("SHA").

You will find separate timetable for the IA and SHA and on the last page some proposed dates for lawyers meetings regarding the corporate law framework.

We are aiming for circulation of the first draft to [REDACTED]

We look forward to discussing the timetable on the daily call tomorrow morning.

Best regards

HENRIK LAURSEN

Attorney-at-Law

PARTNER IN CHARGE
Jacob Bier

DIR TEL

+45 36 94 15 65

MOBILE

+45 29 99 31 10

DIR FAX

+45 36 94 25 65

HLA@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

624-233

Peter Fredslund Jensen

Fra: Casper Münter - cam [cam@plesner.com]
Sendt: 30. september 2013 22:02
Til: Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen;
'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (M.J.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer
Emne: Pacer - draft Investment Agreement, Subscription method [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: image001.jpg; Pacer - IA - internal draft ver. 0.2 - 300913 - Plesner.DOCX; Memo on Capital Increase DRAFT 30-09-13.docx; Step plan (DRAFT 30-09-13).doc
DocumentIsArchived: 0



Pacer - IA - internal draft ve... Memo on Capital Increase DRAF... Step plan (DRAFT 30-09-13).doc...

Dear all,

Investment Agreement

We attach a draft Investment Agreement based on the Term Sheet. **Please provide your comments to me by COB Wednesday.**

As you are aware, this agreement is to be supplemented by several schedules and exhibits including in particular a Shareholders' Agreement which we will forward later.

We highlight the following issues in the draft Investment Agreement:

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

We attach a Memo on Capital Increase outlining in further detail the above and a draft step plan [REDACTED]. We welcome any comments.

We look forward to hearing from you.

Kind regards

Casper Münter

CASPER MÜNTER
Attorney-at-Law, MCJ, Partner

DIR TEL

+45 36 94 12 22

MOBILE

+45 29 99 30 10

CAM@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

624-242

Peter Fredslund Jensen

Fra: Thomas Holst Laursen - thl [thl@plesner.com]
Sendt: 30. september 2013 22:03
Til: Rasmus Lønborg; 'Harald.Gron@nordea.com'
Cc: christianhansen@nordea.com; Peter.Obling@nordea.com; Anne Pontoppidan Sørensen; Henrik Rossing Lønberg - hrl
Emne: RE: Pacer: Minorities slide - drafts [PLESNER-Active.FID845707]
DocumentIsArchived: 0

[Redacted content]

mvh

From: Rasmus Lønborg [mailto:rlb@fm.dk]
Sent: 30. september 2013 21:54
To: 'Harald.Gron@nordea.com'
Cc: Thomas Holst Laursen - thl; christianhansen@nordea.com; Peter.Obling@nordea.com; Anne Pontoppidan Sørensen
Subject: SV: Pacer: Minorities slide - drafts

Hej Harald

Tak for input.

[Redacted content]. Vender tilbage herom.

vh Rasmus

Fra: Harald.Gron@nordea.com [mailto:Harald.Gron@nordea.com]
Sendt: 30. september 2013 21:49

Til: Rasmus Lønborg

Cc: thl@plesner.com; christianhansen@nordea.com; Peter.Obling@nordea.com

Emne: Pacer: Minorities slide - drafts

Hej Rasmus

Her er to tidlige drafts [REDACTED], et på processen og et på [REDACTED], for at tjekke om det var det I havde i tankerne.

[REDACTED]

Vi udarbejder naturligvis gerne slides på dansk til mødet med minoriteterne på onsdag, såfremt I ønsker det.

Best regards

Harald Grøn

Managing Director, Nordic Head of Advisory

Nordea | Markets | Investment Banking

Tel: +45 3333 3315 | Mob: +45 6162 7649

E-mail: harald.gron@nordea.com

Web: nordeamarkets.com

Making it possible

Nordea Bank Danmark A/S, Business registration number 13522197, Copenhagen, Denmark

This e-mail may contain confidential information. If you receive this e-mail by mistake, please inform the sender, delete the e-mail and do not share or copy it.

624-243

Peter Fredslund Jensen

Fra: Peter Brixen
Sendt: 30. september 2013 23:16
Til: Casper Münter - cam
Cc: Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; MORWE@dongenergy.dk; Anders Zoëga Hansen; RASME@dongenergy.dk; Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk); 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk) ; Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com) ; christianhansen@nordea.com; Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com); frank.hermelink@morganstanley.com; Tobias.Akermark@MorganStanley.com; [REDACTED]
Emne: Re: Pacer - draft Investment Agreement, Subscription method [PLESNER-Active.FID845707]

DocumentIsArchived: 0

Dear Casper

Thank you for your mail.

We will of course look at it as quick as possible, but I will already now state that MoF will not be able to comment within the deadline of COB Wednesday. Friday is probably a more realistic target date.

Kind regards

Peter

Sendt fra min iPad

> Den 30/09/2013 kl. 22.02 skrev "Casper Münter - cam" <cam@plesner.com>:
>
> Dear all,
>
> Investment Agreement
>
> We attach a draft Investment Agreement based on the Term Sheet. Please provide your comments to me by COB Wednesday.
>
> As you are aware, this agreement is to be supplemented by several schedules and exhibits including in particular a Shareholders' Agreement which we will forward later.
>
> We highlight the following issues in the draft Investment Agreement:

>
>
> [REDACTED]

[REDACTED]

>
> We attach a Memo on Capital Increase outlining in further detail the above and a draft step plan assuming the [REDACTED]. We welcome any comments.

> We look forward to hearing from you.

> Kind regards

> Casper Münter

> CASPER MÜNTER<<http://www.plesner.com/cms/site.aspx?p=2317&CardId=110>>
> Attorney-at-Law, MCJ, Partner

>
>
>
> DIR TEL
>
> +45 36 94 12 22
>
> MOBILE
>
> +45 29 99 30 10
>
>
> CAM@PLESNER.COM<mailto:CAM@PLESNER.COM>
>
>
>
>
>

>
>
>
> [cid:image001.jpg@01CEBE27.31F98080]<http://www.plesner.com/>
>
>
>
>
>
>
>
>
>
>
>
>
> PLESNER
> LAW FIRM
> WWW.PLESNER.COM<http://www.plesner.com/cms/Startside-2186.aspx>
>
>
> AMERIKA PLADS 37
> 2100 COPENHAGEN
> DENMARK
>
>
> TEL
>
>
>
> +45 33 12 11 33
>
> FAX
>
>
>
> +45 33 12 00 14
>
> VAT
>
>
>
> 42 93 85 13
>
>
>
>
> Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)
> Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)
> Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)
> Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)
> Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Award)

> This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please
> notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

>

>

>

> <image001.jpg>

> <Pacer - IA - internal draft ver. 0.2 - 300913 - Plesner.DOCX>

> <Memo on Capital Increase DRAFT 30-09-13.docx>

> <Step plan (DRAFT 30-09-13).doc>

624-244

Peter Fredslund Jensen

Fra: Peter.Obling@nordea.com
Sendt: 1. oktober 2013 09:09
Til: Tobias.Akermark@morganstanley.com; anzha@dongenergy.dk;
[redacted]; Anne Pontoppidan Sørensen;
Zlati.Christov@morganstanley.com; [redacted]
Harald.Gron@nordea.com; 'gs-pacer@gs.com'; christianhansen@nordea.com;
Frank.Hermelink@morganstanley.com; jsp@plesner.com; JOHLI@dongenergy.dk;
[redacted] Anders.Krantz@nordea.com; MJ.Cunningham@morganstanley.com;
'migbu@dongenergy.dk'; [redacted]; morwe@dongenergy.dk;
dldkProjectPacer@nordea.com; Peter.Obling@nordea.com; 'pacer@plesner.com';
[redacted] RASME@dongenergy.dk; Rasmus Lønborg; thl@plesner.com;
Tuomas.Toiviainen@morganstanley.com
Emne: Pacer: Daily status update presentation
Vedhæftede filer: Pacer - Daily Status Update - Oct 1 - VFinal.pdf
DocumentIsArchived: 0



Pacer - Daily Status Update - ...

All,

Attached please find the presentation for the daily status call at 10:00 CET.

Kind regards,

Peter Obling

Nordea | Markets | Investment Banking | Advisory

Tel: +45 3333 3947 | Mob: +45 6155 0015

E-mail: peter.obling@nordea.com

Web: nordeamarkets.com

Making it possible

Nordea Bank Danmark A/S, Business registration

number 13522197, Copenhagen, Denmark

This e-mail may contain confidential information.

If you receive this e-mail by mistake, please inform

the sender, delete the e-mail and do not share or copy it.

624-246

Peter Fredslund Jensen

Fra: Thomas Bredsdorff [thomas.bredsdorff@danskebank.dk]
Sendt: 1. oktober 2013 10:32
Til: Anne Pontoppidan Sørensen
Cc: Rasmus Lønborg
Emne: Re: SV: Pacer - FM pressemeddelelse

Opfølgningsflag: Opfølgning
Flagstatus: Fuldført

Vedhæftede filer: ATT00001.gif; ATT00002.gif; 130929 KM PACER v2 DK.doc
DocumentIsArchived: 0



130929 KM PACER
v2 DK.doc (86 ...
Tak.

Med venlig hilsen

Thomas Bredsdorff
Director

Danske Bank
Corporate Finance
Holmens Kanal 2-12
DK- 1092 Copenhagen K

Direct (+45) 45 12 80 33
Mobile (+45) 25 27 69 38
Fax (+45) 45 14 92 01

From: Anne Pontoppidan Sørensen <aps@fm.dk>
To: Thomas Bredsdorff/THBRE/Intranet/DDB@DKDDB04
Cc: Rasmus Lønborg <rlb@fm.dk>, 3042 DB Team (Pacer)/R3042PAC/Intranet/DDB@DKDDB04
Date: 01-10-2013 10:27
Subject: SV: Pacer - FM pressemeddelelse

Hej Thomas

Jeg har vedhæftet den seneste udgave, vi har modtaget (med vores bemærkninger) - men det lød som om, der var en ny på vej.

Mvh Anne

Finansministeriet

Anne Pontoppidan Sørensen
Fuldmægtig, 6. kontor

Telefon (+45) 33 92 33 33
Direkte telefon (+45) 33 92 40 74
E-post fm@fm.dk
Personlig e-post aps@fm.dk
Hjemmeside www.fm.dk

Fra: Thomas Bredsdorff [mailto:thomas.bredsdorff@danskebank.dk]
Sendt: 1. oktober 2013 10:13
Til: Anne Pontoppidan Sørensen
Cc: Rasmus Lønborg; 3042 DB Team (Pacer)
Emne: Re: Pacer - FM pressemeddelelse

Hej Anne, Rasmus,

Har i set selskabets udkast til pressemeddelelse?

Med venlig hilsen

Thomas Bredsdorff
Director

Danske Bank
Corporate Finance
Holmens Kanal 2-12
DK- 1092 Copenhagen K

Direct (+45) 45 12 80 33
Mobile (+45) 25 27 69 38
Fax (+45) 45 14 92 01

From: Thomas Bredsdorff/THBRE/Intranet/DDB
To: Anne Pontoppidan Sørensen <aps@fm.dk>
Cc: Rasmus Lønborg <rlb@fm.dk>, 3042 DB Team (Pacer)/R3042PAC/Intranet/DDB@DKDDB04
Date: 30-09-2013 14:05
Subject: Re: Pacer - FM pressemeddelelse

Tak Anne,

Med venlig hilsen

Thomas Bredsdorff
Director

Danske Bank
Corporate Finance
Holmens Kanal 2-12
DK- 1092 Copenhagen K

Direct (+45) 45 12 80 33
Mobile (+45) 25 27 69 38
Fax (+45) 45 14 92 01

From: Anne Pontoppidan Sørensen <aps@fm.dk>
To: Thomas Bredsdorff/THBRE/Intranet/DDB@DKDDB04
Cc: Rasmus Lønborg <rlb@fm.dk>, Mads Møller/MADML/Intranet/DDB@DKDDB04
Date: 30-09-2013 14:02
Subject: Pacer - FM pressemeddelelse

Hej Thomas

Vedhæftet vores pressemeddelelse.

Mvh Anne

Finansministeriet

Anne Pontoppidan Sørensen
Fuldmægtig, 6. kontor
Telefon (+45) 33 92 33 33
Direkte telefon (+45) 33 92 40 74
E-post fm@fm.dk
Personlig e-post aps@fm.dk
Hjemmeside www.fm.dk

Danske Bank A/S CVR-nr. 61126228 – København

Denne mail kan indeholde fortrolig information. Har du modtaget mailen ved en fejl, beder vi dig derfor informere afsender om fejlen – og efterfølgende slette mailen i dit system uden at videresende eller kopiere den. Selv om mailen og vedhæftede bilag efter vores overbevisning er fri for virus og andre fejl, som kan påvirke computeren eller it-systemet, hvor den modtages og læses, åbnes den på modtagerens eget ansvar. Vi påtager os ikke noget ansvar for tab og skade, som er opstået i forbindelse med at modtage og bruge mailen.

Please note that this message may contain confidential information. If you have received this message by mistake, please inform the sender of the mistake, then delete the message from your system without making, distributing or retaining any copies of it. Although we believe that the message and any attachments are free from viruses and other errors that might affect the computer or IT system where it is received and read, the recipient opens the message at his or her own risk. We assume no responsibility for any loss or damage arising from the receipt or use of this message.

Danske Bank A/S CVR-nr. 61126228 – København

Denne mail kan indeholde fortrolig information. Har du modtaget mailen ved en fejl, beder vi dig derfor informere afsender om fejlen – og efterfølgende slette mailen i dit system uden at videresende eller kopiere den. Selv om mailen og vedhæftede bilag efter vores overbevisning er fri for virus og andre fejl, som kan påvirke computeren eller it-systemet, hvor den modtages og læses, åbnes den på modtagerens eget ansvar. Vi påtager os ikke noget ansvar for tab og skade, som er opstået i forbindelse med at modtage og bruge mailen.

Please note that this message may contain confidential information. If you have received this message by mistake, please inform the sender of the mistake, then delete the message from your system without making, distributing or retaining any copies of it. Although we believe that the message and any attachments are free from viruses and other errors that might affect the computer or IT system where it is received and read, the recipient opens the message at his or her own risk. We assume no responsibility for any loss or damage arising from the receipt or use of this message.

624-249

Peter Fredslund Jensen

Fra: [Redacted]
Sendt: 1. oktober 2013 16:32
Til: 'Thomas Holst Laursen - thl'; Morten Jensen
Cc: Peter Brixen; Morten Weicher (MORWE@dongenergy.dk); Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; Anders Zoëga Hansen; Pacer; Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com); frank.hermelink@morganstanley.com; Tobias.Akermark@MorganStanley.com; Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com); Christian Hansen (christianhansen@nordea.com);
[Redacted]

Emne: SV: Pacer Term Sheet ([Redacted]) [PLESNER-Active.FID845707]

Vedhæftede filer: image001.jpg; Pacer - TS - [Redacted] - 1 October 2013.docx
DocumentIsArchived: 0



Pacer - TS - [Redacted]
draft - 1 ...

Dear Thomas

Please find attached our mark-up of the TS. [Redacted]

Kind regards

[Redacted signature block containing multiple lines of blacked-out text]

[REDACTED]

[REDACTED]

Fra: Thomas Holst Laursen - thl [mailto:thl@plesner.com]

Sendt: 30. september 2013 21:43

Til: [REDACTED]

Cc: PBR@fm.dk; Morten Weicher (MORWE@dongenergy.dk); Rasmus Lønborg (rlb@fm.dk);
aps@fm.dk; Anders Zoëga Hansen; Pacer; Cunningham, Michael
(MJ.Cunningham@MorganStanley.com); frank.hermelink@morganstanley.com;
Tobias.Akermark@MorganStanley.com; Harald Grøn Nordea Corporate Finance
(harald.gron@nordea.com); Christian Hansen (christianhansen@nordea.com)

Emne: Pacer Term Sheet [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]


Dear [REDACTED],

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]



Let's discuss process in the morning.

Kind regards,
Thomas

Thomas Holst Laursen
Partner
PLESNER
Tel +45 3694 1363
Mob +45 2999 3092
E thl@plesner.com
www.plesner.com

624-251

Peter Fredslund Jensen

Fra: [Redacted]
Sendt: 1. oktober 2013 21:57
Til: Henrik Laursen - hla
Cc: Pacer; Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'anzha@dongenergy.dk'; Rasmus Errboe (RASME@dongenergy.dk); JOHLI@dongenergy.dk; ULJAR@dongenergy.dk; Miguel Buxó (MIGBU@dongenergy.dk); Ben Critchley <BECRI@dongenergy.co.uk> (BECRI@dongenergy.co.uk); Bruun, Michael; gs-pacer@gs.com; Akermark, Tobias; Hermelink, Frank; Christov, Zlati; 'dldkProjectPacer@nordea.com' (dldkProjectPacer@nordea.com) (dldkProjectPacer@nordea.com); project.pacer@danskebank.com; [Redacted]

Emne: RE: Pacer - Drafting timetable [PLESNER-Active.FID845707]

Vedhæftede filer: Pacer - Drafting timetable - [Redacted] comments - 1 October 2013.docx
DocumentIsArchived: 0



Pacer - Drafting timetable - [Redacted]

Dear Henrik,

[Redacted]

We would be pleased to discuss the attached.

Best regards,

[Redacted]

From: Henrik Laursen - hla [mailto:hla@plesner.com]
Sent: Monday, September 30, 2013 8:46 PM
To: 'pbr@fm.dk'; 'rlb@fm.dk'; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'anzha@dongenergy.dk'; Rasmus Errboe (RASME@dongenergy.dk); JOHLI@dongenergy.dk; ULJAR@dongenergy.dk; Miguel Buxó (MIGBU@dongenergy.dk); Ben Critchley <BECRI@dongenergy.co.uk> (BECRI@dongenergy.co.uk); Bruun, Michael; gs-pacer@gs.com; Akermark, Tobias; Hermelink, Frank; Christov, Zlati; 'dldkProjectPacer@nordea.com' (dldkProjectPacer@nordea.com) (dldkProjectPacer@nordea.com); project.pacer@danskebank.com; [Redacted]

Cc: Pacer

Subject: Pacer - Drafting timetable [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all,

As mentioned on the call this morning, please find attached the proposed drafting timetable for the Investment Agreement ("IA") and Shareholders' Agreement ("SHA").

You will find separate timetable for the IA and SHA and on the last page some proposed dates for lawyers meetings regarding the corporate law framework.



We look forward to discussing the timetable on the daily call tomorrow morning.

Best regards

HENRIK LAURSEN
Attorney-at-Law

PARTNER IN CHARGE
Jacob Bier

DIR TEL

+45 36 94 15 65

MOBILE

+45 29 99 31 10

DIR FAX

+45 36 94 25 65

HLA@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

This e-mail is sent by a law firm and contains information that may be privileged and confidential. If you are not the intended recipient, please delete the e-mail and notify us immediately.

Sullivan & Cromwell LLP carries on business in England and Wales through Sullivan & Cromwell MNP LLP, a registered limited liability partnership established under the laws of the State of New York. The personal liability of our partners is limited to the extent provided in such laws. Additional information is available on request or at www.sullcrom.com.

Sullivan & Cromwell MNP LLP is authorized and regulated by the Solicitors Regulation Authority (Number 00308712). A list of the partners' names and professional qualifications is available for inspection at 1 New Fetter Lane, London EC4A 1AN. All partners are either registered foreign lawyers or solicitors. The SRA's Code of Conduct can be found at <http://www.sra.org.uk/solicitors/handbook/code/content.page>

VAT Registration No.: GB243802380

024-252

Peter Fredslund Jensen

Fra: Thomas Holst Laursen - thl [thl@plesner.com]
Sendt: 1. oktober 2013 22:08
Til: Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen
Cc: Anders Zoëga Hansen; Morten Weicher (MORWE@dongenergy.dk); Rasmus Errboe (RASME@dongenergy.dk); Pacer; Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com); Christian Hansen (christianhansen@nordea.com); Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com); frank.hermelink@morganstanley.com; Tobias.Akermark@MorganStanley.com
Emne: Pacer FINAL DRAFT TS [PLESNER-Active.FID845707]

Vedhæftede filer: #5276039v3_Active_ - Pacer TS Consolidated FINAL DRAFT 1 October.docx; Pacer - TS Consolidated 30 September 2013 [REDACTED] - Pacer TS Cons....pdf; #5276180v2_Active_ - [REDACTED] Exclusivity Undertaking Draft 01102013.doc; #5256117v2_Active_ - Exclusivity Undertaking Draft 26092013 - [REDACTED] Exclu....pdf

DocumentIsArchived: 0



#5276039v3_Activ Pacer - TS #5276180v2_Activ #5256117v2_Activ
 e_ - Pacer TS ... onsolidated 30 Sep. e_ [REDACTED] ... e_ - Exclusivi...

Kære alle,

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Hvis I skal bruge en sammenligning med en anden version så sender jeg det. I kan blot ringe.

Vi har bedt [REDACTED] om at bekræfte, [REDACTED] inden kl. 10 i morgen formiddag.

[REDACTED]

I må endelig ringe med spørgsmål eller kommentarer.

Med venlig hilsen
Thomas

Thomas Holst Laursen
Partner
PLESNER
Tel +45 3694 1363
Mob +45 2999 3092
E thl@plesner.com
www.plesner.com

624-253

Peter Fredslund Jensen

Fra: Pernille Hollerup [PHOLL@dongenergy.dk]
Sendt: 2. oktober 2013 05:38
Til: Peter Brixen
Cc: Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; Anders Zoëga Hansen
Emne: FW: CONFIDENTIAL - LEGAL PRIVILEGE - MERGER SCREENING [PLESNER-Active.FID845707]

DocumentsArchived: 0

Kære Peter Brixen

Efter aftale med Anders følger her svarene på dine spørgsmål:

[REDACTED]

Med venlig hilsen

GITTE HOLTSØ
advokat, partner

DIR TLF 36 94 11 19
MOBIL 29 99 30 57

Anders

From: Gitte Holtsø - gho [mailto:gho@plesner.com]
Sent: Friday, September 27, 2013 10:18 PM
To: Pernille Hollerup; Anders Zoëga Hansen
Cc: Thomas Holst Laursen - thl; Jakob Skafte-Pedersen - jsp; File
Subject: CONFIDENTIAL - LEGAL PRIVILEGE - MERGER SCREENING [PLESNER-Active.FID845707]

CONFIDENTIAL - LEGAL PRIVILEGE

Kære Pernille og Anders

Som aftalt hermed et executive summary af min tidligere fremsendte mail vedrørende merger screening og [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Med venlig hilsen

GITTE HOLTSØ <<http://www.plesner.com/cms/site.aspx?p=1817&CardId=60>>
advokat, partner

DIR TLF

36 94 11 19

MOBIL

29 99 30 57

GHO@PLESNER.COM <mailto:GHO@PLESNER.COM>

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg> <<http://www.plesner.com/>>

PLESNER
ADVOKATFIRMA
WWW.PLESNER.COM <<http://www.plesner.com/cms/Startside-1437.aspx>>

AMERIKA PLADS 37
2100 KØBENHAVN Ø

TLF

33 12 11 33

FAX

33 12 00 14

CVR

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 og 2013 for Danmark (Chambers Europe)
Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 og 2012 for Danmark (International Financial Law Review)
Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 og 2013 for Danmark (International Tax Review)
Client Choice Award 2012 for Danmark (International Law Office - ILO)
Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Awards)

Denne email og enhver vedhæftet fil er fortrolig. Er De ikke rette modtager, bedes De venligst omgående underrette os og derefter slette emailen og enhver vedhæftet fil uden at beholde kopi og uden at videregive oplysninger om indholdet.

624-254

Peter Fredslund Jensen

Fra: jesper.kirkemoe@nordea.com
Sendt: 2. oktober 2013 09:42
Til: Tobias.Akermark@morganstanley.com; anzha@dongenergy.dk; [redacted] Anne Pontoppidan Sørensen; Zlati.Christov@morganstanley.com; [redacted] Harald.Gron@nordea.com; 'gs-pacer@gs.com'; christianhansen@nordea.com; Frank.Hermelink@morganstanley.com; jsp@plesner.com; [redacted] JOHLI@dongenergy.dk; [redacted] Anders.Krantz@nordea.com; MJ.Cunningham@morganstanley.com; 'migbu@dongenergy.dk'; [redacted] morwe@dongenergy.dk; Peter.Obling@nordea.com; 'pacer@plesner.com'; [redacted] RASME@dongenergy.dk; Rasmus Lønborg; thl@plesner.com; Tuomas.Toiviainen@morganstanley.com
Emne: Pacer: Daily Call - Status update @10:00
Vedhæftede filer: Pacer - Daily Status Update - Oct 2 - vSENT.pdf
DocumentisArchived: 0



Pacer - Daily Status Update - ...

Dear all,

Please find attached the presentation for our Daily Status Update at 10:00.

Best regards

Jesper

Jesper Kirkemoe Jørgensen

Nordea | Markets | Investment Banking | Advisory
 Visiting address: Strandgade 3, Copenhagen
 Mailing address: PO Box 850, 0900 Copenhagen C
 Tel: +45 3333 4105 | Mob: +45 6122 4562
 E-mail: jesper.kirkemoe@nordea.com

Web: nordeamarkets.com

Making it possible

Nordea Bank Danmark A/S, Business registration number 13522197, Copenhagen, Denmark

This e-mail may contain confidential information. If you receive this e-mail by mistake, please inform the sender, delete the e-mail and do not share or copy it.







624-2855

Peter Fredslund Jensen

Fra: Thomas Holst Laursen - thl [thl@plesner.com]
Sendt: 2. oktober 2013 11:19
Til: Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Morten Weicher (MORWE@dongenergy.dk); Anders Zoëga Hansen; Rasmus Errboe (RASME@dongenergy.dk); Anne Pontoppidan Sørensen; Miguel Buxó
Cc: Pacer
Emne: [REDACTED] PLESNER-Active.FID845707]

Vedhæftede filer: image001.jpg; Scan209.pdf; Pacer ATP confirmation letter.pdf; 2013 10 20 PFA Pension Comfort Letter.doc; Exclusivity Undertaking Draft 01102013 (PFA).docx; Exclusivity Undertaking Draft 01102013 (atp).docx; [REDACTED] Exclusivity Undertaking Draft 01102013 v2.doc

DocumentIsArchived: 0

-  Scan209.pdf (536 KB)
-  Pacer ATP confirmation letter...
-  2013 10 20 PFA Pension Comfort...
-  Exclusivity Undertaking Draft ...
-  Exclusivity ..Undertaking Draft ...
-  [REDACTED] Exclusivity Undertaking D...

Kære alle,

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Mvh

Thomas

Fra: [REDACTED]

Sendt: 1. oktober 2013 16:32

Til: 'Thomas Holst Laursen - thl'; Morten Jensen

Cc: PBR@fm.dk; Morten Weicher (MORWE@dongenergy.dk); Rasmus Lønborg (rlb@fm.dk); aps@fm.dk; Anders Zoëga Hansen; Pacer; Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com); frank.hermelink@morganstanley.com; Tobias.Akermark@MorganStanley.com; Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com); Christian Hansen (christianhansen@nordea.com); [REDACTED]

Emne: SV: Pacer Term Sheet ([REDACTED]) [PLESNER-Active.FID845707]

Dear Thomas

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Fra: Thomas Holst Laursen - thl [mailto:thl@plesner.com]

Sendt: 30. september 2013 21:43

Til: [REDACTED]

Cc: PBR@fm.dk; Morten Weicher (MORWE@dongenergy.dk); Rasmus Lønborg (rlb@fm.dk); aps@fm.dk; Anders Zoëga Hansen; Pacer; Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com); frank.hermelink@morganstanley.com; Tobias.Akermark@MorganStanley.com; Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com); Christian Hansen (christianhansen@nordea.com)

Emne: Pacer Term Sheet ([REDACTED]) [PLESNER-Active.FID845707]

Dear [REDACTED],

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Let's discuss process in the morning.

Kind regards,
Thomas

Thomas Holst Laursen
Partner
PLESNER
Tel +45 3694 1363
Mob +45 2999 3092
E thl@plesner.com
www.plesner.com

624-257

Peter Fredslund Jensen

Fra: jesper.kirkemoe@nordea.com
Sendt: 3. oktober 2013 09:30
Til: Tobias.Akermark@morganstanley.com; anzha@dongenergy.dk;
[REDACTED] Anne Pontoppidan Sørensen;
Zlati.Christov@morganstanley.com; [REDACTED]
Harald.Gron@nordea.com; 'gs-pacer@gs.com'; christianhansen@nordea.com;
Frank.Hermelink@morganstanley.com; jsp@plesner.com; [REDACTED]
JOHLI@dongenergy.dk; [REDACTED]; Anders.Krantz@nordea.com;
MJ.Cunningham@morganstanley.com; 'migbu@dongenergy.dk'; [REDACTED]
morwe@dongenergy.dk; Peter.Obling@nordea.com; [REDACTED];
[REDACTED] RASME@dongenergy.dk; Rasmus Lønborg; thl@plesner.com;
Tuomas.Toiviainen@morganstanley.com
Emne: Pacer: Daily Call - Status update @10:00
Vedhæftede filer: Pacer - Daily Status Update - Oct 3 - vSENT.pdf
DocumentsArchived: 0



Pacer - Daily Status
Update - ...

Dear all,

Please find attached the presentation for our Daily Status Update at 10:00.

Best regards

Jesper

Jesper Kirkemoe Jørgensen

Nordea | Markets | Investment Banking | Advisory
Visiting address: Strandgade 3, Copenhagen
Mailing address: PO Box 850, 0900 Copenhagen C
Tel: +45 3333 4105 | Mob: +45 6122 4562
E-mail: jesper.kirkemoe@nordea.com

Web: nordeamarkets.com

Making it possible

Nordea Bank Danmark A/S, Business registration number 13522197, Copenhagen, Denmark

This e-mail may contain confidential information. If you receive this e-mail by mistake, please inform the sender, delete the e-mail and do not share or copy it.

624-258

Peter Fredslund Jensen

Fra: Thomas Bredsdorff [thomas.bredsdorff@danskebank.dk]
Sendt: 3. oktober 2013 15:56
Til: Jakob Skafte-Pedersen - jsp
Cc: Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; 3042
_DB_Team/R3042PAC/Intranet/DDB%DKDDB04; Thomas Holst Laursen - thl
Emne: RE: Pacer [PLESNER-Active.FID845707]

Vedhæftede filer: Pacer TS Consolidated Execution Version 2 October (2).docx; Exclusivity Undertaking Execution Version 02102013 (atp).docx; Exclusivity Undertaking Execution Version 02102013 (PFA).docx; [REDACTED] Undertaking Execution Version 02102013 v2.docx

DocumentIsArchived: 0



Pacer TS



Exclusivity



Exclusivity



[REDACTED] Undertaking E...

onsolidated ExecutiIndertaking Execut.Indertaking Execut.. Undertaking E...

Tak Jakob.

Med venlig hilsen

Thomas Bredsdorff
Director

Danske Bank
Corporate Finance
Holmens Kanal 2-12
DK- 1092 Copenhagen K

Direct (+45) 45 12 80 33
Mobile (+45) 25 27 69 38
Fax (+45) 45 14 92 01

From: Jakob Skafte-Pedersen - jsp <jsp@plesner.com>
To: Thomas Bredsdorff/THBRE/Intranet/DDB@DKDDB04, "Thomas Holst Laursen - thl" <thl@plesner.com>
Cc: Rasmus Lønborg <rlb@fm.dk>, 3042 DB Team (Pacer)/R3042PAC/Intranet/DDB@DKDDB04
Date: 03-10-2013 15:50
Subject: RE: Pacer [PLESNER-Active.FID845707]

Hej Thomas og Rasmus

Soft copies er vedhæftet her.

Mvh
Jakob

JAKOB SKAFTE-PEDERSEN
Attorney-at-Law, MBA
PARTNER IN CHARGE
Jacob Bier

DIR TEL +45 36 94 11 62
MOBILE +45 29 99 31 09

JSP@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM
AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL +45 33 12 11 33
FAX +45 33 12 00 14
VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)
Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)
Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)
Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)
Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

From: Thomas Bredsdorff [mailto:thomas.bredsdorff@danskebank.dk]
Sent: 3. oktober 2013 15:42
To: Thomas Holst Laursen - thl; Jakob Skafte-Pedersen - jsp
Cc: Rasmus Lønborg; 3042 DB Team (Pacer)
Subject: Pacer

Thomas, Jakob,

Vil i sende en soft copy af de underskrevne dokumenter fra i går til MoF og os? Tak.

Med venlig hilsen

Thomas Bredsdorff
Director

Danske Bank
Corporate Finance
Holmens Kanal 2-12
DK- 1092 Copenhagen K

Direct (+45) 45 12 80 33
Mobile (+45) 25 27 69 38
Fax (+45) 45 14 92 01

Danske Bank A/S CVR-nr. 61126228 – København

Denne mail kan indeholde fortrolig information. Har du modtaget mailen ved en fejl, beder vi dig derfor informere afsender om fejlen – og efterfølgende slette mailen i dit system uden at videresende eller kopiere den. Selv om mailen og vedhæftede bilag efter vores overbevisning er fri for virus og andre fejl, som kan påvirke computeren eller it-systemet, hvor den modtages og læses, åbnes den på modtagerens eget ansvar. Vi påtager os ikke noget ansvar for tab og skade, som er opstået i forbindelse med at modtage og bruge mailen.

Please note that this message may contain confidential information. If you have received this message by mistake, please inform the sender of the mistake, then delete the message from your system without making, distributing or retaining any copies of it. Although we believe that the message and any attachments are free from viruses and other errors that might affect the computer or IT system where it is received and read, the recipient opens the message at his or her own risk. We assume no responsibility for any loss or damage arising from the receipt or use of this message.

Danske Bank A/S CVR-nr. 61126228 – København

Denne mail kan indeholde fortrolig information. Har du modtaget mailen ved en fejl, beder vi dig derfor informere afsender om fejlen – og efterfølgende slette mailen i dit system uden at videresende eller kopiere den. Selv om mailen og vedhæftede bilag efter vores overbevisning er fri for virus og andre fejl, som kan påvirke computeren eller it-systemet, hvor den modtages og læses, åbnes den på modtagerens eget ansvar. Vi påtager os ikke noget ansvar for tab og skade, som er opstået i forbindelse med at modtage og bruge mailen.

Please note that this message may contain confidential information. If you have received this message by mistake, please inform the sender of the mistake, then delete the message from your system without making, distributing or retaining any copies of it. Although we believe that the message and any attachments are free from viruses and other errors that might affect the computer or IT system where it is received and read, the

recipient opens the message at his or her own risk. We assume no responsibility for any loss or damage arising from the receipt or use of this message.

624-259

Peter Fredslund Jensen

Fra: Peter Brixen
Sendt: 4. oktober 2013 09:15
Til: 'jesper.kirkemoe@nordea.dk'; Rasmus Errboe
Cc: Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen
Emne: VS: Pacer: Ny tidsplan ifbm input fra mødet idag

Vedhæftede filer: Pacer - Timetable with Extended Process.ppt
DocumentIsArchived: 0



Pacer - Timetable
with Extende...

Kære Jesper

Overordnet OK med tidsplanen.

Venlig hilsen

Peter

Fra: Rasmus Lønborg
Sendt: 3. oktober 2013 16:39
Til: Peter Brixen
Emne: VS: Pacer: Ny tidsplan ifbm input fra mødet idag

Har lige snakket med Jesper. Henviste ham til dig

Sendt fra min HTC-telefon

----- Forwarded message -----

Fra: "jesper.kirkemoe@nordea.com" <jesper.kirkemoe@nordea.com>
Til: "Rasmus Lønborg" <rlb@fm.dk>
Cc: "RASME@dongenergy.dk" <RASME@dongenergy.dk>
Emne: Pacer: Ny tidsplan ifbm input fra mødet idag
Dato: tor., okt. 3, 2013 16:34

Hej Rasmus,

Vedhæftet finder du en ny tidsplan med input fra dagens møde med Peter, hvori er reflekteret processen med de Eksisterende Aktionærer samt deraf følgende udskydelse af den politiske beslutningsproces i Finansudvalget.

Vi vil meget gerne have din accept af vedhæftede inden vi sender den videre inden for vores snævre arbejdsgruppe.

Jeg giver dig lige et ring så vi kan løbe den igennem sammen.

Mvh.

Jesper

Jesper Kirkemoe Jørgensen

Nordea | Markets | Investment Banking | Advisory
Visiting address: Strandgade 3, Copenhagen
Mailing address: PO Box 850, 0900 Copenhagen C
Tel: +45 3333 4105 | Mob: +45 6122 4562
E-mail: jesper.kirkemoe@nordea.com

Web: nordeamarkets.com

Making it possible

Nordea Bank Danmark A/S, Business registration number 13522197, Copenhagen, Denmark

This e-mail may contain confidential information. If you receive this e-mail by mistake, please inform the sender, delete the e-mail and do not share or copy it.

3/00624 - 260

Joakim Thaning

Fra: Peter.Obling@nordea.com
Sendt: 4. oktober 2013 09:15
Til: [redacted] Tobias.Akermark@morganstanley.com; anzha@dongenergy.dk; [redacted] Anne Pontoppidan Sørensen; Zlati.Christov@morganstanley.com; [redacted] Harald.Gron@nordea.com; 'gs-pacer@gs.com'; christianhansen@nordea.com; Frank.Hermelink@morganstanley.com; jsp@plesner.com; JOHLI@dongenergy.dk; [redacted] Anders.Krantz@nordea.com; MJ.Cunningham@morganstanley.com; 'migbu@dongenergy.dk'; [redacted]; morwe@dongenergy.dk; dldkProjectPacer@nordea.com; Peter.Obling@nordea.com; 'pacer@plesner.com'; [redacted]; RASME@dongenergy.dk; Rasmus Lønborg; thl@plesner.com; Tuomas.Toiviainen@morganstanley.com
Emne: Pacer: Daily Update Presentation
Vedhæftede filer: Pacer - Daily Status Update - Oct 4 - vSent.pdf
DocumentIsArchived: 0



Pacer - Daily Status Update - ... All,

Attached please find the daily update presentation for the call at 10:00.

Kind regards,

Peter Obling

Nordea | Markets | Investment Banking | Advisory

Tel: +45 3333 3947 | Mob: +45 6155 0015
E-mail: peter.obling@nordea.com
Web: nordeamarkets.com

Making it possible

Nordea Bank Danmark A/S, Business registration number 13522197, Copenhagen, Denmark

This e-mail may contain confidential information.
If you receive this e-mail by mistake, please inform the sender, delete the e-mail and do not share or copy it.

Joakim Thaning

201

Fra: Henrik Laursen - hla [hla@plesner.com]
Sendt: 4. oktober 2013 18:06
Til: [REDACTED]
Cc: Pacer; Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'anzha@dongenergy.dk'; Rasmus Errboe (RASME@dongenergy.dk); JOHLI@dongenergy.dk; ULJAR@dongenergy.dk; Miguel Buxó (MIGBU@dongenergy.dk); Ben Critchley <BECRI@dongenergy.co.uk> (BECRI@dongenergy.co.uk); Bruun, Michael; gs-pacer@gs.com; Akermark, Tobias; Hermelink, Frank; Christov, Zlati; 'dldkProjectPacer@nordea.com' (dldkProjectPacer@nordea.com) (dldkProjectPacer@nordea.com); project.pacer@danskebank.com; [REDACTED]
Emne: RE: Pacer - Drafting timetable [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: Pacer - Drafting timetable - 4 October 2013 - COMPARE.docx; Pacer - Drafting timetable - 4 October 2013.docx
DocumentIsArchived: 0



Pacer - Drafting timetable - 4...



Pacer - Drafting timetable - 4...

Dear all,

As mentioned on the daily call this morning, please find attached the revised drafting timetable (clean version and compare version against the version circulated by [REDACTED]). The timetable incorporates comments from [REDACTED], MoF and the Company.

Best regards

Henrik

From: [REDACTED]
Sent: 1. oktober 2013 21:57
To: Henrik Laursen - hla
Cc: Pacer; 'pbr@fm.dk'; 'rlb@fm.dk'; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'anzha@dongenergy.dk'; Rasmus Errboe (RASME@dongenergy.dk); JOHLI@dongenergy.dk; ULJAR@dongenergy.dk; Miguel Buxó (MIGBU@dongenergy.dk); Ben Critchley <BECRI@dongenergy.co.uk> (BECRI@dongenergy.co.uk); Bruun, Michael; gs-pacer@gs.com; Akermark, Tobias; Hermelink, Frank; Christov, Zlati; 'dldkProjectPacer@nordea.com' (dldkProjectPacer@nordea.com) (dldkProjectPacer@nordea.com); project.pacer@danskebank.com; [REDACTED]
Subject: RE: Pacer - Drafting timetable [PLESNER-Active.FID845707]

Dear Henrik,

Please find attached a mark-up with the comments of [REDACTED] and its advisors on the drafting

timetable. The main difference in approach is for the two main agreements to be turning and be discussed as part of a single process on the same time cycle, without time lags between the two agreements, starting on October 4. The thinking behind this is that it should allow overall for more efficient meetings and more time for drafting and review, including possibly a [REDACTED], if needed, in the same timeframe.

We would be pleased to discuss the attached.

Best regards,

[REDACTED]

From: Henrik Laursen - hla [mailto:hla@plesner.com]

Sent: Monday, September 30, 2013 8:46 PM

To: 'pbr@fm.dk'; 'rlb@fm.dk'; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'anzha@dongenergy.dk'; Rasmus Errboe (RASME@dongenergy.dk); JOHLI@dongenergy.dk; ULJAR@dongenergy.dk; Miguel Buxó (MIGBU@dongenergy.dk); Ben Critchley <BECRI@dongenergy.co.uk> (BECRI@dongenergy.co.uk); Bruun, Michael; gs-pacer@gs.com; Akermark, Tobias; Hermelink, Frank; Christov, Zlati; 'dldkProjectPacer@nordea.com' (dldkProjectPacer@nordea.com) [REDACTED]

Cc: Pacer

Subject: Pacer - Drafting timetable [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all,

As mentioned on the call this morning, please find attached the proposed drafting timetable for the Investment Agreement ("IA") and Shareholders' Agreement ("SHA").

You will find separate timetable for the IA and SHA and on the last page some proposed dates for lawyers meetings regarding the corporate law framework.

We are aiming for circulation of the [REDACTED] on respectively 4 October (IA) and 9 October (SHA) and generally have the SHA trail the IA with a couple of days. We have limited the number of drafting rounds [REDACTED], with all parties sessions following each circulation.

We look forward to discussing the timetable on the daily call tomorrow morning.

Best regards

HENRIK LAURSEN
Attorney-at-Law

PARTNER IN CHARGE
Jacob Bier

DIR TEL

+45 36 94 15 65

MOBILE

+45 29 99 31 10

DIR FAX

+45 36 94 25 65

HLA@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

This e-mail is sent by a law firm and contains information that may be privileged and confidential.

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

262

Joakim Thaning

Fra: Casper Münter - cam [cam@plesner.com]
Sendt: 5. oktober 2013 00:11
Til: Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen;
'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer
Emne: Pacer - revised draft Investment Agreement [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: image001.jpg; image002.jpg; 5289257_1.docx; IA 300913 - 5289257_1.pdf
DocumentIsArchived: 0



5289257_1.docx
(414 KB)



IA 300913 -
289257_1.pdf (1 M.)

Dear all,

-
Following today's telcon between Pacer, [REDACTED] and Plesner, I attach a further revised draft IA (clean and marked-up versions). I look forward to receiving any comments by 3 pm CET tomorrow. Thank you.

Kind regards

Casper Münter

CASPER MÜNTER
advokat (H), MCJ, partner

DIR TLF

36 94 12 22

MOBIL

29 99 30 10

CAM@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
ADVOKATFIRMA
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 KØBENHAVN Ø

TLF

33 12 11 33

FAX

33 12 00 14

CVR

42 93 85 13

<http://www.plesner.com/images/b4.jpg>

Law Firm of the Year 2010 og 2013 for Danmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 og 2012 for Danmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 og 2013 for Danmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Danmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - *Best Nordic Law Firm* (International Legal Alliance Summit & Awards)

Denne email og enhver vedhæftet fil er fortrolig. Er De ikke rette modtager, bedes De venligst omgående underrette os og derefter slette emailen og enhver vedhæftet fil uden at beholde kopi og uden at videregive oplysninger om indholdet.

263

Joakim Thaning

Fra: Henrik Rossing Lønberg - hrl [hrl@plesner.com]
Sendt: 5. oktober 2013 06:51
Til: Peter Brixen; Rasmus Lønberg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó (MIGBU@dongenergy.dk)'; Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer
Emne: Pacer - Draft Shareholders' Agreement [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: image001.jpg; Pacer SHA - (Draft - October 4 2013) (2).docx
DocumentIsArchived: 0



Pacer SHA - (Draft - October 4...

Dear all

Attached for your review and comments please find a draft Shareholders' Agreement.

The attached draft reflects comments received from Pacer [REDACTED] to a draft distributed on Tuesday and as discussed a conference call earlier today.

When reviewing the draft, please give consideration to the drafting footnotes where we would remain grateful for your input and thoughts. Also, with this e-mail, we would like to highlight at least the following topics (not in order of priority) that should be considered and discussed before sending the draft to [REDACTED]:

1. [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

As discussed and in accordance with our internal timeline, we would remain grateful for your comments to the attached if at all possible by noon Monday 7 October, 2013, and in any event not later than close of business Monday. We are of course available during the weekend or Monday should you wish to discuss or if the attached gives rise to questions.

Please note that the is being distributed in the interest of time, but remains work in progress subject to ongoing review and revision.

We propose to have an all-hands conference call Tuesday to discuss the comments received, all with a view to turn the draft to reflect such comments and distribute to [REDACTED] later during Tuesday 8 October 2013 or first thing on Wednesday 9 October. We shall revert with a specific proposal for such a conference call. Many thanks.

Best regards

HENRIK ROSSING LØNBERG
Attorney-at-Law, LL.M., Partner

DIR TEL

+45 36 94 15 34

MOBILE

+45 29 99 30 21

HRL@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

201264

Joakim Thaning

Fra: Miguel Buxó [MIGBU@dongenergy.dk]
Sendt: 5. oktober 2013 10:03
Til: Casper Münter - cam; Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; Morten Weicher; Anders Zoëga Hansen; Rasmus Errboe; Ben Critchley; 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer
Emne: RE: Pacer - revised draft Investment Agreement [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: image001.jpg; image002.jpg; Pacer - IA draft 05 Oct 13 (MIGBU comments).docx
DocumentIsArchived: 0



Pacer - IA draft 05
Oct 13 (MI...

Casper,

Thanks. See my comments in the attached.

Best regards,
Miguel Buxó
Head of Legal Wind Power
Tel. +45 99 55 89 02

From: Casper Münter - cam [mailto:cam@plesner.com]
Sent: Saturday, October 05, 2013 12:11 AM
To: 'Peter Brixen'; 'Rasmus Lønborg'; 'Anne Pontoppidan Sørensen'; Morten Weicher; Anders Zoëga Hansen; Rasmus Errboe; Ben Critchley; Miguel Buxó; 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer
Subject: Pacer - revised draft Investment Agreement [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all,

-
Following today's telcon between Pacer, [REDACTED] and Plesner, I attach a further revised draft IA (clean and marked-up versions). I look forward to receiving any comments by 3 pm CET tomorrow. Thank you.

Kind regards

Casper Münter

CASPER MÜNTER
advokat (H), MCJ, partner

DIR TLF

36 94 12 22

MOBIL

29 99 30 10

CAM@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
ADVOKATFIRMA
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 KØBENHAVN Ø

TLF

33 12 11 33

FAX

33 12 00 14

CVR

42 93 85 13

<http://www.plesner.com/images/b4.jpg>

Law Firm of the Year 2010 og 2013 for Danmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 og 2012 for Danmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 og 2013 for Danmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Danmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Awards)

Denne email og enhver vedhæftet fil er fortrolig. Er De ikke rette modtager, bedes De venligst omgående underrette os og derefter slette emailen og enhver vedhæftet fil uden at beholde kopi og uden at videregive oplysninger om indholdet.

263

Joakim Thaning

Fra: Peter Brixen
Sendt: 6. oktober 2013 10:43
Til: 'Miguel Buxó'; Casper Münter - cam; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; Morten Weicher; Anders Zoëga Hansen; Rasmus Errboe; Ben Critchley; 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer
Emne: SV: Pacer - revised draft Investment Agreement [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: image001.jpg; image002.jpg
DocumentIsArchived: 0



image001.jpg (12 KB) image002.jpg (18 KB)

Dear Casper

Please see below for MoFs comments to the revised draft Investment Agreement

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[Redacted text block]

[Redacted text block]

[Redacted text block]

[Redacted text block]

Kind regards,

Peter

260

Joakim Thaning

Fra: Thomas Holst Laursen - thl [thl@plesner.com]
Sendt: 6. oktober 2013 17:20
Til: Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; Miguel Buxó; Ben Critchley; Anders Zoëga Hansen; Hermelink, Frank; 'Akermark, Tobias'; Harald Grøn Nordea Corporate Finance; Christian Hansen; Peter.Obling@nordea.com; Ulrik Jarlov
Cc: Jacob Bier - jbi; Jakob Skafte-Pedersen - jsp; Morten Weicher; Rasmus Errboe; Johan Hee Lindhardt; Pacer
Emne: Pacer - timing of Investment and Shareholders' agreements
DocumentsArchived: 0

Dear all,

A brief message on status and timing for comments:

IA

Draft circulated for comments on Friday CoB.

Comments have been received, thank you. Any further comments, please by no later than noon tomorrow.

Aim to circulate final draft by close of business tomorrow (Monday) for approval to be sent to by no later than CoB Tuesday.

SHA

Draft circulated Saturday morning.

Appreciate to receive comments by noon tomorrow, and no later than CoB Monday.

Depending on timing of comments we will send a final draft for approval on Monday CoB of Tuesday. Plan is to send the draft to no later than CoB Tuesday.

Let us know if you require anything or would like to discuss any matters in the course of tomorrow.

Many thanks.
Thomas

Sendt fra min BlackBerry 10 smartphone.

264

Joakim Thaning

Fra: Casper Münter - cam [cam@plesner.com]
Sendt: 7. oktober 2013 02:25
Til: Peter Brixen; 'Miguel Buxó'; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; Morten Weicher; Anders Zoëga Hansen; Rasmus Errboe; Ben Critchley; 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]@danskebank.com'
Cc: Pacer
Emne: Pacer - further revised draft Investment Agreement [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: image001.jpg; image002.jpg; #5289798v1_Active_ - IA 6.10.13 ver. 0.4 clean - Copy.docx; IA 051013 ver. 0.3 - Plesner internal - IA 6.10.13 ver. 0.4 clean - Copy....pdf
DocumentIsArchived: 0



#5289798v1_Activ IA 051013 ver. 0.3
e_ - IA 6.10.1... - Plesner i...

Dear all,

Following receipt of comments from Miguel, [REDACTED] and Peter to my draft IA from Friday/Saturday night, I herewith attach a further revised draft IA (clean and marked up versions). I have marked a few outstanding most of which I hope to get responses to during the course of the day. I would appreciate receiving any comments you may have as soon as possible. Thank you.

Kind regards,

Casper

CASPER MÜNTER
advokat (H), MCJ, partner

DIR TLF

36 94 12 22

MOBIL

29 99 30 10

CAM@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
ADVOKATFIRMA
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 KØBENHAVN Ø

TLF

33 12 11 33

FAX

33 12 00 14

CVR

42 93 85 13

<http://www.plesner.com/images/b4.jpg>

Law Firm of the Year 2010 og 2013 for Danmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 og 2012 for Danmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 og 2013 for Danmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Danmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - *Best Nordic Law Firm* (International Legal Alliance Summit & Awards)

Denne email og enhver vedhæftet fil er fortrolig. Er De ikke rette modtager, bedes De venligst omgående underrette os og derefter slette emailen og enhver vedhæftet fil uden at beholde kopi og uden at videregive oplysninger om indholdet.

624-268

Peter Fredslund Jensen

Fra: Andreas Kofoed Larsen [ANKOL@dongenergy.dk]
Sendt: 7. oktober 2013 08:52
Til: Anne Pontoppidan Sørensen
Emne: RE: Pacer: Incitamentsprogram

Vedhæftede filer: image001.gif
DocumentsArchived: 0

Hej Anne,

Det er grundløn eksklusive resultatløn, der er vist.

Mvh

Andreas

Best regards
Andreas Kofoed Larsen
Senior Financial Analyst
Financial Planning & Analysis

DONG Energy
Tel. +45 99 55 59 50

From: Anne Pontoppidan Sørensen [mailto:aps@fm.dk]
Sent: Monday, October 07, 2013 8:16 AM
To: Andreas Kofoed Larsen
Subject: SV: Pacer: Incitamentsprogram

Hej Andreas

Lige et opfølgende spørgsmål herfra - Er lønnen, der opgjort på side 6, inklusiv bonus/resultatløn? Og har I mulighed for at opgøre variabel og fast løn hver for sig?

Mvh Anne

Finansministeriet

Anne Pontoppidan Sørensen

Fuldmægtig, 6. kontor

Telefon (+45) 33 92 33 33

Direkte telefon (+45) 33 92 40 74

E-post fm@fm.dk

Personlig e-post aps@fm.dk

Hjemmeside www.fm.dk

Fra: Andreas Kofoed Larsen [mailto:ANKOL@dongenergy.dk]

Sendt: 20. september 2013 16:11

Til: Anne Pontoppidan Sørensen; Rasmus Lønborg

Cc: Peter Brixen; Henrik Poulsen; Morten Weicher

Emne: Pacer: Incitamentsprogram

Kære Anne og Rasmus,

Vedhæftet er præsentation vedr. incitamentsprogram i forbindelse med Pacer.

I er meget velkomne til at kontakte mig med eventuelle spørgsmål.

Mvh

Andreas

Best regards

Andreas Kofoed Larsen

Senior Financial Analyst

Financial Planning & Analysis

DONG Energy
Nesa Allé 1
2820 Gentofte
Denmark
Tel. +45 99 55 59 50

ankol@dongenergy.dk
www.dongenergy.co.uk

624-269

Peter Fredslund Jensen

Fra: jesper.kirkemoe@nordea.com
Sendt: 7. oktober 2013 09:31
Til: [redacted] Tobias.Akermark@morganstanley.com; anzha@dongenergy.dk; [redacted] Anne Pontoppidan Sørensen; Zlati.Christov@morganstanley.com; jbm@atp.dk; clw@atp.dk; [redacted] Harald.Gron@nordea.com; 'gs-pacer@gs.com'; christianhansen@nordea.com; Frank.Hermelink@morganstanley.com; jik@pfa.dk; jsp@plesner.com; JDE@pfa.dk; jlk@pfa.dk; JOHLI@dongenergy.dk; jbh@atp.dk; [redacted] Anders.Krantz@nordea.dk; MJ.Cunningham@morganstanley.com; 'migbu@dongenergy.dk'; [redacted] morwe@dongenergy.dk; Peter.Obling@nordea.com; 'pacer@plesner.com'; dldkProjectPacer@nordea.com; [redacted] RASME@dongenergy.dk; Rasmus Lønborg; thl@plesner.com; Tuomas.Toiviainen@morganstanley.com
Emne: Pacer: Daily Call presentation
Vedhæftede filer: Pacer - Daily Status Update - Oct 7 - vSent.pdf
DocumentIsArchived: 0



Pacer - Daily Status Update - ...

Dear all,

Please find attached the presentation for our daily status update @ 10:00 CET

Best regards

Jesper

Jesper Kirkemoe Jørgensen

Nordea | Markets | Investment Banking | Advisory
Visiting address: Strandgade 3, Copenhagen
Mailing address: PO Box 850, 0900 Copenhagen C
Tel: +45 3333 4105 | Mob: +45 6122 4562
E-mail: jesper.kirkemoe@nordea.com

Web: nordeamarkets.com

Making it possible

Nordea Bank Danmark A/S, Business registration number 13522197, Copenhagen, Denmark

This e-mail may contain confidential information. If you receive this e-mail by mistake, please inform the sender, delete the e-mail and do not share or copy it.

624-270

Peter Fredslund Jensen

Fra: Peter Brixen
Sendt: 7. oktober 2013 13:19
Til: 'Henrik Rossing Lønberg - hrl'; Rasmus Lønberg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer
Emne: SV: Pacer - Draft Shareholders' Agreement [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: MoF - Pacer SHA - (Draft - October 4 2013).docx; image001.jpg
DocumentIsArchived: 0



MoF - Pacer SHA - image001.jpg (12 KB)
(Draft - Oct...

Dear Henrik

Please find enclosed, MoF's comments to the SHA.

Kind regards

Peter

Fra: Henrik Rossing Lønberg - hrl [mailto:hrl@plesner.com]
Sendt: 5. oktober 2013 06:51
Til: Peter Brixen; Rasmus Lønberg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer
Emne: Pacer - Draft Shareholders' Agreement [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all

Attached for your review and comments please find a draft Shareholders' Agreement.

The attached draft reflects comments received from [REDACTED] to a draft distributed on Tuesday and as discussed a conference call earlier today.

When reviewing the draft, please give consideration to the drafting footnotes where we would remain grateful for your input and thoughts. Also, with this e-mail, we would like to highlight at

least the following topics (not in order of priority) that should be considered and [REDACTED]
[REDACTED]

1. [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

As discussed and in accordance with our internal timeline, we would remain grateful for your comments to the attached if at all possible by noon Monday 7 October, 2013, and in any event not later than close of business Monday. We are of course available during the weekend or Monday should you wish to discuss or if the attached gives rise to questions.

Please note that the is being distributed in the interest of time, but remains work in progress subject to ongoing review and revision.

We propose to have an all-hands conference call Tuesday to discuss the comments received, all with a view to turn the draft to reflect such comments and [REDACTED] We shall revert with a specific proposal for such a conference call. Many thanks.

Best regards

HENRIK ROSSING LONBERG
Attorney-at-Law, LL.M., Partner

DIR TEL

+45 36 94 15 34

MOBILE

+45 29 99 30 21

HRL@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - *Best Nordic Law Firm* (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

624-271

Peter Fredslund Jensen

Fra: Peter Brixen
Sendt: 7. oktober 2013 13:43
Til: 'Henrik Rossing Lønberg - hrl'; Rasmus Lønberg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer
Emne: SV: Pacer - Draft Shareholders' Agreement [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: image001.jpg
DocumentIsArchived: 0



image001.jpg (12 KB)

Dear Henrik

In addition to the comments forwarded previously, see some quick responses to the points you have highlighted below:

Fra: Henrik Rossing Lønberg - hrl [mailto:hrl@plesner.com]
Sendt: 5. oktober 2013 06:51
Til: Peter Brixen; Rasmus Lønberg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer
Emne: Pacer - Draft Shareholders' Agreement [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all

Attached for your review and comments please find a draft Shareholders' Agreement.

The attached draft reflects comments received from [REDACTED] to a draft distributed on Tuesday and as discussed a conference call earlier today.

When reviewing the draft, please give consideration to the drafting footnotes where we would remain grateful for your input and thoughts. Also, with this e-mail, we would like to highlight at least the following topics (not in order of priority) that should be considered and discussed [REDACTED]

[REDACTED]

?

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

As discussed and in accordance with our internal timeline, we would remain grateful for your comments to the attached if at all possible by noon Monday 7 October, 2013, and in any event not later than close of business Monday. We are of course available during the weekend or Monday should you wish to discuss or if the attached gives rise to questions.

Please note that the is being distributed in the interest of time, but remains work in progress subject to ongoing review and revision.

We propose to have an all-hands conference call Tuesday to discuss the comments received, all with a view to turn the draft to reflect such comments and [REDACTED]. We shall revert with a specific proposal for such a conference call. Many thanks.

Best regards

HENRIK ROSSING LØNBERG
Attorney-at-Law, LL.M., Partner

DIR TEL

+45 36 94 15 34

MOBILE

+45 29 99 30 21

HRL@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)
Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)
Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)
Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)
Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

Fra: Henrik Rossing Lønberg - hrl [mailto:hrl@plesner.com]

Sendt: 5. oktober 2013 06:51

Til: Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'

Cc: Pacer

Emne: Pacer - Draft Shareholders' Agreement [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all

Attached for your review and comments please find a draft Shareholders' Agreement.

The attached draft reflects comments received from [REDACTED] to a draft distributed on Tuesday and as discussed a conference call earlier today.

When reviewing the draft, please give consideration to the drafting footnotes where we would remain grateful for your input and thoughts. Also, with this e-mail, we would like to highlight at least the following topics (not in order of priority) that should be considered and [REDACTED]

1. [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

9.

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Please note that the is being distributed in the interest of time, but remains work in progress subject to ongoing review and revision.

We propose to have an all-hands conference call Tuesday to discuss the comments received, all with a view to turn the draft to reflect such comments and [REDACTED]. We shall revert with a specific proposal for such a conference call. Many thanks.

Best regards

HENRIK ROSSING LONBERG
Attorney-at-Law, LL.M., Partner

DIR TEL

+45 36 94 15 34

MOBILE

+45 29 99 30 21

HRL@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

624-272

Peter Fredslund Jensen

Fra: Andreas Kofoed Larsen [ANKOL@dongenergy.dk]
Sendt: 7. oktober 2013 17:38
Til: Anne Pontoppidan Sørensen
Emne: RE: Pacer: Incitamentsprogram

Vedhæftede filer: image001.gif; 4-2012.pdf
DocumentIsArchived: 0



4-2012.pdf (618 KB)

Hej Anne,

Nedenstående viser den nuværende maksimale udbetalingsprocent for de forskellige medarbejdergrupper. 

Jeg vil foreslå at vi tager et møde, hvor vi både kan gennemgå tidligere fremsendte oplæg, samt strukturen omkring eksisterende bonus/performance management setup?

Percent of base salary



Best regards
Andreas Kofoed Larsen
Senior Financial Analyst

Financial Planning & Analysis

DONG Energy
Tel. +45 99 55 59 50

From: Anne Pontoppidan Sørensen [mailto:aps@fm.dk]
Sent: Monday, October 07, 2013 8:55 AM
To: Andreas Kofoed Larsen
Subject: SV: Pacer: Incitamentsprogram

Hej Andreas

Tak for hurtigt svar - har I mulighed for at give et bud på niveau for resultatløn for de forskellige grupper?

Mvh Anne

Finansministeriet

Anne Pontoppidan Sørensen

Fuldmægtig, 6. kontor

Telefon (+45) 33 92 33 33

Direkte telefon (+45) 33 92 40 74

E-post fm@fm.dk

Personlig e-post aps@fm.dk

Hjemmeside www.fm.dk

Fra: Andreas Kofoed Larsen [mailto:ANKOL@dongenergy.dk]

Sendt: 7. oktober 2013 08:52
Til: Anne Pontoppidan Sørensen
Emne: RE: Pacer: Incitamentsprogram

Hej Anne,

Det er grundløn eksklusiv resultatlø, der er vist.

Mvh

Andreas

Best regards
Andreas Kofoed Larsen
Senior Financial Analyst
Financial Planning & Analysis

DONG Energy
Tel. +45 99 55 59 50

From: Anne Pontoppidan Sørensen [mailto:aps@fm.dk]
Sent: Monday, October 07, 2013 8:16 AM
To: Andreas Kofoed Larsen
Subject: SV: Pacer: Incitamentsprogram

Hej Andreas

Lige et opfølgende spørgsmål herfra - Er lønnen, der opgjort på side 6, inklusiv bonus/resultatløn? Og har I mulighed for at opgøre variabel og fast løn hver for sig?

Mvh Anne

Finansministeriet

Anne Pontoppidan Sørensen

Fuldmægtig, 6. kontor

Telefon (+45) 33 92 33 33

Direkte telefon (+45) 33 92 40 74

E-post fm@fm.dk

Personlig e-post aps@fm.dk

Hjemmeside www.fm.dk

Fra: Andreas Kofoed Larsen [mailto:ANKOL@dongenergy.dk]

Sendt: 20. september 2013 16:11
Til: Anne Pontoppidan Sørensen; Rasmus Lønborg
Cc: Peter Brixen; Henrik Poulsen; Morten Weicher
Emne: Pacer: Incitamentsprogram

Kære Anne og Rasmus,

Vedhæftet er præsentation vedr. incitamentsprogram i forbindelse med Pacer.

I er meget velkomne til at kontakte mig med eventuelle spørgsmål.

Mvh

Andreas

Best regards

Andreas Kofoed Larsen

Senior Financial Analyst

Financial Planning & Analysis

DONG Energy

Nesa Allé 1

2820 Gentofte

Denmark

Tel. +45 99 55 59 50

ankol@dongenergy.dk

www.dongenergy.co.uk

RIGSREVISIONEN



Beretning til Statsrevisorerne om
DONG Energy A/S

Januar
2013

revision

REVISION

REVISION

Indholdsfortegnelse

I.	Introduktion og konklusion	1
II.	Indledning	8
	A. Formål, afgrænsning og metode.....	10
III.	DONG Energy's økonomiske udvikling.....	11
	A. Udviklingen i DONG Energy's nøgletal.....	12
	B. DONG Energy's udbytte og skattebetalinger til den danske stat.....	22
IV.	DONG Energy's investeringer.....	25
	A. DONG Energy's planlægning og gennemførelse af investeringer.....	27
	B. DONG Energy's risikostyring af investeringsniveauet	37
V.	DONG Energy's lønninger, personalegoder mv.....	43
	A. Lønstyring	45
	B. Niveauet i DONG Energy's lønninger og personalegoder	49
	C. Lønudviklingen i DONG Energy.....	57
	D. DONG Energy's anvendelse af bonus.....	59
	E. Bestyrelseshonorarer i DONG Energy.....	61
	F. Ledelses- og administrationsomkostninger	62
	G. Sponsorater	63
VI.	Finansministeriets varetagelse af ejerrollen i DONG Energy.....	65
	Bilag 1. Ordliste.....	74

Rigsrevisionen afgiver denne beretning til Statsrevisorerne i henhold til § 8, stk. 1, og § 17, stk. 2, i rigsrevisorloven, jf. lovbekendtgørelse nr. 101 af 19. januar 2012.

Beretningen vedrører finanslovens § 7. Finansministeriet.

I undersøgelsesperioden har der været følgende ministre:

Thor Pedersen: november 2001 - november 2007
Lars Løkke Rasmussen: november 2007 - april 2009
Claus Hjort Frederiksen: april 2009 - oktober 2011
Bjarne Corydon: oktober 2011 -

I. Introduktion og konklusion

1. Denne beretning handler om DONG Energy A/S (herefter DONG Energy) og er udarbejdet efter, at Statsrevisorerne den 18. januar 2012 bad Rigsrevisionen undersøge forskellige spørgsmål vedrørende DONG Energy's investeringer og lønninger, og hvordan Finansministeriet forvalter rollen som ejer.

DONG Energy i sin nuværende form blev dannet ved en fusion af en række energiselskaber i 2006. DONG Energy driver virksomhed inden for energisektoren og er med en omsætning i 2011 på 56,8 mia. kr. og godt 6.000 ansatte det største statslige aktieselskab. Staten ejer 80 % af aktiekapitalen i DONG Energy, og det er Finansministeriet, der varetager ejerrollen.

DONG Energy har et langsigtet mål om at levere ren og stabil energi. DONG Energy har derfor i de senere år gennemført et omfattende investeringsprogram på mere end 80 mia. kr., der skal bidrage til en transformation af forretningen, hvor selskabet opprioriterer aktiviteter inden for anlæg og drift af havvindmølleparker samt efterforskning efter og produktion af olie og naturgas, mens selskabet nedprioriterer aktiviteter inden for bl.a. drift af traditionelle kraftværker.

2. Formålet med undersøgelsen er at vurdere, om DONG Energy er inde i en positiv økonomisk udvikling og som statsligt aktieselskab drives ud fra skyldige økonomiske hensyn. Formålet er desuden at vurdere, hvordan statens ejerrolle forvaltes. Det har Rigsrevisionen undersøgt ved at besvare følgende spørgsmål:

- Er DONG Energy en solid og rentabel virksomhed?
- Foretager DONG Energy en forsvarlig tilrettelæggelse og risikostyring af investeringerne?
- Er lønninger og personalegoder i DONG Energy på niveau med sammenlignelige virksomheders?
- Sikrer Finansministeriet gennem et aktivt ejerskab statens interesser i DONG Energy?

Undersøgelsen omfatter primært perioden efter fusionen i efteråret 2006, dvs. fra 2007 til 3. kvartal 2012. I forhold til spørgsmålet om DONG Energy's lønninger lægges der dog særlig vægt på perioden 2009-2011.

UNDERSØGELSENS HOVEDKONKLUSION

DONG Energy har siden fusionen i 2006 omlagt selskabets forretningsmodel og gennemført betydelige investeringer inden for særligt havvindmølleparker samt efterforskning efter og produktion af olie og naturgas. Formålet med omlægningen var at skabe vækst og sikre indtjeningsgrundlaget for selskabet i fremtiden. Nogle investeringer er taget i drift, mens andre er under opførelse og forventes at gå i drift i de kommende år.

DONG Energy's soliditet i perioden 2007-2011 har været tilfredsstillende. Selskabets indtjening og rentabilitet har i lighed med andre energiselskaber varieret i perioden. Indtjeningen har – bortset fra i 2008 og 2010 – ikke været tilstrækkelig til at sikre et positivt direkte afkast, der dækker kapitalomkostningerne. I 2012 har det høje investeringsniveau kombineret med faldende indtjening betydet, at selskabet på en række centrale økonomiske parametre og sammenlignet med andre energiselskaber er under pres. Det er derfor afgørende, at selskabets store investeringer – særligt på vindområdet – genererer det forventede afkast i de kommende år.

DONG Energy forventer, at de langsigtede investeringer vil føre til en mærkbar forbedring af selskabets økonomi i de kommende år.

Rigsrevisionen har gennemgået en række af DONG Energy's større investeringer. Gennemgangen har vist, at flere investeringer har eller forventes at føre til en god indtjening. Der er dog også investeringer, hvor DONG Energy har måttet nedjustere forventningerne til den fremtidige indtjening. I enkelte tilfælde får det som konsekvens, at investeringerne ikke forventes at blive rentable. Da de fleste investeringer enten lige er idriftsat eller først idriftsættes de næste 2-3 år, er det efter Rigsrevisionens vurdering endnu for tidligt at vurdere, i hvilket omfang DONG Energy's strategiske vil medføre den ønskede udvikling. Rigsrevisionen skal pege på, at der er risici forbundet med strategien, herunder bl.a. en betydelig konjunkturfølsomhed på energimarkedet, der kan påvirke selskabets udvikling i negativ retning.

Som statsligt aktieselskab har DONG Energy frihed til at tilbyde chefer og medarbejdere konkurrencedygtige lønninger og personalegoder, men selskabet bør ikke være lønførende i forhold til sammenlignelige virksomheder. DONG Energy's direktører og chefer samt en betydelig gruppe medarbejdere, der bl.a. omfatter specialister, har en løn, der ligger under niveauet i sammenlignelige private virksomheder.

DONG Energy's lønforhold er imidlertid på andre områder mere favorable end dem, der tilbydes i sammenlignelige virksomheder. Det gælder særligt for selskabets kontor- og kundeservicemedarbejdere samt faglærte og ufaglærte medarbejdere. Det skyldes bl.a., at selskabet i forbindelse med fusionen overtog medarbejdere med et højt lønniveau fra nogle af de selskaber, der i 2006 blev fusioneret med DONG. Det var hensigten, at lønniveauet for disse grupper skulle tilpasses det øvrige arbejdsmarked ved en forholdsvist lav lønstigning. Rigsrevisionen kan dog konstatere, at processen 6 år efter fusionen endnu ikke er tilendebragt.

Finansministeriet har i hele perioden forholdt sig til DONG Energy's overordnede økonomiske udvikling og valg af en kompetent bestyrelse samt deltaget i selskabets generalforsamlinger. Ejerskabet er varetaget ud fra et princip om, at selskabet så vidt muligt skal drives på kommercielle vilkår, idet investeringer kun skal foretages på markedsmæssige vilkår. Men der er dog fra statens side en forventning om, at DONG Energy optræder som en aktiv aktør på det danske marked.

Finansministeriet var meget aktiv i forbindelse med fusionen i 2006, der mundedede ud i, at 6 selskaber fusionerede til DONG Energy. Det samme var ministeriet i forbindelse med forberedelsen af børsnoteringen.

Efter aflysningen af børsnoteringen i januar 2008 indtog Finansministeriet som ejer en mere afventende position frem til ultimo 2010. Rigsrevisionen finder, at ministeriet i den sidste del af denne periode ikke levede op til de forventninger, der er til den aktive statslige ejerrolle, henset til de omfattende investeringer, selskabet foretog, og givet de risici, selskabet dermed løb på ejerens vegne.

I 2011 og 2012 har Finansministeriet igen spillet en mere aktiv rolle og intensiveret dialogen med DONG Energy.

Hovedkonklusionen er baseret på følgende delkonklusioner:

Er DONG Energy en solid og rentabel virksomhed?

Rigsrevisionens undersøgelse har vist, at DONG Energy's soliditet i perioden 2007-2011 har været tilfredsstillende. Selskabets indtjening og rentabilitet har varieret i perioden. Indtjeningen har – bortset fra i 2008 og 2010 – ikke været tilstrækkelig til at sikre et afkast, der dækker kapitalomkostningerne. Det må imidlertid forventes, at afkastet af investeret kapital i en periode med højt investeringsniveau vil være relativt lav, men stige med tiden.

I 2012 er DONG Energy's indtjening og soliditet blevet forringet, og kreditbureauet Standard & Poor's – det ene af ratingbureauerne, der følger DONG Energy – har nedjusteret sin rating af selskabet. Den nye rating lever dog fortsat op til DONG Energy's målsætning om en minimumsrating på BBB+. Selskabets indtjening fra handel med energi på de europæiske markeder er stærkt faldende. I 2012 gælder det for alle selskabets forretningsområder, at omkostningerne til den investerede kapital er større end afkastet fra disse investeringer. Sammenlignet med 8 andre energiselskaber har DONG Energy haft en særlig negativ økonomisk udvikling i 2012. DONG Energy har oplyst, at 2012 er et særligt presset år for selskabet, dels som følge af markedssituationen og tabsgivende naturgaskontrakter i Tyskland, dels som følge af store investeringer, der endnu ikke er sat i drift og dermed ikke har genereret indtjening. DONG Energy har oplyst, at selskabet forventer, at de omfattende investeringer vil skabe et positivt afkast i de kommende år.

Foretager DONG Energy en forsvarlig tilrettelæggelse og risikostyring af investeringerne?

Rigsrevisionen har gennemgået DONG Energy's tilrettelæggelse og risikostyring i forhold til 8 større investeringsprojekter samt koncernens samlede investeringsniveau.

8 udvalgte investeringer

Det er Rigsrevisionens vurdering, at flertallet af de 8 investeringsprojekter er forsvarligt tilrettelagt. DONG Energy's risikostyring i forhold til nogle af projekterne har imidlertid ikke været fuldt tilstrækkelig.

Investeringsprojekterne er alle godkendt af bestyrelsen og iværksat som led i gennemførelsen af DONG Energy's strategi frem mod 2015. Projekterne dækker mere end halvdelen af DONG Energy's større investeringer, som er gået i drift i 2010 og 2011.

Rigsrevisionens undersøgelse har vist, at flertallet af de gennemgåede investeringsprojekter bygger på dækkende beslutningsgrundlag og er gennemført som planlagt. Undersøgelsen har dog også vist eksempler på, at grundlaget for og styringen af investeringerne har haft mangler.

Ét projekt og 2 af aftalerne om frasalg er således besluttet på baggrund af indstillingsmateriale, der ikke i tilstrækkelig grad har beskrevet risici forbundet med investeringerne og frasalgene. Samtidig er budgettet i mere end halvdelen af de gennemgåede projekter overskredet. Ved 2 projekter har der været et mindreforbrug på henholdsvis 4 % og 11 %. Budgetoverskridelserne har varieret mellem 6 % og 52 %. Overskridelsen på 52 % vedrørte et mindre forskningsprojekt med et budget på 325 mio. kr. Beløbsmæssigt udgør den største overskridelse ca. 960 mio. kr.

Investeringsprojekterne skal tjene sig hjem over en 20-30-årig periode. Afkastet af projekterne kan derfor ikke endeligt opgøres endnu. DONG Energy's foreløbige beregninger viser, at de gennemgåede projekter inden for olieefterforskning og vindenergi forventes at skabe et godt afkast for DONG Energy. Andre projekter forventes imidlertid ifølge DONG Energy at medføre lavere indtjening end forventet eller direkte tab.

DONG Energy's samlede investeringsniveau

Det er Rigsrevisionens vurdering, at DONG Energy's risikostyring i forhold til koncernens samlede investeringsniveau ikke har været fuldt tilstrækkelig, idet der ikke har været indbygget tilstrækkelige risikomarginer til at imødegå de udfordringer, som er opstået i 2012.

DONG Energy's bestyrelse har i perioden 2007-2012 fulgt op på, at investeringsniveauet ligger inden for DONG Energy's finansielle råderum. Dette er særligt sket med udgangspunkt i DONG Energy's finansielle målsætning, der sætter klare grænser for, hvor meget gælden må overstige indtjeningen.

Bestyrelsen har flere gange udtrykt bekymring for DONG Energy's investeringsniveau, ikke mindst på vindområdet. Bestyrelsen har som følge heraf taget flere aktive initiativer til at sikre et investeringsniveau, der lever op til DONG Energy's grænser. Bestyrelsen har dog samtidig frem til 2011 lagt vægt på at fastholde investeringsniveauet, der er fastlagt i DONG Energy's strategi. I 2011 og 2012 har bestyrelsen udskudt investeringsbeslutninger som følge af den økonomiske situation og afvist 2 investeringsoplæg, der lå uden for DONG Energy's strategiske fokusområde.

Rigsrevisionens undersøgelse har vist, at styringen af DONG Energy's investeringer frem til 2011 har medført, at selskabets gæld – set i forhold til indtjeningen – har været under eller på niveau med den maksimumgrænse, som selskabet har vedtaget. I 2012 overskrides maksimum – og dermed DONG Energy's egen grænse – væsentligt for, hvad der er et forsvarligt investeringsomfang.

Problemerne i 2012 skyldes regnskabsmæssige hensættelser til fremtidige tab på naturgaskontrakter og lavere eller forsinket indtjening fra nogle af koncernens store investeringer. Økonomien i 2012 er imidlertid også påvirket af, at flere af DONG Energy's frasalge er blevet forsinket eller har indbragt mindre end forventet. DONG Energy har i 2011 og 2012 budgetteret med, at investeringerne delvist kunne finansieres af frasalge af aktiviteter og ejerandele i projekterne. Frasalgene forventedes at indbringe et større milliardbeløb. Frasalgsplanerne har imidlertid ikke i alle tilfælde været tilstrækkeligt underbyggede, og en væsentlig del af den forventede finansiering herfra er blevet forsinket eller har været lavere end budgetteret.

Er lønninger og personalegoder i DONG Energy på niveau med sammenlignelige virksomheders?

Bestyrelsen og ledelsen i DONG Energy iværksatte ved fusionen i 2006 en proces, der skulle sikre en harmonisering af løn- og ansættelsesvilkår i selskabet. Ifølge DONG Energy havde nogle medarbejdergrupper fra de tidligere selskaber et relativt højt lønniveau. Det var derfor målsætningen at tilpasse sig det øvrige arbejdsmarked ved at reducere lønstigningsakten for disse grupper.

Til brug for lønstyringen har DONG Energy udarbejdet retningslinjer for løn- og ansættelsesvilkår, personalegoder mv., der bl.a. skal medvirke til at sikre, at selskabet kan tilbyde en konkurrencedygtig løn uden at blive lønførende. DONG Energy gennemfører systematiske benchmarks af løn for udvalgte grupper af chefer og medarbejdere, svarende til ca. 1/5 af selskabets ansatte. DONG Energy's systematiske benchmarks omfatter chefgruppen og grupper af medarbejdere inden for Exploration & Production og Energy Markets, hvor lønnen i et vist omfang er bestemt af et internationalt arbejdsmarked. Herudover foretager selskabet benchmarks på ad hoc-basis. Rigsrevisionen finder, at DONG Energy bør udvide anvendelsen af systematiske benchmarks, så det bliver muligt at overvåge lønniveauet for alle væsentlige grupper af chefer og medarbejdere med henblik på at sikre, at selskabet ikke er lønførende.

Rigsrevisionen har gennemgået DONG Energy's benchmarks af lønniveauet vedrørende chefgruppen og grupper af medarbejdere inden for Exploration & Production og Energy Markets. Herudover har Rigsrevisionen fået forelagt resultatet af undersøgelser vedrørende medarbejdere i vindafdelingen, indkøbsfunktionen og Risk & Treasury Management. Disse undersøgelser viste, at såvel chefgruppens 292 chefer som ca. 840 mellemledere og medarbejdere, der varetager funktioner, hvor lønnen skal sammenlignes med et internationalt arbejdsmarked, havde et lønniveau, der lå under niveauet i sammenlignelige virksomheder.

Rigsrevisionens egne analyser af DONG Energy's lønniveau viste, at bl.a. kontor- og kundeservicemedarbejdere samt faglærte og ufaglærte medarbejdere i DONG Energy – der udgør ca. 1/3 af selskabets medarbejdere – i 2011 lå på et højere lønniveau end det, der tilbydes i sammenlignelige virksomheder på det danske arbejdsmarked. Der er endvidere indikationer på, at de mellemledere, hvor lønnen skal sammenlignes med det danske arbejdsmarked, har et lønniveau, der ligger lidt over det øvrige arbejdsmarked.

Med hensyn til bestyrelsesaflønningen kan Rigsrevisionen konstatere, at bestyrelsesmedlemmeme ligger under niveauet sammenlignet med virksomheder i C20-indekset.

Rigsrevisionens undersøgelse af *lønudviklingen* i DONG Energy har vist, at chefgruppen i perioden 2008-2011 havde en højere lønudvikling end det øvrige arbejdsmarked. Chefgruppens lønudvikling skal ses i sammenhæng med, at lønnen for denne gruppe lå under niveauet i sammenlignelige virksomheder. Gruppen af faglærte og ufaglærte medarbejdere samt funktionærer har ligeledes i perioden en højere lønudvikling end det øvrige arbejdsmarked på grund af bl.a. en 2-årig overenskomst i 2008. DONG Energy reducerede i 2010 lønstigningstakten for disse grupper, mens stigningen i 2011 lå lidt over det øvrige arbejdsmarked. Faglærte og ufaglærte medarbejdere samt funktionærer har af historiske årsager et højere lønniveau end det øvrige arbejdsmarked. Rigsrevisionen kan konstatere, at det – bl.a. på grund af en lavere lønudvikling efter finanskrisen – ikke er lykkedes for DONG Energy at tilpasse lønniveauet til det øvrige arbejdsmarked ved hjælp af mindre lønstigninger end markedet. Gruppen af ledere og akademikere, der i 2011 udgjorde ca. 60 % af DONG Energy's medarbejdere, havde en lønudvikling under det øvrige arbejdsmarked.

DONG Energy har fastsat et loft for bonusudbetalinger til chefer og medarbejdere på 25-30 % af grundlønnen. Det er imidlertid muligt herudover at modtage engangsvederlag på op til en månedsløn. Denne grænse kan overskrides, men det kræver dog for koncerndelelse og direktion godkendelse fra bestyrelsen og for øvrige medarbejdere godkendelse i henhold til "bedstefarprincippet", dvs. godkendelse fra en chef 2 trin højere oppe i hierarkiet. Rigsrevisionens undersøgelse har vist, at 5-11 % af cheferne i perioden 2009-2011 har modtaget bonus og vederlag, der samlet overstiger 25-30 % af deres grundløn.

Rigsrevisionen finder det uhensigtsmæssigt, at DONG Energy ikke har kunnet opgøre omkostninger til ledelse og administration præcist, og at selskabet som led i en omlægning af resultatopgørelsen ikke kan opgøre omkostningerne hertil for 2011 og 2012. DONG Energy har oplyst, at selskabet ved omlægningen følger omkostninger til ledelse og administration gennem benchmarks på udvalgte områder med sammenlignelige virksomheder inden for branchen.

Sikrer Finansministeriet gennem et aktivt ejerskab statens interesser i DONG Energy?

Finansministeriet har i perioden 2007-2012 forholdt sig til DONG Energy's overordnede økonomiske udvikling, valg af en kompetent bestyrelse og en række andre forhold af betydning for selskabet, herunder udbyttepolitik.

Med hensyn til selskabets strategiske udvikling har Finansministeriet endvidere i tiden frem til januar 2008, hvor den planlagte børsnotering blev stillet i bero, og igen fra 2011 forholdt sig aktivt til selskabets udvikling. I perioden efter, at børsnoteringen blev stillet i bero, var dialogen mellem Finansministeriet og DONG Energy om selskabets udvikling, strategi mv. imidlertid begrænset. Det skyldtes ifølge ministeriet, at selskabets beslutninger i væsentlig grad udmøntede den strategi, der var aftalt i forbindelse med forberedelsen af børsnoteringen.

I perioden fra 2008 til udgangen af 2010 indtog Finansministeriet således en mere afventende position. DONG Energy iværksatte i denne periode et omfattende investeringsprogram med vidtrækkende betydning for selskabets økonomi. Strategien og investeringsprogrammet har medført øgede risici for staten.

Om end DONG Energy's beslutninger i vidt omfang lå i forlængelse af den strategi, der var aftalt i forbindelse med forberedelsen af børsnoteringen, finder Rigsrevisionen, at Finansministeriet tidligere – og senest i løbet af 2010, da udsigterne til en børsnotering ikke længere var til stede – burde have intensiveret dialogen med DONG Energy om selskabets udvikling, idet den manglende børsnotering betød, at der var behov for at få defineret en ny ejerordsorden i forhold til selskabet. Hertil kommer, at DONG Energy's investeringsprogram som nævnt har haft vidtrækkende betydning for selskabets økonomi, og at selskabet voksede betydeligt i denne periode.

II. Indledning

3. Statsrevisorerne anmodede på deres møde den 18. januar 2012 Rigsrevisionen om at undersøge en række spørgsmål vedrørende DONG Energy. Statsrevisorernes spørgsmål fremgår af boks 1, som også henviser til de specifikke kapitler i beretningen, hvor spørgsmålene bliver besvaret.

BOKS 1. STATSREVISORERNES SPØRGSMÅL

1. Hvordan varetager staten ejerrollen – fx hvordan er man repræsenteret i DONG Energy's bestyrelse og til generalforsamlinger, og hvordan sikrer man selskabets samfundsansvar?	Kap. VI
2. Har ejerrollen ændret sig over tid – fx i bestræbelserne på at gøre DONG Energy salgbar?	Kap. VI
3. I hvilken udstrækning drives DONG Energy's virksomhed omkostningseffektivt – dvs. hvordan tages der skyldige økonomiske hensyn ved investeringer, anskaffelser, aflønning af personale, personalegoder mv.?	Kap. IV og V
4. Hvordan er DONG Energy's lønninger og omkostninger samt styring heraf sammenlignet med andre statslige selskaber?	Kap. V
5. Hvordan er DONG Energy's energipriser (inkl. priser på grøn energi) i forhold til andre udbydere på det danske marked og sammenlignet med udenlandske energipriser?	Afreporteres i en separat undersøgelse
6. Hvordan har DONG Energy i sin levetid bidraget med skat, kulbrinteskot og udbytte til staten?	Kap. III
7. Hvordan har DONG Energy's bidrag til staten udviklet sig, og hvilke faktorer har påvirket bidragets størrelse?	Kap. III

4. Rigsrevisor afgav i april 2012 et notat til Statsrevisorerne, hvor der blev redegjort for tilrettelæggelsen af undersøgelsen med henblik på at besvare Statsrevisorernes spørgsmål. Det fremgår af notatet, at Statsrevisorernes anmodning besvares i 2 separate beretningsundersøgelser. Statsrevisorerne tiltrådte Rigsrevisionens notat. Det betyder, at spørgsmål 5 om DONG Energy's energipriser i forhold til andre udbydere behandles i en særskilt undersøgelse om prisdannelsen på elmarkedet, herunder DONG Energy's priser. Undersøgelsen forventes afgivet i foråret 2013.

5. DONG Energy's regnskaber revideres af en privat revisor, men Rigsrevisionen har i medfør af rigsrevisorlovens § 4, stk. 2, adgang til at kræve regnskaber til gennemgang direkte fra selskabet. Ved gennemgangen af regnskabet er det, jf. rigsrevisorlovens § 6, bl.a. Rigsrevisionens opgave at vurdere, om der er taget skyldige økonomiske hensyn ved forvaltningen af midlerne.

DONG Energy's private revisor har i perioden 2007-2011 afgivet påtegning på regnskaberne uden forbehold eller supplerende oplysninger. I 2011 har der i 2 kvartalsrapporteringer været anbefalinger fra revisor vedrørende de regnskabsmæssige forretningsgange og procedurer på Wind Power-området, der har været det hurtigst voksende område i DONG Energy. Revisor har som led i revisionen gennemført stikprøver af udvalgte medarbejderes lønninger. Stikprøverne har ikke givet revisor anledning til bemærkninger.

6. DONG Energy er resultatet af en fusion fra 2006, hvor DONG blev lagt sammen med 5 andre energiselskaber: Elsam, Energi E2, NESA, Københavns Energi (elaktiviteterne) og Frederiksberg Forsyning (elaktiviteterne). Fusionen førte til en markant stigning i DONG Energy's omsætning og investeringer. DONG Energy er en koncern, der har et betydeligt antal datterselskaber. Koncernens forretningsaktiviteter er fordelt på 5 forretningsområder:

- Exploration & Production (E&P) – efterforskning efter og produktion af olie og naturgas
- Wind Power – udvikling, opførelse og drift af havvindmøller
- Thermal Power – produktion af el og varme på kraftværker
- Energy Markets – handel med energi på europæiske markeder
- Sales & Distribution (S&D) – salg og distribution af el og naturgas (fortrinsvist i København og Nordsjælland).

DONG Energy driver forretning ud fra et langsigtet mål om frem til 2020 at halvere udledningen af CO₂ fra el- og varmeproduktion i forhold til 2006 kombineret med en fordobling i indtjeningen fra 2009 til 2015. DONG Energy har i de senere år fulgt en strategi, der indebærer investeringer inden for vedvarende energi, herunder særligt projektering, konstruktion, opførelse og drift af havvindmølleparker. Herudover prioriterer DONG Energy fortsat efterforskning efter og produktion af olie og naturgas højt.

7. Tabel 1 viser væsentlige nøgletal vedrørende DONG Energy for perioden 2007-2011.

Tabel 1. Væsentlige nøgletal vedrørende DONG Energy for perioden 2007-2011 (Mia. kr.)

	2007	2008	2009	2010	2011
Omsætning	41,3	60,6	49,6	54,6	56,8
Resultat før renter, skat og af- og nedskrivninger (EBITDA)	9,3	13,4	9,3	14,1	13,8
Resultat før renter og skat (EBIT)	4,5	7,8	4,2	8,1	6,1
Resultat efter skat	3,0	4,7	1,5	4,5	2,9
Aktiver	89,7	106,1	120,6	137,3	154,1
Rentebærende gæld	18,2	19,3	35,9	38,4	41,0
Bruttoinvesteringer	17,5	11,1	18,1	15,7	18,5
Antal medarbejdere	5.042	5.644	5.865	5.874	6.098 ¹⁾

¹⁾ Det seneste tal for antal medarbejdere i DONG Energy fremgår af kvartalsrapporten for 3. kvartal 2012. Tallet er 6.981.

Kilde: Koncernårsrapporter fra DONG Energy for 2007-2011.

A. Formål, afgrænsning og metode

Formål

8. Formålet med undersøgelsen er at vurdere, om DONG Energy er inde i en positiv økonomisk udvikling og som statsligt aktieselskab drives ud fra skyldige økonomiske hensyn. Formålet er desuden at vurdere, hvordan statens ejerrolle forvaltes. Det har Rigsrevisionen undersøgt ved at besvare følgende spørgsmål:

- Er DONG Energy en solid og rentabel virksomhed?
- Foretager DONG Energy en forsvarlig tilrettelæggelse og risikostyring af investeringerne?
- Er lønninger og personalegoder i DONG Energy på niveau med sammenlignelige virksomheders?
- Sikrer Finansministeriet gennem et aktivt ejerskab statens interesser i DONG Energy?

Afgrænsning og metode

9. Undersøgelsen omfatter primært perioden efter fusionen i efteråret 2006, dvs. fra 2007 til 3. kvartal 2012. I forhold til spørgsmålet om DONG Energy's lønninger lægges der dog særlig vægt på perioden 2009-2011. Det skyldes, at lønsystemerne fra de fusionerede selskaber blev teknisk sammenlagt i 2009, og det har først været muligt at få ensartede løndata fra dette tidspunkt.

10. Undersøgelsen er baseret på gennemgang af offentligt tilgængeligt materiale, fx årsrapporter og kvartalsrapporter. Undersøgelsen er imidlertid også baseret på et omfattende sagsmateriale, der er kommercielt fortroligt. Det drejer sig bl.a. om referater fra bestyrelsesmøder og ledelsesmøder i DONG Energy, businesscases, nøgletalsberegninger, interne periode-rapporter, budgetter, detaljerede lønoplysninger/-statistikker og et omfattende materiale vedrørende DONG Energy's interne politikker og procedurer. Rigsrevisionen har desuden haft adgang til at gennemgå Finansministeriets sager vedrørende ejerskabet af DONG Energy. Rigsrevisionen har endvidere haft drøftelser med nøglepersoner fra DONG Energy og Finansministeriet.

11. Til brug for vurderingerne af, om DONG Energy er en solid og rentabel virksomhed (kap. III) og DONG Energy's investeringer (kap. IV), har Rigsrevisionen gjort brug af ekstern ekspertbistand.

12. Efter Statsrevisorernes anmodning var der betydeligt offentligt fokus på DONG Energy's ledelse og virksomhed i forbindelse med, at DONG Energy's administrerende direktør i marts 2012 fratrådte sin stilling. I den forbindelse blev der gennemført 2 advokatundersøgelser af direktørens dispositioner i relation til nogle få udvalgte medarbejders løn- og ansættelsesvilkår. Advokatundersøgelserne er blevet efterfulgt af en voldgiftssag. Rigsrevisionen er bekendt med indholdet i advokatundersøgelserne og hovedelementerne i de forhold, som er genstand for voldgiftssagen. Der er ikke i Rigsrevisionens undersøgelse foretaget juridiske vurderinger af de forhold, som er genstand for voldgiftssagen.

13. Beretningen, herunder de dele af undersøgelsen, der er baseret på fortroligt materiale, har i udkast været forelagt DONG Energy's bestyrelse og direktion, ligesom Finansministeriet har haft udkastet til beretningen i høring. Bemærkninger herfra er i videst muligt omfang indarbejdet.

14. Bilag 1 indeholder en ordliste, der forklarer udvalgte ord og begreber.

III. DONG Energy's økonomiske udvikling

Rigsrevisionens undersøgelse har vist, at DONG Energy's soliditet i perioden 2007-2011 har været tilfredsstillende. Selskabets indtjening og rentabilitet har varieret i perioden. Indtjeningen har – bortset fra i 2008 og 2010 – ikke været tilstrækkelig til at sikre et afkast, der dækker kapitalomkostningerne. Det må imidlertid forventes, at afkastet af investeret kapital i en periode med højt investeringsniveau vil være relativt lav, men stige med tiden.

I 2012 er DONG Energy's indtjening og soliditet blevet forringet, og kreditleureauet Standard & Poor's – det ene af ratingbureauerne, der følger DONG Energy – har nedjusteret sin rating af selskabet. Den nye rating lever dog fortsat op til DONG Energy's målsætning om en minimumsrating på BBB+. Selskabets indtjening fra handel med energi på de europæiske markeder er stærkt faldende. I 2012 gælder det for alle selskabets forretningsområder, at omkostningerne til den investerede kapital er større end afkastet fra disse investeringer. Sammenlignet med 8 andre energiselskaber har DONG Energy haft en særlig negativ økonomisk udvikling i 2012. DONG Energy har oplyst, at 2012 er et særligt presset år for selskabet, dels som følge af markedssituationen og tabsgivende naturgaskontrakter i Tyskland, dels som følge af store investeringer, der endnu ikke er sat i drift og dermed ikke har genereret indtjening. DONG Energy har oplyst, at selskabet forventer, at de omfattende investeringer vil skabe et positivt afkast i de kommende år.

15. I dette kapitel vurderer Rigsrevisionen, om DONG Energy overordnet set er en solid og rentabel virksomhed. Udgangspunktet for denne del af undersøgelsen er, at DONG Energy er et statsligt aktieselskab. Selv om der er tale om et statsligt aktieselskab, udøves selskabets virksomhed i hovedsagen under de samme vilkår som ethvert andet aktieselskab.

I denne del af undersøgelsen har Rigsrevisionen foretaget en gennemgang og vurdering af DONG Energy's nøgletal for at vurdere, om selskabet over tid og sammenlignet med andre energiselskaber er inde i en god økonomisk udvikling med hensyn til indtjening, rentabilitet og soliditet. Rigsrevisionen har desuden kortlagt DONG Energy's økonomiske bidrag til staten.

A. Udviklingen i DONG Energy's nøgletal

16. Rigsrevisionens undersøgelse af udviklingen i DONG Energy's nøgletal har vist følgende:

Indtjening

- DONG Energy's nettoomsætning steg fra ca. 41 mia. kr. i 2007 til ca. 57 mia. kr. i 2011. DONG Energy's nettoomsætning for de første 9 måneder i 2012 ligger ca. 25 % over nettoomsætningen for samme periode i 2011.
- DONG Energy's indtjening har varieret betydeligt i perioden. I 2007 udgjorde indtjeningen ca. 9,3 mia. kr., mens indtjeningen i 2010 nåede sit hidtil højeste niveau på ca. 14 mia. kr. Efter 3. kvartal 2012 er indtjeningen 6,7 mia. kr., hvilket er 43 % lavere end for den tilsvarende periode i 2011. Stigningen i DONG Energy's nettoomsætning i 2012 har dermed ikke været modsvaret af en tilsvarende stigning i indtjeningen.

Rentabilitet og soliditet

- DONG Energy's rentabilitet har i perioden 2007-2011 varieret mellem 5,5 % og 11,6 %. I løbet af 2012 har der været en negativ udvikling, idet rentabiliteten efter de første 3 kvartaler udgør +5,5 %. Rigsrevisionen kan konstatere, at DONG Energy alene i 2008 og 2010 har haft en rentabilitet, der er højere end de gennemsnitlige kapitalomkostninger for selskabet. Dette skal dog ses i sammenhæng med selskabets betydelige investeringer.
- DONG Energy's soliditet har i perioden 2007-2011 haft en vigende tendens, men har været på et tilfredsstillende niveau. DONG Energy's soliditetsgrad udgjorde ca. 47 % i 2007 og ca. 37 % i perioden 2009-2011. I 2012 er soliditetsgraden faldet til ca. 32 %.
- DONG Energy's kreditværdighed bliver løbende vurderet af flere kreditvurderingsbureauer. Bureauerne tildeler selskabet en rating. DONG Energy har frem til 2011 opnået ratings, der er over eller på niveau med selskabets målsætning. I 2012 er selskabets rating blevet nedjusteret hos et af bureauerne. Den nye rating lever dog fortsat op til DONG Energy's målsætning om en minimumsrating på BBB+. Et andet bureau har varslet en mulig nedjustering.
- DONG Energy har oplyst, at 2012 er et særligt vanskeligt år for selskabet, og at den negative udvikling bl.a. skyldes svigtende indtægter som følge af markedssituationen, tabsgivende gaslagerkontrakter i Tyskland og engangsforhold i form af store nedskrivninger.

Benchmark med andre energiselskaber

- Sammenligningen af DONG Energy's indtjening i forhold til nettoomsætningen placerer selskabet i den bedre halvdel frem til 2011. Sammenlignes selskabernes rentabilitet, har DONG Energy imidlertid ligget forholdsvis lavt i hele perioden, hvilket bl.a. skyldes selskabets høje investeringsniveau.
- I forhold til de øvrige energiselskaber har DONG Energy's rating været omkring eller lidt under gennemsnittet frem til 2011.
- I 2012 er selskabets placering i forhold til sammenlignelige selskaber blevet forringet på alle områder som følge af den negative udvikling i økonomien i 2012.

17. Rigsrevisionen har på grundlag af en analyse af en række centrale nøgletal undersøgt, om DONG Energy i de senere år har været inde i en positiv økonomisk udvikling. Rigsrevisionen har vurderet udviklingen i selskabets nøgletal i perioden 2007-2011, ligesom Rigsrevisionen også på grundlag af det seneste kvartalsregnskab har vurderet udviklingen i de første 3 kvartaler af 2012. Herudover har Rigsrevisionen sammenlignet DONG Energy's økonomi med 8 andre europæiske energiselskaber. Selskaberne er præsenteret i tabel 2.

Indtjening opgøres ved målet EBITDA, der udtrykker indtjening før renter, skat, afskrivninger og nedskrivninger.

Rentabilitet er et udtryk for afkast af investeret kapital. Som udtryk for rentabilitet anvendes nøgletallet ROCE, der viser forholdet mellem resultat af primær drift og den gennemsnitligt investerede kapital.

Kapitalomkostninger opgøres ved nøgletallet WACC - de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger. I WACC indgår både forrentning af lånt kapital og krav til afkast på egenkapitalen.

Soliditet udtrykker en virksomheds evne til at bære tab. Soliditetsgraden udtrykker, hvor stor en andel egenkapitalen udgør af de samlede aktiver.

Tabel 2. Præsentation af de 9 energiselskaber, der indgår i benchmarket

	Statsligt ejerskab	Offshore vindenergi	Vand- og atomkraft	Efterforskning efter og produktion af olie og naturgas	Nettoomsætning i 2011
DONG Energy	80 %	Ja	Nej	Ja	56,8 mia. kr.
Centrica (engelsk)	0 %	Ja	Atomkraft	Ja	203,1 mia. kr.
EDF (fransk)	84 %	Ja	Ja	Nej	485,5 mia. kr.
E.ON (tysk)	0 %	Ja	Atomkraft	Ja	839,7 mia. kr.
Fortum (finsk)	50 %	Nej	Ja	Nej	45,8 mia. kr.
Iberdrola (spansk)	0 %	Ja	Ja	Nej	235,3 mia. kr.
RWE (tysk)	0 %	Ja	Atomkraft	Ja	384,2 mia. kr.
Statkraft (norsk)	100 %	Ja	Vandkraft	Nej	21,4 mia. kr.
Vattenfall (svensk)	100 %	Ja	Ja	Nej	151,0 mia. kr.

Note: Valutakurser, der ligger til grund for beregning for nettoomsætningen, er fra Nationalbanken ultimo 2010 og 2011.

Kilde: Selskabernes årsrapporter og hjemmesider samt materiale fra DONG Energy.

Det fremgår af tabel 2, at DONG Energy og 4 andre af de udvalgte energiselskaber er helt eller delvist ejet af staten, mens 4 selskaber er rent privatejet. Alle selskaberne – bortset fra Fortum – tjener penge på offshore vindenergi, og ca. halvdelen af selskaberne har indtjening fra efterforskning efter og produktion af olie og naturgas. Bortset fra DONG Energy har alle selskaber adgang til enten vandkraft eller atomkraft – og flere til begge dele. Begge disse produktionsformer har relativt lave marginalomkostninger. Det fremgår af tabellen, at DONG Energy målt på nettoomsætningen er et af de mindre energiselskaber. Særligt E.ON, EDF, RWE og Iberdrola har en nettoomsætning, der er mange gange større end DONG Energy's. DONG Energy tilhører sammen med Fortum og Statkraft gruppen af mindre selskaber.

Vækst og indtjening

18. DONG Energy har oplyst, at det fra starten af 00'erne stod klart, at selskabet uden en omlægning af aktiviteterne over tid ikke længere ville have en bæredygtig forretningsmodel. Det skyldtes bl.a. liberaliseringen af det danske energimarked, og at de rettigheder, selskabet havde til at købe og videresælge naturgas fra Nordsøen, ville løbe ud. Indtjeningen fra kraftværkerne var også svindende som konsekvens af billig el fra vandkraft fra Norge, og DONG Energy måtte forvente, at bortfaldet af gratis CO₂-kvoter fra 2013 ville få en negativ effekt på selskabets fremtidige indtjeningsmuligheder. DONG Energy besluttede i lyset af denne situation at målrette virksomhedens strategi mod 3 områder:

- projektering, konstruktion, opførelse og drift af havvindmølleparker
- efterforskning efter og produktion af olie og naturgas
- konvertering af kulfyrede kraftværker til biomasse.

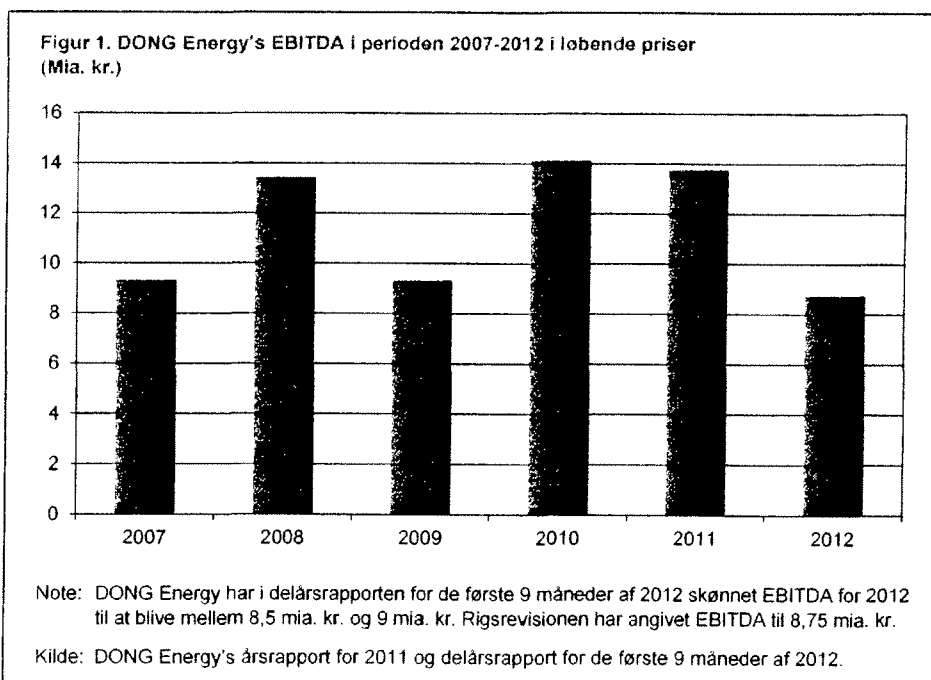
Det er DONG Energy's vurdering, at vækst- og indtjeningspotentialet for vindenergi og efterforskning efter og produktion af olie og naturgas er stort, hvilket har medført meget store investeringer i disse områder. DONG Energy's overordnede målsætninger fra 2010 fremgår af boks 2.

BOKS 2. DONG ENERGY'S OVERORDNEDE MÅLSÆTNINGER FRA 2010

Den udledte CO₂ pr. produceret kWh skal halveres i 2020 i forhold til 2006. Denne målsætning skal bl.a. nås gennem en omstilling af DONG Energy's elproduktion fra fossil til vedvarende energi. DONG Energy vil opretholde sin position som markedsledende energiproducent i Danmark, men afhængigheden af det danske marked skal reduceres via øget tilstedeværelse på det nordvesteuropæiske marked. I 2009 var 91 % af DONG Energy's kapacitet til elproduktion placeret i Danmark. Den danske andel var reduceret til 67 % i 2011, og den forventes at udgøre lidt over halvdelen af kapaciteten i 2015. DONG Energy har i sin overordnede strategi fastsat en målsætning om at opnå en fordobling i EBITDA i 2015 i forhold til 2009. For at nå dette mål skal DONG Energy's EBITDA i 2015 nå 17,6 mia. kr.

DONG Energy's nettoomsætning voksede fra ca. 41 mia. kr. i 2007 til ca. 60 mia. kr. i 2008. I DONG Energy's årsrapport fra 2008 forklares stigningen i nettoomsætningen med højere gennemsnitlige salgspriser for olie, naturgas og el samt en forøgelse af olie- og naturgasproduktion med 65 % i forhold til 2007. I 2009 faldt selskabets omsætning som følge af den finansielle krise, der reducerede efterspørgslen og dermed priserne på bl.a. el og naturgas. I perioden 2009-2011 havde DONG Energy en mere stabil udvikling, hvor nettoomsætningen steg fra ca. 50 mia. kr. i 2009 til ca. 57 mia. kr. i 2011. Ved regnskabsafslæggelsen efter 3. kvartal 2012 kunne DONG Energy vise en nettoomsætning på godt 51 mia. kr., hvilket var en stigning på 25 % i forhold til 3. kvartal 2011. Stigningen var især begrundet i et højere gas- og elsalg.

19. DONG Energy lægger vægt på udviklingen i selskabets indtjening udtrykt ved EBITDA. Figur 1 viser DONG Energy's EBITDA i perioden 2007-2012.

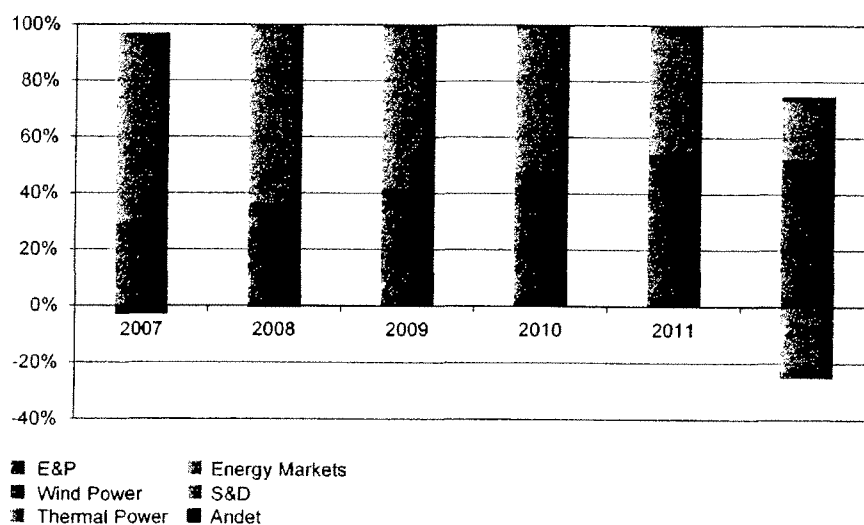


DONG Energy har i årsrapporterne bl.a. forklaret udviklingen fra 2007 til 2008 med en stigning i markedspriserne, der i overensstemmelse med forventningerne falder i 2009, bl.a. på grund af faldende markedspriser på olie og gas. EBITDA var i 2010 positivt påvirket af højere energipriser, omkostningsreduktioner samt nye og udvidede aktiviteter vedrørende havvindmølleparker og olieletter. I 2011 oplevede DONG Energy – bl.a. på grund af en lavere indtjening på gassalg på fastpris- og olieindekserede kontrakter – et mindre fald i EBITDA i forhold til 2010.

20. Det fremgår af årsrapporten for 2011, at DONG Energy forventede, at EBITDA i 2012 ville være på niveau med 2011. DONG Energy's delårsrapport for de første 9 måneder af 2012 viser imidlertid, at selskabets EBITDA udgør 6,7 mia. kr., hvilket svarer til 43 % under resultatet for de første 9 måneder af 2011. Samlet skønner DONG Energy EBITDA for 2012 til at blive mellem 8,5 mia. kr. og 9 mia. kr. Faldet i selskabets indtjening vedrører langt overvejende forretningsområdet Energy Markets, hvor EBITDA er reduceret med 5,7 mia. kr. til +3,4 mia. kr. Resultatet er også påvirket af hensættelser på 2,9 mia. kr., der vedrører 3 langsigtede, tabsgivende gaslagerkontrakter i Tyskland og en kontrakt på kapacitet i LNG-terminalen i Holland. De 3 gaslagerkontrakter i Tyskland var indgået i 2006 og 2007. DONG Energy har til delårsrapporten for de første 9 måneder af 2012 oplyst, at det i forbindelse med halvårsrapporten blev oplyst, at de forudsætninger, der lå til grund for Energy Markets i 2012, var forværret siden begyndelsen af året. Dertil kommer nedskrivninger på 2,7 mia. kr., der vedrører 2 udenlandske kraftværker. I forhold til denne udmelding reducerer ovennævnte hensættelser til tabsgivende kontrakter og forsinket idriftsættelse af projektet London Array forventningerne yderligere.

21. Det er DONG Energy's overordnede strategi, at selskabets investeringer primært skal foretages i forretningsområderne E&P og Wind Power. Ud af DONG Energy's samlede bruttoinvesteringer på i alt 18,5 mia. kr. i 2011 udgør investeringer i henholdsvis Wind Power og E&P 10,9 mia. kr. og 5,6 mia. kr., svarende til 59 % og 30 % af de samlede investeringer. Ser man over perioden 2007-2012, er der derfor også sket en ændring i DONG Energy's forretningsområders andel af indtjeningen. Figur 2 viser DONG Energy's forretningsområders andel af EBITDA i perioden 2007-2012.

Figur 2. DONG Energy's forretningsområders andel af EBITDA i perioden 2007-2012 (2012: de første 9 måneder)



Kilde: DONG Energy's årsrapport for 2011 og delårsrapport for de første 9 måneder af 2012.

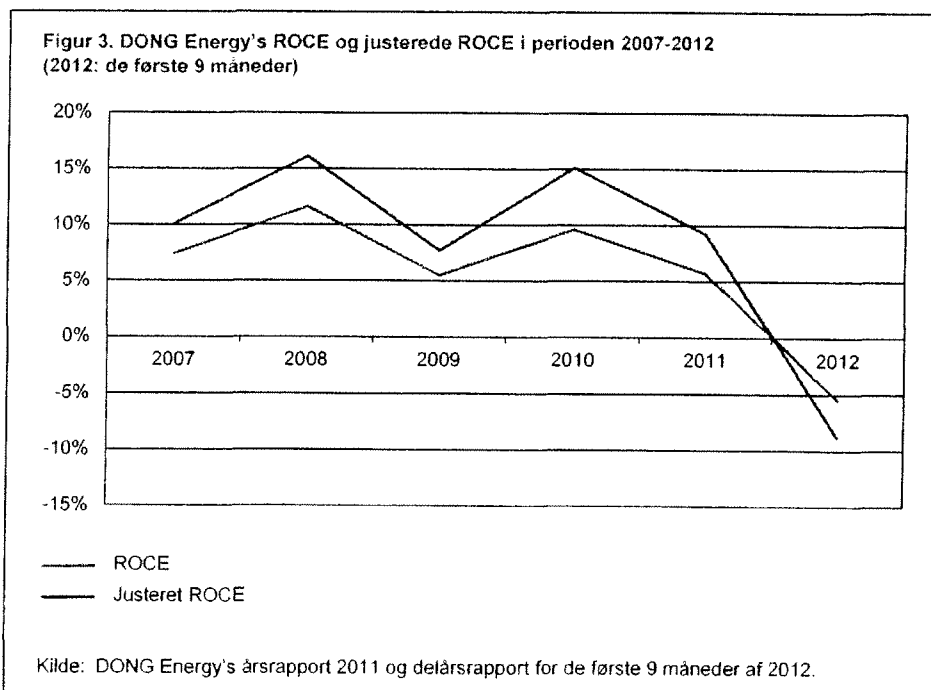
Det fremgår af figur 2, at der i perioden 2007-2012 er sket en betydelig ændring i DONG Energy's indtjeningsgrundlag. E&P's og Wind Powers bidrag til EBITDA er løbende vokset i perioden, mens Energy Markets andel er faldet – særligt markant i 2012, hvor forretningsområdet har en negativ indtjening på mere end 3 mia. kr. Forretningsområdet S&D har haft et forholdsvis stabilt forløb i perioden, mens Thermal Power i nogen grad har varieret. Thermal Power er påvirket af en betydelig variation i de realiserede salgs- og brændselspriser og af, at produktionen har svinget med op til +/- 40 % i perioden, afhængigt af mængden af billig el fra vandkraft i Norge og Sverige.

22. I forhold til de 6 andre europæiske energiselskaber, der har offentliggjort resultaterne for de første 9 måneder af 2012, har DONG Energy med et fald i EBITDA på 43 % haft en usædvanlig negativ udvikling. Fortum har med et fald i EBITDA på 24 % det næstdårligste resultat. Statkraft har haft et fald på 2 %, mens de øvrige selskaber, der indgår i sammenligningen, har haft en positiv udvikling i EBITDA.

Forholdet mellem nettoomsætning og indtjening udtrykkes i nøgletallet EBITDA-margin, der giver et billede af, hvor gode selskaberne er til at generere indtjening af omsætningen. I 2010 og 2011 havde DONG Energy en EBITDA-margin på ca. 25 %, svarende til den 4. bedste placering i gruppen af energiselskaber. Med udgangspunkt i regnskaber for 2012 har DONG Energy med en EBITDA-margin på godt 13 % den næstlaveste placering i gruppen af europæiske selskaber, der indgår i Rigsrevisionens benchmark.

Rentabilitet og soliditet

23. Rentabilitet udtrykker forholdet mellem en virksomheds indtjening og den investerede kapital. Rentabiliteten kan udtrykkes ved forskellige nøgletal, der alle beskriver forholdet mellem det overskud, der skabes, og de resurser, der er investeret. DONG Energy anvender ROCE sammen med det justerede ROCE som nøgletal for rentabiliteten. Det justerede ROCE er udtryk for afkastet af de investeringer, fx havvindmølleparker, der er idriftsat. I det justerede ROCE er materielle aktiver under opførelse og efterforskningsaktiver, der endnu ikke giver afkast, fratrukket den investerede kapital. Justeringen af ROCE medfører dermed en forbedring af nøgletallet. Figur 3 viser DONG Energy's ROCE og justerede ROCE i perioden 2007-2012.



Det fremgår af figur 3, at DONG Energy's ROCE i perioden 2007-2011 har varieret mellem 5,5 % og 11,6 %. DONG Energy har i perioden gennemført betydelige investeringer. Det justerede ROCE for DONG Energy har i perioden 2007-2011 varieret mellem 8 % og 16 %. I løbet af 2012 er DONG Energy's rentabilitet faldet betydeligt. I halvårsregnskabet for 2012 er ROCE faldet til +0,7 % og det justerede ROCE til +1,2 %. I regnskabet efter 3. kvartal 2012 er henholdsvis ROCE og det justerede ROCE faldet til +5,5 % og +8,8 %. DONG Energy har oplyst, at 2012 er et særligt presset år for selskabet, bl.a. som følge af engangsforhold, markedsforhold og store investeringer, der endnu ikke er sat i drift. Engangsforholdene omfatter nedskrivninger vedrørende bl.a. gasfyrede kraftværker og reparationer af Siri-plattformen. DONG Energy har endvidere oplyst, at økonomien desuden er påvirket negativt af bl.a. faldende indtjening på gassalg, lave elpriser og den svære markedssituation for de udenlandske gasfyrede kraftværker. Udviklingen i ROCE følger i vid udstrækning udviklingen i DONG Energy's EBITDA. DONG Energy forventer, at ROCE stiger væsentligt i 2013 som følge af en række aktiver under opførelse – særligt havvindmølleparker vil blive sat i drift. Desuden vil DONG Energy gennemføre reduktioner i sine omkostninger.

DONG Energy har således iværksat en handlingsplan med henblik på at reducere omkostningerne med 1 mia. kr. inden udgangen af 2012, bl.a. via nedlæggelse af 500-600 stillinger. Derudover forventes der gennemført frasalg for 10 mia. kr. i 2013 og 2014. DONG Energy har oplyst, at der pr. 28. november 2012 er nedlagt 550 stillinger. Det betød opsigelse af 324 medarbejdere. I forbindelse med årsrapporten for 2013 fremlægger DONG Energy også budgettet for 2013, hvor omkostningsreduktionerne på 1 mia. kr. er indarbejdet.

24. Tabel 3 viser DONG Energy's ROCE for 2010 og 2011 sammenlignet med de 5 energiselskaber, der har offentliggjort nøgletallet i deres årsrapport.

Tabel 3. ROCE blandt 6 energiselskaber i 2010 og 2011

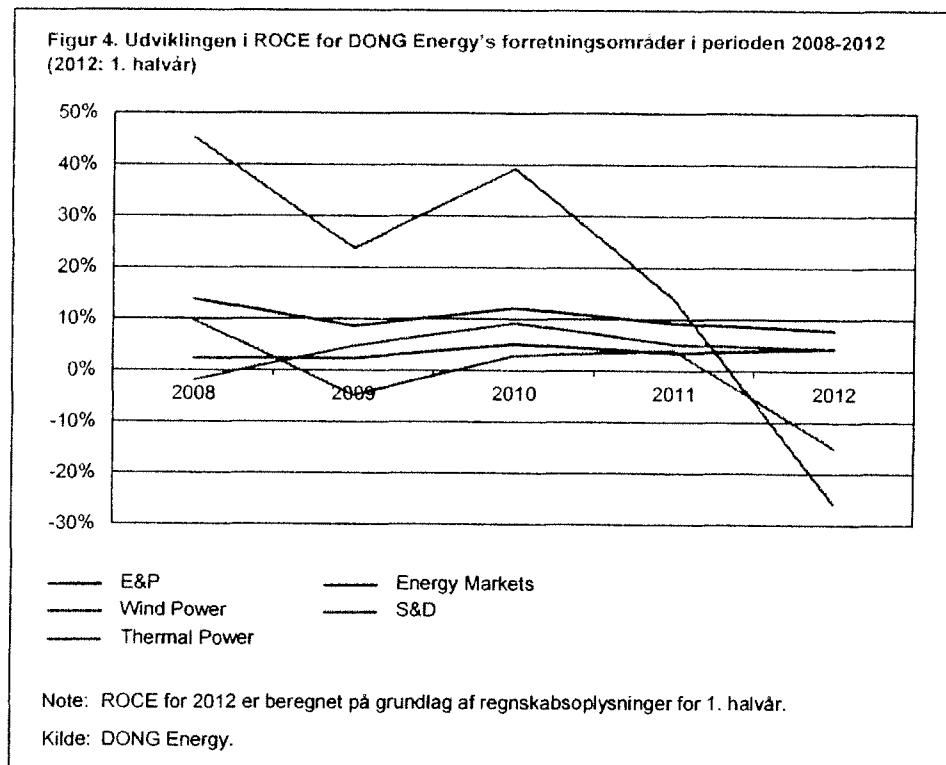
	DONG Energy	E.ON	Fortum	RWE	Statkraft	Vattenfall
2010	9,6 %	14,4 %	11,6 %	14,4 %	19,7 %	10,2 %
2011	5,7 %	8,4 %	14,8 %	10,9 %	13,9 %	8,2 %

Kilde: Selskabernes årsrapporter for 2010 og 2011.

Det fremgår af tabel 3, at DONG Energy i såvel 2010 som 2011 har et forholdsvist lavt ROCE i forhold til de øvrige energiselskaber, der offentliggør dette nøgletal. DONG Energy lå således lavest i begge år. Dette skyldes til dels DONG Energy's høje investeringsniveau sammenlignet med de andre selskaber. Fortum har en målsætning om, at ROCE skal være større end 12 %, hvilket blev opnået i 2011, men ikke i 2010. RWE havde en målsætning om, at ROCE skal være større end de gennemsnitlige kapitalomkostninger før skat, som ifølge RWE's årsrapport udgjorde 9 % for 2010 og 8,5 % for 2011, og dermed er målsætningen opfyldt for begge år. DONG Energy har bemærket, at man skal være varsom med at sammenligne ROCE på tværs af virksomheder, idet sammensætningen af aktiver påvirker resultatet. Fx vil selskaber med vandkraft have et højt ROCE, da der er tale om gamle, nedskrevne anlæg, hvor brændselsomkostningerne er tæt på nul.

Ud over DONG Energy har Fortum, Statkraft og Vattenfall oplyst om ROCE for 2012 (Statkrafts kvartalsregnskab er justeret for særlige forhold i året). Disse selskaber har indtil videre opnået et ROCE på 9-13 %, hvilket betyder, at DONG Energy med +5,5 % ligger markant under de øvrige selskaber. Det skyldes ifølge DONG Energy bl.a. hensættelsen til de tabs-givende gaskontrakter i Tyskland på 2,9 mia. kr., men selv korrigeret for denne hensættelse ville DONG Energy have et markant lavere ROCE for 2012 end de andre 5 selskaber.

25. Rigsrevisionen har med udgangspunkt i nøgletallet ROCE undersøgt udviklingen i rentabiliteten i perioden 2008-2012 for de 5 forretningsområder i DONG Energy. Figur 4 viser ROCE for de 5 forretningsområder.



Det fremgår af figur 4, at den største variation i ROCE er sket inden for Energy Markets, hvor ROCE har svinget fra ca. 45 % i 2008 til ca. +26 % i 1. halvår 2012. Energy Markets' gode resultat i de første år af undersøgelsesperioden skyldes gunstige gassalgsmarginer. I de senere år har indtjeningen for dette område været faldende. DONG Energy forventer ikke, at Energy Markets i fremtiden vil være i stand til at skabe så høje ROCE-værdier, som forretningsområdet har gjort i perioden 2008-2011. Thermal Power har også vist betydelige variationer i ROCE over perioden, og i 2012 har ROCE været +15 %. E&P har gennem hele perioden haft et relativt konstant afkast på 8-14 %, mens de øvrige forretningsområder har ligget lavere. I perioden 2008-2012 har Wind Power ligget forholdsvis stabilt på ca. 2-5 %. ROCE for S&D har udviklet sig fra +2 % i 2008 til 9 % i 2010, hvorefter nøgletallet i de følgende år har haft en faldende tendens.

26. Rigsrevisionen har, jf. tabel 4, på grundlag af DONG Energy's estimater for kapitalomkostningerne og ROCE for hvert forretningsområde og for hvert år i perioden 2008-2012 undersøgt, om de enkelte forretningsområder giver et direkte afkast, der er tilstrækkeligt til at dække de gennemsnitlige kapitalomkostninger.

Tabel 4. Forretningsområdernes direkte afkast for DONG Energy i perioden 2008-2012 (2012: 1. halvår)

	2008	2009	2010	2011	2012
E&P	+ (+)	+ (+)	+ (+)	+ (+)	+ (+)
Wind Power	+ (+)	+ (+)	+ (+)	+ (+)	+ (+)
Thermal Power	+ (+)	+ (+)	+ (+)	+ (+)	+ (+)
Energy Markets	+ (+)	+ (+)	+ (+)	+ (+)	+ (+)
S&D	+ (+)	+ (+)	+ (+)	+ (+)	+ (+)

Note: I parentes er angivet de direkte afkast baseret på justerede ROCE-tal.

Kilde: DONG Energy.

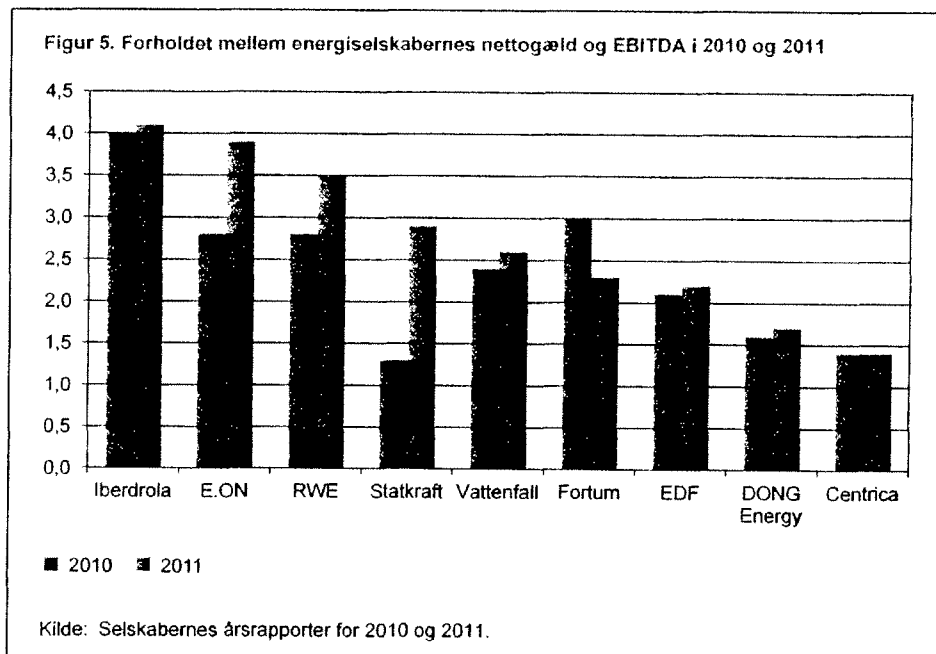
Tabel 4 viser for hvert år i perioden 2008-2012 et billede af årets direkte afkast for de enkelte forretningsområder. Med +/- markeres, om de enkelte forretningsområders ROCE har kunnet dække kapitalomkostningerne. I parentes angives, om det justerede ROCE kunne dække kapitalomkostningerne. Samlet viser tabellen, at Wind Power endnu ikke har givet et positivt afkast, mens Energy Markets i perioden 2008-2011 har givet et positivt afkast. E&P har sammen med Thermal Power i 2008 og sammen med S&D i 2010 givet et positivt afkast. I 2012 har ingen områder i DONG Energy givet et positivt afkast. DONG Energy har oplyst, at årsagen til, at S&D har et negativt afkast i de fleste år, er, at forrentningen på dette område er reguleret og ifølge gældende regler højst må udgøre den lange obligationsrente tillagt 1 procentpoint. Dette vedrører DONG Energy's distribution af el.

Tager man udgangspunkt i det justerede ROCE, har DONG Energy's aktiviteter under E&P givet et positivt afkast i alle årene, mens vindområdet har givet et positivt afkast i 2010 og 2012.

For DONG Energy som helhed har der kun været et positivt direkte afkast i 2008 og 2010. I de øvrige år har kapitalomkostningerne oversteget ROCE. Det skal bemærkes, at dette bl.a. er begrundet i DONG Energy's omfattende investeringsaktiviteter. Det skal endvidere bemærkes, at årets resultat kan være positivt, selv om der i året ikke har været et positivt direkte afkast. Dette er bl.a. begrundet i, at kapitalomkostningerne, der indgår i beregningen af årets direkte afkast – ud over forrentning af lånt kapital – også indeholder en forrentning af egenkapitalen. Forrentning af egenkapitalen indgår ikke som en omkostning i årsregnskabet og påvirker derved ikke årets resultat.

27. I bedømmelsen af en virksomhed er det væsentligt at foretage en vurdering af virksomhedens mulighed for at kunne bestå på længere sigt. En virksomheds evne til at bære tab på længere sigt benævnes soliditetsgraden. Soliditetsgraden udtrykker, hvor stor en andel af aktiverne en virksomhed kan miste, uden at andre risikerer at lide tab. DONG Energy's soliditetsgrad faldt fra ca. 47 % i 2007 til ca. 37 % i perioden 2009-2011. Soliditetsgraden på ca. 37 % blev fastholdt frem til 2011. I 2012 er soliditetsgraden efter de første 9 måneder foreløbigt faldet til ca. 32 %.

28. De fleste selskaber, der indgår i benchmarket, bruger forholdet mellem nettogælden og EBITDA. Dette forhold udtrykker et selskabs evne til at betale af på sin gæld. Flere af selskaberne opererer således med en målsætning om, at forholdet mellem nettogæld og EBITDA ikke må overstige en bestemt tærskelværdi. DONG Energy har fra og med 2012 en tærskelværdi på 2,5. E.ON, Fortum og RWE anvender til sammenligning en tærskelværdi på 3. DONG Energy har dermed et forholdsvist "konservativt" mål i forhold til de øvrige selskaber. Figur 5 viser selskabernes nettogæld i forhold til EBITDA i 2010 og 2011.



Det fremgår af figur 5, at DONG Energy med en nettogæld på ca. 1,6 gange EBITDA i 2010 og ca. 1,7 gange EBITDA i 2011 ligger et stykke under tærskelværdien på 2,5 (3 i 2010 og 2011) i begge år og havde bortset fra Centrica det laveste forhold mellem nettogæld og EBITDA. Regnskabet efter 3. kvartal 2012 ændrer dog DONG Energy's status, idet nettogælden i forhold til EBITDA er steget til 4, og selskabet overskrider således sin egen tærskelværdi for dette nøgletal.

29. Alle selskaberne, der indgår i sammenligningen, bliver løbende vurderet af kreditvurderingsbureauerne Moody's og Standard & Poor's, jf. boks 3. Selskaberne lægger stor vægt på deres rating, bl.a. fordi et selskabs ratings spiller en central rolle for selskabets lånemuligheder og lånevilkår. Jo bedre ratings, des billigere kan selskabet låne penge, hvilket også kan være med til at mindske selskabets kapitalomkostninger.

BOKS 3. KREDITVURDERINGSBUREAUERNES RATINGS

Kreditvurderingsbureauernes ratings skal først og fremmest ses som et udtryk for sandsynligheden for, at et selskab vil være i stand til at betale sin gæld. Ratingskalaen anvendt af Standard & Poor's går fra D (den laveste vurdering) til AAA (den højeste vurdering). Standard & Poor's bruger + og - til yderligere at nuancere sin vurdering, hvor et + betyder, at et selskab ligger i den bedste ende inden for den givne rating.

Ratingskalaen anvendt af Moody's går fra C (den laveste vurdering) til Aaa (den højeste vurdering). Moody's nuancerer som Standard & Poor's sin skala yderligere med brug af tallene 1-3. Et lavere tal er ensbetydende med en bedre vurdering (Baa1 er bedre end Baa2).

De fleste selskaber nævner i årsrapporten deres målsætninger for resultatet af kreditvurderingsbureauernes ratings. Tabel 5 viser ratingen af de 9 energiselskaber i perioden 2010-2012 og selskabernes målsætning for ratingniveauet.

Tabel 5. Kreditvurderingsbureauernes rating af 9 energiselskaber i perioden 2010-2012

	Moody's			Standard & Poor's			Målsætning
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	
DONG Energy	Baa1	Baa1	Baa1	A+	A+	BBB+	Baa1/BBB+
Centrica	A3	A3	A3	A+	A+	A+	A
EDF ¹⁾	Aa3	A3	-	A+	A+	-	A
E.ON	A2	A3	A3	A	A	A+	A
Fortum	A2	A2	A2	A+	A+	A+	-
Iberdrola	A3	A3	Baa1	A+	A+	BBB+	Fastholde gode ratings
RWE	A2	A3	A3	A	A+	BBB+	-
Statkraft	Baa1	Baa1	Baa1	A+	A+	A+	A
Vattenfall	A2	A2	A2	A	A+	A+	Baa1/BBB+

¹⁾ Der foreligger endnu ikke rating for 2012.

Kilde: Selskabernes årsrapporter for 2010 og 2011 og kvartalsrapporter for 2012.

Det fremgår af tabel 5, at DONG Energy's rating hos Moody's er forholdsvis lav i forhold til de øvrige energiselskaber, idet selskabet sammen med Statkraft er vurderet til Baa1 i 2010 og 2011. I 2012 er Iberdrola i lighed med DONG Energy og Statkraft vurderet til Baa1. Moody's beskriver investering i selskaber i Baa-kategorien som "mellemlassesinvesteringer indeholdende spekulative elementer og med moderat risiko". Hos Standard & Poor's har et selskab med en A-vurdering "betydelig kapacitet til at imødekomme sine finansielle forpligtelser, men er mere følsom over for negative ændringer i sine omgivelser end selskaber, der har fået en højere rating". Mange af de andre selskaber omfattet af benchmarket har i lighed med DONG Energy opnået A+ status hos Standard & Poor's i 2011. En nedjustering i kreditvurderingsbureauernes rating kan have betydelige negative konsekvenser for en virksomhed, idet det kan medføre, at investorer vil kræve en højere rente ved lån.

I 2012 er DONG Energy på grund af et presset gasmarked blevet nedjusteret hos Standard & Poor's fra A+ til BBB+. Ratingen lever dog fortsat op til selskabets målsætning. Ratingbureauet Moody's har varslet en mulig nedjustering. I lighed med DONG Energy er E.ON, Iberdrola og RWE også blevet nedjusteret. Det fremgår af RWEs hjemmeside, at nedjusteringen er foretaget på grund af beslutningen om at udfase kernekraft i Tyskland. Iberdrola er blevet nedjusteret på grund af Spaniens almindelige kreditværdighed.

30. Samlet har Rigsrevisionens gennemgang af udviklingen i DONG Energy's centrale nøgletal vist, at selskabets indtjening, rentabilitet og soliditet i de senere år og – særligt i 2012 – er under pres. DONG Energy's satsning inden for vindenergi samt efterforskning efter og produktion af olie og naturgas har endnu ikke givet en sikker indtjening, mens selskabets indtægter fra de traditionelle forretningsområder Energy Markets og Thermal Power har været stærkt faldende. I forhold til de øvrige energiselskaber har DONG Energy i 2010 og 2011 haft en god EBITDA-margin og en relativt lav gæld i forhold til EBITDA. Selskabets ROCE har dog ligget lavt i begge år, hvilket betyder, at det endnu er usikkert, om DONG Energy's høje investeringsniveau på sigt vil vise sig at være rentabelt for selskabet. Udviklingen i DONG Energy i 2012 har medført, at selskabet nu klarer sig markant dårligere end de øvrige selskaber målt på alle nøgletal.

31. DONG Energy forventer en betydelig indtjeningsfremgang i de kommende år. Indtjeningsfremgangen vil primært blive baseret på de langsigtede investeringer, der er foretaget efter fusionen i 2006. Særligt indtjeningen i vækstområderne Wind Power og E&P forventes at stige, i takt med at der vil ske idriftsættelse af olie-, naturgas- og vindaktiver. DONG Energy forventer, at indtjeningen fra de øvrige forretningsområder vil stabilisere sig omkring niveauet fra 2012. For Energy Markets forventer DONG Energy dog indtjeningen forbedret i de kommende år i takt med genforhandlinger af gaskøbsaftaler mv.

Samlet set fastholder DONG Energy målsætningen om en fordobling af EBITDA i 2015 i forhold til 2009, svarende til 17,6 mia. kr. DONG Energy har samtidig en forventning om, at selskabet med den nuværende strategi og planlagte investeringer i de kommende år gradvist vil kunne forøge ROCE fra det nuværende negative niveau i 2012. DONG Energy forventer således, at ROCE overstiger kapitalomkostningerne i 2016.

32. Rigsrevisionen har ikke vurderet DONG Energy's prognoser for den fremtidige udvikling af selskabets forretningsområder. Rigsrevisionen skal dog pege på, at olie- og gaspriserne på E&P-området er meget konjunkturfølsomme, og en negativ udvikling påvirker rentabiliteten af investeringerne, ligesom nye naturgasforekomster på længere sigt kan betyde betydelige reduktioner i gaspriserne i Europa.

B. DONG Energy's udbytte og skattebetalinger til den danske stat

33. Rigsrevisionens undersøgelse af DONG Energy's udbytte og skattebetalinger til den danske stat har vist følgende:

- DONG Energy's udbytte til den danske stat har i perioden 2007-2011 udgjort mellem 368 mio. kr. og 1.685 mio. kr. årligt. Udbyttet betales som en andel af årets resultat efter renter og skat. Udbyttets størrelse er fastsat med udgangspunkt i selskabets udbyttepolitik og er påvirket af variationerne i DONG Energy's indtjening i perioden. Udbyttets størrelse er imidlertid også påvirket af DONG Energy's betaling af renter i forbindelse med finansieringen af selskabets investeringsprogram.
- DONG Energy bidrager desuden med selskabets egne skattebetalinger, der er steget fra 140 mio. kr. i 2007 til 2.189 mio. kr. i 2011. Andelen af skatten, der er betalt til Danmark, har dog været støt faldende fra 94,1 % i 2007 til 10,6 % i 2011. DONG Energy afregner andre beløb til den danske stat i form af indeholdte energifgifter, A-skat mv., som DONG Energy indeholder og videreafregner. Bidraget herfra er steget fra 11.047 mio. kr. i 2007 til 17.622 mio. kr. i 2011.

34. DONG Energy bidrager til den danske stat med aktionærudbytte, skatter og afgifter, som DONG Energy betaler, og skatter og afgifter, som DONG Energy indeholder og videreafregner til staten.

35. Tabel 6 viser DONG Energy's udbytte til staten i perioden 2007-2011.

Tabel 6. DONG Energy's udbytte til staten i perioden 2007-2011
(Mio. kr.)

2007	2008	2009	2010	2011
1.072	1.406	368	1.685	1.114

Kilde: DONG Energy.

Det fremgår af tabel 6, at DONG Energy's udbytte til staten i perioden 2007-2011 har udgjort mellem 368 mio. kr. og 1.685 mio. kr. årligt.

Udbyttets størrelse er påvirket af variationerne i DONG Energy's indtjening i perioden. Udbyttets størrelse er imidlertid også påvirket af DONG Energys' betaling af renter i forbindelse med finansieringen af selskabets investeringsprogram.

36. Tabel 7 viser DONG Energy's skattebetalinger i perioden 2007-2011. Tabellen viser de skatter og afgifter, der udgør en omkostning for DONG Energy. Tabellen viser endvidere, hvor stor andel af skattebetalingerne der er tilfaldet Danmark.

Tabel 7. DONG Energy's skattebetalinger i perioden 2007-2011
(Mio. kr.)

	2007	Andel til DK	2008	Andel til DK	2009	Andel til DK	2010	Andel til DK	2011	Andel til DK
Selskabsskat	8		2.772		229		1.036		1.879	
Øvrige skatter	132		157		131		248		310	
I alt	140	94,1 %	2.931	65,5 %	360	36,4 %	1.284	17,0 %	2.189	10,6 %

Kilde: DONG Energy.

Det fremgår af tabel 7, at DONG Energy's skattebetalinger er steget i omfang fra 140 mio. kr. i 2007 til 2.189 mio. kr. i 2011. I 2008 var DONG Energy's skattebetalinger dog på det højeste niveau med 2.931 mio. kr. Andelen af skatten, der er betalt til Danmark, har dog været støt faldende fra 94,1 % i 2007 til 10,6 % i 2011. Det skyldes primært 2 forhold: dels at ca. 70 % af DONG Energy's olie- og naturgasproduktion ligger i Norge og beskattes med 78 % kulbrinteskate, dels at DONG Energy har gennemført en stor og fradragsberettiget investeringsaktivitet i Danmark (oliefeltet Siri og havvindmølleparken Anholt).

37. Tabel 8 viser de skatter og afgifter, som DONG Energy har indeholdt og videreafregnet til staten i perioden 2007-2011. Der er tale om indeholdt A-skat fra DONG Energy's ansatte, energiafgifter mv. Tabellen viser endvidere, hvor stor en andel af de indeholdte og videreafregnede skatter og afgifter, der er tilfaldet Danmark.

Tabel 8. Skatter og afgifter, som DONG Energy har indeholdt og videreafregnet til staten i perioden 2007-2011 (Mio. kr.)

2007	Andel til DK	2008	Andel til DK	2009	Andel til DK	2010	Andel til DK	2011	Andel til DK
11.047	99,9 %	14.679	93,1 %	12.366	98,1 %	17.237	91,5 %	17.622	94,4 %

Kilde: DONG Energy.

Det fremgår af tabel 8, at DONG Energy's bidrag til staten i form af de skatter, som DONG Energy har indeholdt og videreafregnet, er steget fra 11.047 mio. kr. i 2007 til 17.622 mio. kr. i 2011.

IV. DONG Energy's investeringer

Rigsrevisionen har gennemgået DONG Energy's tilrettelæggelse og risikostyring i forhold til 8 større investeringsprojekter samt koncernens samlede investeringsniveau.

8 udvalgte investeringer

Det er Rigsrevisionens vurdering, at flertallet af de 8 investeringsprojekter er forsvarligt tilrettelagt. DONG Energy's risikostyring i forhold til nogle af projekterne har imidlertid ikke været fuldt tilstrækkelig.

Investeringsprojekterne er alle godkendt af bestyrelsen og iværksat som led i gennemførelsen af DONG Energy's strategi frem mod 2015. Projekterne dækker mere end halvdelen af DONG Energy's større investeringer, som er gået i drift i 2010 og 2011.

Rigsrevisionens undersøgelse har vist, at flertallet af de gennemgåede investeringsprojekter bygger på dækkende beslutningsgrundlag og er gennemført som planlagt. Undersøgelsen har dog også vist eksempler på, at grundlaget for og styringen af investeringerne har haft mangler.

Ét projekt og 2 af aftaleme om frasalg er således besluttet på baggrund af indstillingsmateriale, der ikke i tilstrækkelig grad har beskrevet risici forbundet med investeringerne og frasalgene. Samtidig er budgettet i mere end halvdelen af de gennemgåede projekter overskredet. Ved 2 projekter har der været et mindreforbrug på henholdsvis 4 % og 11 %. Budgetoverskridelserne har varieret mellem 6 % og 52 %. Overskridelsen på 52 % vedrørte et mindre forskningsprojekt med et budget på 325 mio. kr. Beløbsmæssigt udgør den største overskridelse ca. 960 mio. kr.

Investeringsprojekterne skal tjene sig hjem over en 20-30-årig periode. Afkastet af projekterne kan derfor ikke endeligt opgøres endnu. DONG Energy's foreløbige beregninger viser, at de gennemgåede projekter inden for olieefterforskning og vindenergi forventes at skabe et godt afkast for DONG Energy. Andre projekter forventes imidlertid ifølge DONG Energy at medføre lavere indtjening end forventet eller direkte tab.

DONG Energy's samlede investeringsniveau

Det er Rigsrevisionens vurdering, at DONG Energy's risikostyring i forhold til koncernens samlede investeringsniveau ikke har været fuldt tilstrækkelig, idet der ikke har været indbygget tilstrækkelige risikomarginer til at imødegå de udfordringer, som er opstået i 2012.

DONG Energy's bestyrelse har i perioden 2007-2012 fulgt op på, at investeringsniveauet ligger inden for DONG Energy's finansielle råderum. Dette er særligt sket med udgangspunkt i DONG Energy's finansielle målsætning, der sætter klare grænser for, hvor meget gælden må overstige indtjeningen.

Bestyrelsen har flere gange udtrykt bekymring for DONG Energy's investeringsniveau, ikke mindst på vindområdet. Bestyrelsen har som følge heraf taget flere aktive initiativer til at sikre et investeringsniveau, der lever op til DONG Energy's grænser. Bestyrelsen har dog samtidig frem til 2011 lagt vægt på at fastholde investeringsniveauet, der er fastlagt i DONG Energy's strategi. I 2011 og 2012 har bestyrelsen udskudt investeringsbeslutninger som følge af den økonomiske situation og afvist 2 investeringsoplæg, der lå uden for DONG Energy's strategiske fokusområde.

Rigsrevisionens undersøgelse har vist, at styringen af DONG Energy's investeringer frem til 2011 har medført, at selskabets gæld – set i forhold til indtjeningen – har været under eller på niveau med den maksimumgrænse, som selskabet har vedtaget. I 2012 overskrides maksimum – og dermed DONG Energy's egen grænse – væsentligt for, hvad der er et forsvarligt investeringsomfang.

Problemerne i 2012 skyldes regnskabsmæssige hensættelser til fremtidige tab på naturgaskontrakter og lavere eller forsinket indtjening fra nogle af koncernens store investeringer. Økonomien i 2012 er imidlertid også påvirket af, at flere af DONG Energy's frasalge er blevet forsinket eller har indbragt mindre end forventet. DONG Energy har i 2011 og 2012 budgetteret med, at investeringerne delvist kunne finansieres af frasalge af aktiviteter og ejerandele i projekterne. Frasalgene forventedes at indbringe et større milliardbeløb. Frasalgsplanerne har imidlertid ikke i alle tilfælde været tilstrækkeligt underbyggede, og en væsentlig del af den forventede finansiering herfra er blevet forsinket eller har været lavere end budgetteret.

38. Rigsrevisionen har undersøgt, om DONG Energy har foretaget en forsvarlig tilrettelæggelse og risikostyring af investeringerne.

Undersøgelsen omfatter for det første en gennemgang af DONG Energy's planlægning og gennemførelse af et antal enkeltinvesteringer og for det andet en gennemgang af DONG Energy's risikostyring i forhold til koncernens samlede investeringsniveau.

A. DONG Energy's planlægning og gennemførelse af investeringer

39. Rigsrevisionens undersøgelse af DONG Energy's planlægning og gennemførelse af investeringer har vist følgende:

- Projekterne er generelt iværksat på baggrund af et dækkende beslutningsgrundlag. Alle investeringerne er godkendt af bestyrelsen. Enkelte projekter er iværksat, selv om det var klart, at der var risiko for, at investeringerne vil kunne medføre tab. Det gælder havvindmølleparken Horns Rev 2 og bioethanolanlægget Inbicon. DONG Energy har oplyst, at begge projekter blev iværksat ud fra strategiske overvejelser. Greifswald-projektet blev iværksat på et tidspunkt, hvor DONG Energy's fokus kort efter skiftede til grøn energi. Samtidig mødte projektet stor modstand i Tyskland.
- Bestyrelsesgrundlaget, der blev forelagt bestyrelsen ved købet af det waliske gasfyrede kraftværk Severn i 2009, havde ikke en dækkende beskrivelse af pris- og markedsrisici vedrørende elmarkedet i Storbritannien. DONG Energy måtte i 2012 som følge af ændrede forhold på det europæiske gasmarked foretage en nedskrivning på Severn-værket på 1.390 mio. kr.
- Budgettet er overskredet i 5 af de 8 projekter. Overskridelserne har varieret fra 6 % til 52 %. Overskridelsen på 52 % har dog været på det mindre projekt Inbicon. Overskridelserne har forringet den forventede værdiskabelse i de enkelte projekter. I 2 vindprojekter i Storbritannien er virkningen af budgetoverskridelser opvejet af, at den statslige støtteordning til havvindmølleparker i Storbritannien blev forbedret, mens havvindmølleparken blev opført.
- Bestyrelsen er som hovedregel – i overensstemmelse med DONG Energy's retningslinjer – blevet orienteret om budgetoverskridelserne. I Inbicon-projektet blev bestyrelsen dog kun informeret om en del af budgetoverskridelsen.
- Rigsrevisionen finder, at antallet – og i visse tilfælde omfanget – af budgetoverskridelser taler for, at DONG Energy's hidtidige praksis i forhold til budgettering og budgetopfølgning ikke er fuldt tilstrækkelig. DONG Energy's investeringsprojekter har budgetter på op mod 10 mia. kr. Det betyder, at også budgetoverskridelser, der målt i procent er relativt beskedne, kan have en væsentlig betydning for DONG Energy's samlede finansielle råderum. DONG Energy har oplyst, at selskabet overvejer fremover at budgettere med større reserver til uforudsete forhold og indregne senere driftstidspunkter end ved tidligere projekter.
- De gennemgåede investeringer har en lang levetid og skal tjene sig hjem over en længere periode. Det er derfor ikke muligt på nuværende tidspunkt at beregne, om DONG Energy's investeringer medfører det forventede afkast. DONG Energy's foreløbige beregninger ved færdigetableringen af projekterne og opgørelser af de første års driftsindtjening viser, at indtjeningen på de gennemgåede olieprojekter – Trym og Nini – lever op til det forventede. Det gælder også vindprojektet Gunfleet Sands. Indtjeningen på Walney-projektet er forsinket på grund af senere idriftsættelse, men forventes ifølge DONG Energy at blive god.
- DONG Energy har gennemført frasalg af ejerandele i 2 vindprojekter. Frasalgene nedbringer en del af DONG Energy's risici og bidrager samtidig til finansieringen af investeringerne. Frasalgene vil ifølge DONG Energy's beregninger medføre en væsentlig forbedring af økonomien i projekterne. Det er endnu for tidligt at vurdere, om aftalerne har skabt det forventede afkast. DONG Energy's foreløbige beregninger viser, at frasalgene fortsat forventes at skabe et øget afkast for selskabet. Dog har en mindre del af den forventede indtjening på én af aftalerne vist sig ikke at blive realiseret.



- DONG Energy's interne risikoenhed (Group Risk Control), der refererer til bestyrelsens revisions- og risikokomité, har – efter frasalgene er gennemført – påpeget, at der er væsentlige usikkerheder forbundet med beregningerne af de forventede gevinster. DONG Energy har oplyst, at de påpegede usikkerheder efter direktionens opfattelse ikke har væsentlig betydning for værdien af de indgående aftaler.

40. DONG Energy's strategi frem mod 2015 bygger på et ønske om at levere ren og stabil energi og indeholder et omfattende investeringsprogram. Investeringerne skal øge DONG Energy's produktion af grøn energi og foretages primært på havvindmølleområdet (projektering, konstruktion, opførelse, drift og frasalg af havvindmølleparker), men også inden for efterforskning efter og produktion af olie og naturgas.

41. Ud over ønsket om en øget satsning på grøn energi skal DONG Energy's strategi også ses i sammenhæng med, at koncernen forventer faldende indtjeningsmuligheder inden for de oprindelige kerneområder (salg af gas og elproduktion på kraftværker). Til gengæld giver vindområdet mulighed for nye indtægter – ikke mindst som følge af, at vindområdet i Danmark og i andre europæiske lande er omfattet af politisk vedtagne støtteordninger – der indebærer, at DONG Energy og øvrige aktører på markedet i en længere årrække er sikret minimumspriser for den el, der produceres.

42. DONG Energy har i perioden 2007-2011 samlet foretaget investeringer for 80,9 mia. kr. Tabel 9 viser udviklingen i investeringsaktiviteten og fordelingen mellem forretningsområderne i perioden 2007-2011.

Projekterne er udvalgt, så de dækker de 3 forretningsområder, hvor DONG Energy har investeret mest.

Projekterne dækker både relativt store og relativt små investeringer.

Projekterne dækker 6 ud af 10 af DONG Energy's største investeringer, der gik i drift i 2010 og 2011.

Tabel 9. DONG Energy's realiserede investeringer fordelt på områder i perioden 2007-2011 (Mio. kr.)

	2007	2008	2009	2010	2011	I alt
E&P	4.849	3.434	3.050	4.023	5.626	20.982
Wind Power	2.868	2.885	7.132	6.378	10.872	30.135
Thermal Power	945	1.821	4.489	3.853	714	11.822
Energy Markets	196	214	530	476	333	1.749
S&D	2.262	2.075	1.689	858	810	7.694
Øvrige	6.395 ¹⁾	718	1.240	103	96	8.552
I alt	17.514	11.148	18.131	15.692	18.451	80.934

¹⁾ Investeringen i 2007 vedrører en del af betalingen for DONG Energy's køb af Københavns Energi i 2006.

Note: Sumtal i tabellen kan afvige grundet afrundingsdifferencer.

Kilde: DONG Energy's årsrapporter for 2007-2011.

Det fremgår af tabel 9, at DONG Energy's investeringer fortrinsvist er sket på områderne E&P, Wind Power og Thermal Power.

43. Sideløbende med investeringerne har DONG Energy i betydeligt omfang gennemført frasalg af aktiver, fx andele i havvindmølleparker og kraftværker. Frasalgene sker som en integreret del af investeringsprogrammet, hvor frasalgene dels skal bidrage til at fokusere DONG Energy's forretning, dels bidrage til finansieringen af nye investeringer. DONG Energy har i perioden 2007-2011 samlet gennemført frasalg for i alt ca. 20 mia. kr.

44. Rigsrevisionen har gennemgået 8 af DONG Energy's investeringsprojekter. 2 af projekterne inden for Wind Power-området omfatter frasalg af ejerandele. Projekterne tegner sig for et samlet bruttoinvesteringsbudget på ca. 25 mia. kr. og dækker dermed knap 1/3 af de 80,9 mia. kr., som DONG Energy har afholdt til investeringer i perioden 2007-2011. Tabel 10 viser de 8 investeringsprojekter, som Rigsrevisionen har gennemgået.

Tabel 10. De 8 investeringsprojekter, som Rigsrevisionen har gennemgået

Projekt/ forretningsområde	Beskrivelse af projektet	Budget (Mio. kr.)
Nini Øst (E&P)	Udbygning af det olieproducerende Nini-område, som DONG Energy ejer 40 % af. Iværksat i marts 2008.	1.020
Trym (E&P)	Udbygning af et eksisterende oliefelt og en udvidelse af DONG Energy's ejerandel fra 20 % til 50 %. Iværksat i januar 2006.	1.240
Walney I+II (Wind Power)	Opførelse af en havvindmøllepark i Storbritannien. Walney var ved iværksættelsen DONG Energy's største havvindmøllepark med 102 møller og en kapacitet på 367,2 MW. DONG Energy har 2 gange frasolgt ejerandele på i alt 49,9 % til eksterne investorer. Opført i 2 faser – fase 1 iværksat i november 2007 og fase 2 i januar 2009.	9.751
Gunfleet Sands I+II (Wind Power)	Opførelse af en havvindmøllepark i Storbritannien. Havvindmølleparken har 48 møller og en kapacitet på 173 MW. Parken blev etableret i 2 faser. I september 2011 solgte DONG Energy en ejerandel på 49,9 % af havvindmølleparken til en ekstern investor. Opført i 2 faser – fase 1 iværksat i november 2006 og fase 2 i oktober 2007.	3.380
Horns Rev 2 (Wind Power)	Opførelse af en havvindmøllepark med 91 vindmøller og en kapacitet på 209 MW. Projektet blev overtaget fra Energi E2 (som ved fusionen blev en del af DONG Energy). Iværksat i april 2007.	3.335
Greifswald (Thermal Power)	Et udviklingsprojekt, der vedrørte etablering af et kulkraftværk i Nordtyskland. På grund af flere udfordringer, herunder at opnå de lokale myndigheders godkendelse, besluttede DONG Energy ultimo 2009, at kraftværket ikke skulle opføres. Iværksat i oktober 2006.	1.000
Severn (Thermal Power)	Køb og færdigopførelse af et gasfyret kraftværk i Wales. Iværksat i marts 2009.	5.200
Inbicon (Thermal Power)	Etablering af et bioethanolanlæg ved Kalundborg. Opførelsen af anlæget indgår som et led i en strategi om at forske i og udvikle klimavenlige energiformer, der på sigt rummer kommercielle perspektiver. Projektet forventedes ved iværksættelsen ikke at være rentabelt. Iværksat i december 2006.	325

Kilde: DONG Energy.

Det fremgår af tabel 10, at investeringsprojekterne er omfattende projekter med budgettede anlægsudgifter fra 325 mio. kr. til 9.751 mio. kr. Gennemgangen af projekterne er fortrinsvist foretaget med udgangspunkt i det materiale, der er forelagt bestyrelsen, som har det overordnede ansvar i forhold til DONG Energy's investeringer, og det materiale, der er forelagt DONG Energy's koncernledelse og/eller investeringskomité, som i forhold til investeringer varetager godkendelse og opfølgning på vegne af direktionen.

45. Rigsrevisionen har gennemgået investeringerne for at vurdere følgende:

Beslutningsgrundlag

- Investeringen er forelagt og godkendt af Investeringskomitéen og bestyrelsen i overensstemmelse med DONG Energy's dispositionsbeføjelser.
- Investeringen hviler på et dækkende beslutningsgrundlag (businesscase), der lever op til DONG Energy's rammer herfor.

Projektøkonomi

- Anlægsbudgettet er overholdt.
- Tidsplanen er overholdt.
- Bestyrelsen er orienteret om projektøkonomien og væsentlige ændringer.

Værdiskabelse

- Den forventede værdiskabelse var positiv, da investeringen blev besluttet.
- Den forventede værdiskabelse er fastholdt eller forbedret i løbet af projektet.
- Aktivets faktiske driftsindtjening lever op til det budgetterede.
- Aktivet beholder sin værdi (dvs. der er ikke sket nedskrivning).

46. Tabel 11 opsummerer resultaterne af Rigsrevisionens gennemgang af de 8 investeringsprojekter.

Tabel 11. Resultaterne af Rigsrevisionens gennemgang af de 8 investeringsprojekter

	Nini	Trym	Horns Rev 2	Gunfleet Sands	Walney	Severn	Inbicon	Greifswald
Beslutningsgrundlag								
Er projektet godkendt af de relevante organer?	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Er investeringsindstillingen dækkende?	✓	✓	✓	✓	✓	+	✓	✓
Projektøkonomi								
Er anlægsbudgettet overholdt?	✓	+	+	+	+	✓	+	✓
Er tidsplanen overholdt?	✓	(✓)	✓	✓	+	✓	+	+
Er bestyrelsen løbende orienteret om projektet?	✓	✓	✓	✓	✓	(✓)	+	✓
Værdiskabelse								
Forventede selskabet værdiskabelse, da investeringen blev besluttet?	✓	✓	(✓)	✓	✓	✓	+	i/r
Blev den forventede værdiskabelse fastholdt eller forbedret i løbet projektet?	✓	+	+	✓	✓	✓	+	i/r
Har indtjeningen på projektet levet op til budgettet?	n/a	✓	✓	✓	+	+	✓	i/r
Har aktivet beholdt sin værdi?	✓	✓	✓	✓	✓	+	✓	i/r

✓ = Status er tilfredsstillende

(✓) = Status er ikke fuldt ud tilfredsstillende

+

i/r = Ikke relevant, da Greifswald ikke blev etableret

n/a = Kan ikke opgøres separat

Resultaterne af Rigsrevisionens gennemgang af projekterne inden for kategorierne beslutningsgrundlag, projektøkonomi og værdiskabelse er uddybet nedenfor.

Beslutningsgrundlag

47. DONG Energy har udarbejdet dispositionsbeføjelser fra 2011, der fastlægger de nærmere grænser for, hvilke dispositioner der kun kan ske efter forudgående godkendelse i bestyrelsen eller direktionen. Grænserne i dispositionsbeføjelserne har været praksis siden 2006. Generelt gælder det, at dispositioner, som har en større økonomisk eller strategisk betydning for DONG Energy, skal godkendes af selskabets registrerede direktion og for væsentlige dispositioners vedkommende også af bestyrelsen. Direktionens godkendelse af investeringer sker efter behandling i Investeringskomitéen. Den endelige beslutning træffes af den administrerende direktør eller bestyrelsen på det relevante møde, medmindre den administrerende direktør eller bestyrelsen vælger at bemyndige en anden til at foretage den endelige beslutning.

48. Beløbsgrænserne i dispositionsbeføjelserne foreskriver, at bestyrelsen skal godkende alle investeringer over 100 mio. kr. Dette gælder også for køb og salg af virksomheder og ejerandele over 100 mio. kr. Herudover skal alle usædvanlige investeringer forelægges bestyrelsen. Investeringer på 50-100 mio. kr. godkendes af den administrerende direktør efter behandling i Investeringskomitéen, der også skal godkende køb og salg af virksomheder og ejerandele uanset størrelse. Investeringer under 50 mio. kr. kan som hovedregel godkendes af det enkelte forretningsområdes ledelse under forudsætning af, at udgiften kan rummes inden for det årlige budget.

49. Rigsrevisionens gennemgang viser samlet, at iværksættelsen af alle investeringer er godkendt af bestyrelsen og den administrerende direktør efter behandling i Investeringskomitéen som foreskrevet i DONG Energy's retningslinjer. I praksis er den administrerende direktørs godkendelse sket ved Investeringskomitéens godkendelse, idet den administrerende direktør er formand for komitéen.

50. DONG Energy har udarbejdet rammer for beslutningsgrundlag, der skal forelægges Investeringskomitéen og bestyrelsen i forbindelse med projektindstillinger. Det fremgår heraf, at investeringer, der skal behandles af Investeringskomitéen og/eller bestyrelsen, skal baseres på en indstilling, der som det væsentligste indeholder:

- det strategiske rationale for investeringen
- businesscase, herunder redegørelse for de væsentlige forudsætninger bag den forventede værdiskabelse
- omkostningsestimater
- risikovurdering
- følsomhedsanalyser med konsekvensberegninger af ændringer i kritiske faktorer (fx kapitalomkostninger og prisændringer).

51. Gennemgangen viser, at Investeringskomitéen og bestyrelsen generelt er blevet forelagt dækkende beslutningsgrundlag, der lever op til DONG Energy's rammer for dette.

I ét tilfælde – ved købet af det gasfyrede kraftværk Severn – indeholdt beslutningsgrundlaget til bestyrelsen ikke en dækkende beskrivelse af pris- og markedsrisici. Samtidig fremgik det af beslutningsgrundlaget fra februar 2009, at Storbritannien forventeligt ville mangle elproduktionskapacitet i den nærmeste fremtid.

DONG Energy måtte medio 2012 nedskrive værdien af Severn med 1.390 mio. kr. DONG Energy har oplyst, at behovet for nedskrivningen skyldes ændringer i markedsprisforudsætningerne i Storbritannien, der kommer til udtryk ved faldende priser på grund af en produktionsoverkapacitet på det britiske elmarked. Dette er ikke umiddelbart i overensstemmelse med oplysningerne i investeringsindstillingen, hvor det blev angivet, at DONG Energy forventede en mangel på elproduktionskapacitet. DONG Energy har oplyst, at nedskrivningen efter selskabets vurdering ikke skyldes mangler i beslutningsgrundlaget, men en meget væsentlig ændring i markedsforholdene forårsaget af den økonomiske krise. Rigsrevisionen skal hertil bemærke, at beslutningen om købet af Severn blev truffet primo 2009, hvor eksistensen af den økonomiske krise var kendt. Afledt af den økonomiske krise havde det derfor været hensigtsmæssigt, at DONG Energy inkluderede en mere dybdegående vurdering af pris- og markedsrisici i beslutningsgrundlaget.

Projektøkonomi

52. Det fremgår af forretningsordenen for bestyrelsen og af direktionensinstruksen, at DONG Energy's bestyrelse og direktion er forpligtet til at følge op på planer og budgetter og tage stilling til rapporter om bl.a. væsentlige dispositioner (herunder investeringer) og særlige risici.

53. Opfølgning på investeringsprojekterne i DONG Energy sker efter en fastsat rapporteringsstruktur. Rapporteringsstrukturen indebærer, at direktionen udarbejder kvartalsvise budgetopfølgingsrapporter til bestyrelsen. Rapporterne indeholder typisk en opgørelse over budgetterede og realiserede omkostninger år til dato (og eventuelt på projektet samlet set) for større investeringsprojekter og en prognose for, hvad de samlede anlægsomkostninger forventes at blive. I særlige tilfælde indgår der desuden kortfattede bemærkninger om særlige forhold, fx udskydelser i forhold til tidsplan og budgetoverskridelser. Bestyrelsen orienteres desuden om væsentlige budgetoverskridelser i en direktionsberetning eller i et særskilt notat. Valget af format af rapporteringen afhænger bl.a. af bestyrelsens forhåndskendskab til projektet.

Bestyrelsen orienteres om udviklingen i budgettet i rapporterne, herunder også om væsentlige ændringer og budgetoverskridelser. Koncernens dispositionsbeføjelser foreskriver, at hvis der efter forelæggelsen eller godkendelsen af en disposition, som har været godkendt i en komité eller i koncernledelsen, forekommer væsentlige ændringer i indholdet og/eller forudsætningerne for dispositionen, vil ændringen skulle forelægges på ny på samme vis som den oprindelige disposition. Ved budgetoverskridelser i et projekt anses en budgetoverskridelse, som enten er på 10 % af budgettet (dog min. 25 mio. kr.) eller på over 50 mio. kr., for en væsentlig ændring. Budgetoverskridelsen indrapporteres som led i månedsmøderne med den administrerende direktør og finansdirektøren, der vil kunne beslutte, om budgetoverskridelsen skal behandles separat i Investeringskomitéen.

DONG Energy har oplyst, at selv om der kun henvises til en komité eller koncernledelsen, er hensigten med formuleringen i dispositionsbeføjelserne, at væsentlige ændringer i dispositioner, som er godkendt af bestyrelsen, skal forelægges bestyrelsen.

54. Rigsrevisionens gennemgang af de 8 investeringsprojekter viser, at bestyrelsen generelt er blevet orienteret om projektøkonomien i kvartalsrapporterne, som indeholder oplysninger om udvikling i anlægsomkostningerne. Samtidig er bestyrelsen gennem kvartalsrapporter og direktionsberetninger eller særlige notater blevet orienteret om større ændringer, fx forsinkelser, undervejs i projekterne.

Inbicon – et af DONG Energy's mindre projekter – udgør en undtagelse herfra, idet rapporteringen til bestyrelsen i kvartalsrapporterne ikke har indeholdt fuldt ud konsistente tal for de budgetterede og realiserede anlægsudgifter. Budgettet for Inbicon blev overskredet, og bestyrelsen blev i en kvartalsrapport i august 2009 orienteret om ca. halvdelen af budgetoverskridelsen. Bestyrelsen er imidlertid ikke blevet orienteret om den samlede budgetoverskridelse, der blev på 52 % af det oprindelige budget.

Tabel 12 viser de budgetterede og realiserede investeringsudgifter for de 8 projekter, som Rigsrevisionen har gennemgået.

Tabel 12. Budgetterede og realiserede investeringsudgifter (Mio. kr.)

	Nini	Trym	Horns Rev 2	Gunfleet Sands	Walney	Severn	Inbicon	Greifswald ¹⁾
Budget	1.020	1.240	3.335	3.380	9.751	5.166	325	1.000
Realiseret	905	1.380	3.747	4.341	10.343	4.959	493	1.000
Ændring i %	+11 %	+11 %	+12 %	+28 %	+6 %	+4 %	+52 %	

¹⁾ Budgettet for Greifswald blev overholdt. Det bemærkes dog, at projektet ikke blev gennemført, og investeringsudgifterne på 1.000 mio. kr. må betragtes som et driftstab.

Kilde: DONG Energy.

Det fremgår af tabel 12, at 2 af projekterne er gennemført med et mindreforbrug på henholdsvis 4 % og 11 %. Det fremgår også af tabellen, at budgettet er overskredet i 5 af de 8 projekter. Overskridelserne varierer fra 6 % til 52 %. Bestyrelsen er – bortset fra i Inbicon-projektet – blevet orienteret om budgetoverskridelserne undervejs og ved afslutningen af alle projekter. DONG Energy har anført, at overskridelser ideelt set ikke bør forekomme, men selskabet finder ikke, at overskridelserne ligger i den høje ende, når der sammenlignes med eksterne benchmarks. DONG Energy har oplyst, at selskabet har besluttet fremover at budgettere med større reserver til uforudsete forhold og indregne senere driftstidspunkter end ved tidligere projekter.

Værdiskabelse

55. En investerings værdiskabelse bliver beregnet og vurderet på 3 tidspunkter:

- ved investeringsbeslutningen
- ved idriftsættelsen
- i driftsperioden.

56. Til brug for investeringsbeslutningen foretager DONG Energy analyser af investeringens nutidsværdi, tilbagebetalingstid og effekt på concernregnskabet. DONG Energy anvender desuden en finansiel model til beregning af, om det kan betale sig at gennemføre den enkelte investering. Modellen gør det muligt at fastlægge det forventede afkast for enkeltinvesteringer. Afkastet opgøres i form af forventet værdi pr. investeret krone (PVI). Investeringer med en forventet værdi pr. investeret krone, der er højere end 1 (PVI >1), er værdiskabende for DONG Energy. Investeringer med en forventet værdi pr. investeret krone, der er lavere end 1 (PVI <1), vil medføre et tab og skal derfor i princippet ikke iværksættes.

I praksis er DONG Energy – som alle andre aktører – underlagt nogle finansielle begrænsninger. Det betyder, at DONG Energy kan være nødsaget til at undlade at iværksætte investeringer, der har en PVI over 1, hvis selskabets finansielle råderum ikke tillader det. Den finansielle model gør det muligt at prioritere investeringer på tværs af selskabet, så investeringer kan iværksættes, hvor de skaber mest værdi. DONG Energy har oplyst, at selskabet ikke har en fast grænse for PVI'ens størrelse.

DONG Energy har oplyst, at selskabet i sjældnere tilfælde vælger at iværksætte investeringer med en forventet værdiskabelse pr. investeret krone, der er lavere end 1. Det kan skyldes, at DONG Energy vurderer, at investeringen rummer et fremtidigt indtjeningspotentiale.

Vurderinger af værdiskabelse ved investeringer:
 Investeringsbeslutning
 Beregning af PVI
 Idriftsættelse
 Opdatering af PVI
 I driftsperioden
 Nedskrivningstest (vurdering af aktivets fremtidige indtjeningspotentiale) og faktisk indtjening.

PVI = Forventet værdi pr. investeret krone
 PVI >1 = Værdiskabelse
 PVI <1 = Værditab (investeringen betaler sig ikke hjem).

57. PVI-værdierne for de enkelte investeringsprojekter er kommercielt fortrolige. Rigsrevisionen har ud fra PVI-værdierne inddelt det enkelte projekts forventede indtjening og værdiskabelse i 4 kategorier, jf. boks 4.

BOKS 4. KATEGORIER FOR VÆRDISKABELSE

1. Investeringen skaber ikke værdi.
2. Investeringen skaber værdi.
3. Investeringen skaber god værdi.
4. Investeringen skaber høj værdi.

Note: DONG Energy har ønsket, at de eksakte værdier skal være fortrolige, og de er derfor udeladt her.

58. Tabel 13 viser den forventede værdiskabelse på tidspunktet for investeringsbeslutningen og den opdaterede forventning til værdiskabelsen, der blev beregnet på det tidspunkt, hvor det enkelte projekt var klar til at gå i drift.

Tabel 13. Forventet værdiskabelse ved investeringsbeslutning og idriftsættelse

	Nini	Trym	Horns Rev 2	Gunfleet Sands	Walney	Severn	Inbicon	Greifswald
Ved investeringsbeslutning	God værdi	Høj værdi	Værdi	God værdi	God værdi	God værdi	Ikke værdi	God værdi
Ved idriftsættelse	Høj værdi	Høj værdi ↓	Ikke værdi	God værdi	Høj værdi	God værdi	Ikke værdi ↓	Ikke relevant

Note: I Greifswald-projektet blev der ikke truffet en egentlig investeringsbeslutning. ↓ ved Trym og Inbicon angiver, at værdiskabelsen befinder sig i samme kategori, men at der har været en væsentlig negativ udvikling i værdiskabelsen i løbet af projektet.

Kilde: DONG Energy.

Det fremgår af tabel 13, at 5 ud af 8 projekter ved idriftsættelsen er vurderet som værdiskabende, dvs. at investeringerne vil medføre en økonomisk gevinst for DONG Energy. Horns Rev 2 blev ved idriftsættelsen vurderet til medføre en marginal værdiskabelse, mens Inbicon blev vurderet til at medføre et mindre tab.

59. Beslutningen om at iværksætte Horns Rev 2 blev truffet på et grundlag, der viste, at projektet ville skabe værdi, om end den ville være lav og på et niveau, hvor DONG Energy almindeligvis ikke ville iværksætte et projekt. Rettighederne til at etablere havvindmølleparken blev overtaget af DONG Energy ved fusionen i 2006. Inden DONG Energy traf den endelige investeringsbeslutning, havde direktionen og bestyrelsen overvejelser om at nedlægge projektet på grund af den forventede lave værdiskabelse. DONG Energy besluttede dog at gennemføre projektet. Dette skete dels af hensyn til de politiske forventninger, der var til, at havvindmølleparken ville blive opført, dels ud fra en vurdering af, at Horns Rev 2 ville bidrage til, at DONG Energy kunne opfylde selskabets målsætning om at være førende inden for etablering og drift af havvindmølleparker.

60. Inbicon blev iværksat som et strategisk projekt, hvor DONG Energy's bestyrelse godkendte investeringen, velvidende at projektet i første omgang ville medføre tab for selskabet. DONG Energy så imidlertid et muligt strategisk potentiale i investeringen. Rigsrevisionens gennemgang viser, at projektøkonomien, herunder den forventede værdiskabelse, blev markant forringet i løbet af perioden. Det skyldes dels, at anlægsbudgettet blev væsentligt overskredet, dels at driftsudgifterne efter idriftsættelsen viste sig at være højere end forventet.

61. Ét projekt – opførelsen af et kulkraftværk i Greifswald – blev ikke gennemført. Projektet har derfor ikke medført indtjening. Udgifterne på ca. 1 mia. kr., der blev afholdt til udvikling og indgåelse af flere leverandøraftaler i forbindelse med projektet, er derfor udgiftsført.

DONG Energy valgte at lukke projektet, dels som følge af vanskeligheder forbundet med at opnå de lokale myndigheders godkendelse til at opføre Greifswald-værket, dels som følge af, at DONG Energy valgte at øge selskabets satsning på vindenergi.

62. Rigsrevisionens gennemgang viser, at de 2 E&P-projekter – Nini og Trym – ifølge DONG Energy's beregninger forventes at føre til en høj værdiskabelse. Samtidig viser gennemgangen, at forventningen til investeringens værdiskabelse i løbet af projektet har været faldende i 3 af projekterne: Trym, Horns Rev 2 og Inbicon. Det er særligt overskridelser af anlægsbudgetterne, der har medført reduktionen i den forventede værdiskabelse.

Rigsrevisionens gennemgang viser samtidig, at økonomien i de 2 vindprojekter – Gunfleet Sands og Walney – undervejs i projektet er blevet negativt påvirket af budgetoverskridelser. Det statslige støtteregime for vindenergi i Storbritannien blev imidlertid forbedret undervejs i projektet, hvilket har resulteret i, at den samlede værdiskabelse efter de foreløbige opgørelser bliver på niveau med det forventede.

63. Beregningerne af indtjeningen/værdiskabelsen er baseret på forudsætninger om fremtidig indtjening i aktivets levetid over fx 20 år. Ved afslutningen af investeringsprojektet er det i sagens natur for tidligt at vurdere, om disse beregninger i praksis realiseres i aktivets levetid.

64. DONG Energy foretager ikke som standard genberegninger af den realiserede PVI-værdi, efter at den enkelte investering er overgået til driftsfasen. Vurderingen af investeringens faktiske værdi i driftsfasen sker i forbindelse med de periodiske nedskrivningstests, som ledelsen er ansvarlig for at foretage min. én gang om året. En nedskrivningstest indebærer en vurdering af aktivets faktiske værdi (dvs. den forventede fremtidige indtjeningsevne) set i forhold til den bogførte værdi. DONG Energy's revisor vurderer de gennemførte nedskrivningstests. Er den faktiske værdi lavere end den bogførte, skal der ske en nedskrivning. Nedskrivningstesten er – som beregningen af PVI'en – baseret på en opgørelse af de forventede fremtidige pengestrømme og i visse tilfælde på en vurdering af en fremtidig mulig salgspris.

For at vurdere, om den realiserede indtjening lever op til det forventede, har Rigsrevisionen undersøgt, om der er foretaget nedskrivning på aktivet. Rigsrevisionen har desuden undersøgt, om indtjeningen for det enkelte aktiv lever op til budgettet.

65. Gennemgangen viser, at Severn-projektet i 2012 er blevet nedskrevet med 1.390 mio. kr. Det skyldes, at DONG Energy's forventninger til den fremtidige indtjening på kraftværket er faldet i forhold til den PVI-beregning, som blev foretaget ved færdigetableringen af projektet.

De øvrige projekter vurderes at have en værdi, der som minimum svarer til den bogførte værdi. DONG Energy forventer med andre ord ikke en væsentlig forringelse af værdien i forhold til den værdi, som blev opgjort ved afslutningen af projektet.

Gennemgangen viser også, at den faktiske indtjening på 4 af projekterne lever op til det budgetterede. Indtjeningen på Severn-projektet har ikke levet op til det ønskede. Walney-projektets indtjening er påvirket af en forsinket idriftsættelse af projektet. DONG Energy forventer imidlertid, at der alene er tale om en tidsmæssig forskydning af indtjeningen.

Frasalg af ejerandele i 2 vindprojekter

66. DONG Energy har i 2 vindprojekter – Gunfleet Sands og Walney – foretaget frasalg af ejerandele. I september 2011 solgte DONG Energy 49,9 % af havvindmølleparken Gunfleet Sands til Marubeni. Salget skete, efter møllerne var gået i drift. Aftalen med Marubeni indebærer, at DONG Energy efter salget driver havvindmølleparken. I Walney-projektet har DONG Energy ad 2 omgange foretaget frasalg af ejerandele på henholdsvis 25,1 % og 24,8 % til SSE og Ampere/PGGM. Frasalgene vedrørende Walney skete i december 2009 og i december 2010, mens havvindmølleparken var under opførelse.

67. Rigsrevisionen har undersøgt, om beslutningsgrundlaget for frasalgene har været dækkende, og om frasalgene har skabt den forventede værdi for DONG Energy.

68. Frasalgene er i alle tilfælde godkendt af Investeringskomitéen og bestyrelsen. Det fremgår af beslutningsgrundlagene, som har været forelagt Investeringskomitéen og bestyrelsen, at frasalgene vil medføre en væsentlig værdiforøgelse i begge projekter. Både ved Gunfleet Sands-frasalget og ved Walney-frasalgene forventede DONG Energy, at indtjeningen pr. investeret krone (PVI) ville stige.

69. Aftalerne bag frasalgene indebærer, at DONG Energy ved hvert frasalg har modtaget en kontant købesum fra investor, der samtidig har overtaget en del af risiciene. De konkrete elementer i aftalerne er kommercielt fortlørlige.

70. Rigsrevisionens gennemgang viser, at indstillingsmaterialet, som bestyrelsen blev forelagt ved frasalgene, havde nogle mangler.

Ved frasalget af Gunfleet Sands modtog bestyrelsen et indstillingsmateriale, der ikke indeholdt følsomhedsanalyser, som beskriver de konsekvenser, det vil kunne få, hvis nogle af de centrale forudsætninger bag værdiansættelserne svigter.

Ved frasalgene af Walney indgik der heller ikke følsomhedsanalyser i indstillingsmaterialet. DONG Energy har oplyst, at der forud for begge frasalg blev udarbejdet følsomhedsanalyser, som indgik i Investeringskomitéens beslutningsgrundlag. Analyserne blev imidlertid ikke inkluderet i materialet til bestyrelsen, da de ifølge DONG Energy ikke bidrog med yderligere beslutningsrelevant information. Følsomheden i forhold til værdiskabelsen i frasalgene var ifølge DONG Energy meget lille. Det er Rigsrevisionens vurdering, at følsomhedsanalyser udgør beslutningsrelevant information, uanset hvad resultatet af analyserne er.

DONG Energy's interne risikoenhed (Group Risk Control) medvirkede forud for indgåelsen af Gunfleet Sands-aftalen i controlling af værdiansættelsen af nogle elementer i aftalen. Risikoenheden vurderede samtidig værdiansættelsen af udvalgte elementer i én af de 2 Walney-aftaler, som var indgået på det tidspunkt. Risikoenheden påpegede, at værdiansættelserne af visse dele af frasalgsaftalerne i begge projekter var behæftet med stor usikkerhed. Risikoenheden konstaterede samtidig ved gennemgangen, at risikobilledet forbundet med elementer i Walney-aftalen ikke var blevet behandlet tilstrækkeligt inden aftaleindgåelse.

71. Risikoenheden refererer til bestyrelsens revisions- og risikokomité, der modtog og behandlede oplysningerne om frasalgene fra risikoenheden i august 2011. DONG Energy har oplyst, at de påpegede usikkerheder efter direktionens opfattelse ikke har væsentlig betydning for værdien af de indgående aftaler.



72. Aftalerne om frasalg af ejerandele i Gunfleet Sands og Walney løber over en flerårig periode. Det er endnu for tidligt at vurdere, om aftalerne har skabt den forventede værdi for DONG Energy. Rigsrevisionens gennemgang viser imidlertid, at en del af den forventede gevinst, som skulle være opnået tidligt i aftaleperioden, ikke er blevet realiseret som følge af den senere idriftsættelse af Walney.

B. DONG Energy's risikostyring af investeringsniveauet

73. Rigsrevisionens undersøgelse af DONG Energy's risikostyring af investeringsniveauet har vist følgende:

- DONG Energy har i perioden 2009-2011 – med enkelte forskydninger mellem årene – iværksat de planlagte investeringer, hvilket er i overensstemmelse med det investeringsniveau, som er fastlagt i selskabets strategi frem mod 2015. DONG Energy's årlige bruttoinvesteringer har været mellem 15,7 mia. kr. og 18,5 mia. kr. i perioden 2009-2011. I 2012 forventes investeringer på et lidt lavere niveau (ca. 15 mia. kr.).
- DONG Energy's bestyrelse har i hele perioden fulgt op på, at investeringsomfanget ligger inden for DONG Energy's finansielle råderum. Dette er særligt sket med udgangspunkt i en finansiell målsætning for forholdet mellem selskabets indtjening og gæld.
- Gennemgangen viser, at DONG Energy's bestyrelse i 2009 og 2010 blev forelagt budgetter af direktionen, hvor der var lagt op til et investeringsniveau, der overskred selskabets finansielle målsætning. I 2009 var der lagt op til en markant overskridelse. Det endelige investeringsomfang overskred kun i mindre omfang målsætningen i 2009. I 2010 og 2011 blev målsætningen overholdt. I 2012 forventer DONG Energy en større overskridelse af målsætningen.
- Bestyrelsen har flere gange og i stigende grad udtrykt bekymring for DONG Energy's investeringsomfang – ikke mindst på vindområdet. Bestyrelsen har samtidig taget flere aktive initiativer til at sikre et forsvarligt investeringsniveau.
- Bestyrelsen har samtidig godkendt, at investeringsniveauet blev fastholdt med henblik på at opfylde DONG Energy's strategi, hvor investeringerne ikke mindst på vindområdet forventes at skabe fremtidig vækst. DONG Energy's reelle muligheder for at nedrosle investeringerne er samtidig på kort sigt begrænsede på grund af allerede indgåede aftaler med eksterne parter.
- DONG Energy's bestyrelse besluttede i 2010 at integrere frasalg som en del af investeringsprogrammet. Frasalgene er ifølge bestyrelsen udtryk for et bevidst valg om at sprede risici i investeringsporteføljen. DONG Energy budgetterer samtidig med, at frasalg skal bidrage til finansiering af investeringerne. Frasalgene har derfor siden 2010 udgjort en central forudsætning for, at DONG Energy har valgt at opretholde det planlagte investeringsniveau.
- I 2011 og 2012 har det ikke været muligt for DONG Energy at gennemføre frasalg til den forventede pris og med den ønskede timing. Dette har været medvirkende til, at DONG Energy i 2012 forventer at overskride den finansielle målsætning, og at selskabet har været nødsaget til at reducere investeringerne.
- Bestyrelsen har ved godkendelsen af direktionens frasalgsplaner i budgetterne fremhævet betydningen af, at frasalg sker med den rigtige timing. DONG Energy har oplyst, at bestyrelsen samtidig i alle tilfælde har spurgt ind til validiteten af frasalgsplanerne. Dette er dog ikke taget til referat.

74. De overordnede regler for DONG Energy's styring af investeringsniveauet og af risici fremgår af forretningsordenen for bestyrelsen og DONG Energy's direktioninstruks. Det fremgår heraf, at direktionen i det daglige – og bestyrelsen som overordnet ansvarlig – er forpligtet til at følge op på planer og budgetter og tage stilling til rapporter om selskabets likviditet, finansieringsforhold, pengestrømme og særlige risici.

Direktionen skal forelægge DONG Energy's samlede investeringsplaner og -budget for bestyrelsen, der har det overordnede ansvar for sikre, at direktionen overholder disse. Rigsrevisionens vurderinger af ledelsens opfølgning er derfor først og fremmest baseret på referater fra bestyrelsesmøder og bilag, som direktionen har forelagt for bestyrelsen.

75. DONG Energy's bestyrelse behandler årligt direktionens oplæg til investeringsbudget som en integreret del af selskabets driftsbudget. Investeringsbudgettet udgør en samlet ramme over de investeringsudgifter, der forventes afholdt det pågældende år. Budgettet rummer både udgifter fra investeringsprojekter, der er iværksat i tidligere år, og udgifter til nye investeringer, der forventes vedtaget og iværksat det pågældende år. Hovedparten af de budgetterede udgifter stammer fra projekter, der er truffet beslutning om i tidligere år. Budgettet indeholder desuden en angivelse af, hvilken betydning investeringsniveauet har for DONG Energy's centrale kapitalstrukturøgletal, dvs. for forholdet mellem gæld og driftsindtjening. Kapitalstrukturøgletallet udgør det centrale grundlag for DONG Energy's styring af risici i relation til investeringsniveauet og definerer ifølge DONG Energy rammerne for selskabets finansielle kapacitet i forhold til investeringerne.

76. DONG Energy's investeringsprogram gennemføres med henblik på at opfylde selskabets langsigtede strategi "Direction 2015". I perioden 2009-2012 indebar det ifølge strategien iværksættelse af flere større investeringsprojekter, jf. tabel 14.

Tabel 14. DONG Energy's planlagte større investeringsprojekter i perioden 2009-2012

	2009	2010	2011	2012
E&P	<ul style="list-style-type: none"> • Trym • Oselvar • Marulk 	<ul style="list-style-type: none"> • Laggan-Tormore • Syd-Arne 	<ul style="list-style-type: none"> • Hejre 	<ul style="list-style-type: none"> • Glenlivet • Rosebank
Wind Power	<ul style="list-style-type: none"> • Walney II • London Array 	<ul style="list-style-type: none"> • Anholt 	<ul style="list-style-type: none"> • West of Duddon Sands • Borkum Riffgrund I 	<ul style="list-style-type: none"> • Borkum Riffgrund II
Thermal Power	<ul style="list-style-type: none"> • Enecogen • Greifswald 			

Note: Investeringerne er typisk flerårige. Tabellen viser det planlagte iværksættelsestidspunkt.

Kilde: DONG Energy.

77. Rigsrevisionen har undersøgt, hvad bestyrelsen har gjort for at sikre, at DONG Energy lever op til målsætningerne for kapitalstrukturen med henblik på at opretholde selskabets rating, dvs. ratingbureauernes vurdering af selskabets kreditværdighed, dels ved behandlingen af budgettet, dels ved opfølgningen på investeringsprogrammet i løbet af året. Rigsrevisionen har desuden gennemgået, i hvilket omfang de planlagte investeringsprojekter er gennemført. Resultaterne er opsummeret i tabel 15.

Tabel 15. Gennemførte investeringsprojekter og væsentlige punkter fra bestyrelsesmøder i perioden 2009-2012

Investeringsprojekter	Investeringer	Væsentlige punkter fra bestyrelsesmøder
2009		
<ul style="list-style-type: none"> • Trym • Oselvar • Walney II • London Array • Enecogen • (Greifswald) • Lincs • Severn • A2Sea A/S 	18,1 mia. kr.	<p>Investeringsprogrammet drøftes ved hovedparten af møderne. Bestyrelsen tilkendegiver, at der må udvises agtpågivenhed ved investeringerne.</p> <p>Bestyrelsen drøfter frasalgs som et element i gennemførelsen af investeringsprogrammet.</p>
2010		
<ul style="list-style-type: none"> • Maruk (fra 2009) • Laggan-Tormore • Syd-Arne • Anholt • Søainstaller 	15,7 mia. kr.	<p>Investeringsprogrammet drøftes ved hovedparten af møderne. Bestyrelsen drøfter, at det er væsentligt, at der ikke sker en skævvridning i investeringerne til fordel for vindenergi, da der er tale om en ung teknologi.</p> <p>Bestyrelsen vedtager en mindre stramning af kapitalstruktur-nøgletallet.</p> <p>Bestyrelsen beslutter, at DONG Energy kan optage hybridkapital for at styrke kapitalgrundlaget (ekstern finansiering, der har fællestræk med egenkapital, og som forbedrer kapitalstruktur-nøgletallet).</p> <p>Bestyrelsen indskærper, at styrkelsen af kapitalgrundlaget kun må anvendes som buffer for at imødegå eventuelle fremtidige udsving i indtjening og gæld.</p>
2011		
<ul style="list-style-type: none"> • Sirl repair • West of Duddon Sands • Borkum Riffgrund I • Borkum Riffgrund II¹⁾ 	18,5 mia. kr.	<p>Investeringsprogrammet drøftes ved hovedparten af møderne. Bestyrelsen fremhæver betydningen af, at der er solgt fra, inden der investeres yderligere.</p> <p>Bestyrelsen beslutter at lade en konkret investering afvente gennemførelse af frasalgs.</p> <p>Bestyrelsen afviser/udskyder en større investering på vindområdet, der ligger ud over strategien.</p>
2012		
<ul style="list-style-type: none"> • Hejre (udskudt fra 2011) • Glenlivet (udskudt) • Rosebank (udskudt) • Westermost Rough (forventes fremrykket til 2013) 	Ca. 15 mia. kr.	<p>Investeringsprogrammet drøftes ved hovedparten af møderne. Bestyrelsen afviser en investering på vindområdet, der ligger ud over strategien.</p> <p>Bestyrelsen orienteres om, at 2 væsentlige frasalgs bliver vanskelige at få gennemført i 2012. Dette vil påvirke nøgletal negativt. Ratingbureauet Standard & Poor's nedgraderer i oktober DONG Energy's rating.</p> <p>Bestyrelsen beder direktionen overveje initiativer, der kan forbedre rating og kapitalstruktur-nøgletal.</p> <p>Investeringerne Rosebank, Glenlivet og Borkum Riffgrund II, der blev truffet betinget beslutning om i 2011, udskydes.</p>

¹⁾ I 2011 blev der truffet betinget investeringsbeslutning – projektet bliver dog udskudt i 2012, da DONG Energy ikke har kunnet få kontrakt om nettilslutning.

Note: Projekter markeret med fed er projekter, som er iværksat, selv om de ikke indgik i "Direction 2015".

Kilde: DONG Energy.

Det fremgår af tabel 15, at DONG Energy's årlige bruttoinvesteringer har været mellem 15,7 mia. kr. og 18,5 mia. kr. i perioden 2009-2011. I 2012 forventes investeringer på et lidt lavere niveau (ca. 15 mia. kr.). Bruttoinvesteringerne ligger for perioden 2009-2011 på niveau med det budgetterede. I 2012 ligger bruttoinvesteringerne noget under det budgetterede.

78. Bestyrelsen har i perioden 2009-2011 – med enkelte forskydninger mellem årene – valgt at iværksætte de planlagte investeringer, hvilket er i overensstemmelse med det investeringsniveau, som er fastlagt i strategien "Direction 2015". Greifswald-projektet blev ikke gennemført. Derimod blev der tilføjet et køb af Severn-kraftværket i Wales og en andel i Lincs-havvindmølleparken i Storbritannien. DONG Energy besluttede desuden i 2009 at købe aktieandele i A2Sea A/S og at foretage en investering i 2010 i et større installations fartøj (Seainstaller) til brug for etablering af havvindmølleparker. DONG Energy har desuden i 2011 iværksat projektet Siri repair, der ikke var forudsat i 2015-strategien. Siri repair er et projekt, hvor DONG Energy har været nødsaget til at iværksætte et større reparationsarbejde på et af DONG Energy's olieanlæg i Nordsøen. I 2011 og 2012 har bestyrelsen i 2 tilfælde afvist eller udskudt investeringer på vindområdet. Der var dog tale om investeringer, som ikke indgik i 2015-strategien.

79. Gennemgangen af bestyrelsens behandling af investeringsbudgetter og løbende drøftelser af investeringsniveauet viser, at bestyrelsen har fulgt niveauet for investeringerne tæt. Dette gælder ikke mindst forholdet mellem DONG Energy's nettogæld og indtjeningen med henblik på at sikre et forsvarligt kapitalberedskab og sikre, at selskabet opretholder en tilfredsstillende rating, der giver selskabet adgang til finansiering på attraktive vilkår.

Gennemgangen viser, at DONG Energy's bestyrelse i 2009 og 2010 er blevet forelagt budgetter, hvor investeringsniveauet ville medføre kapitalstrukturnøgletal, der oversteg DONG Energy's målsætning. I 2009 var der lagt op til en markant overskridelse. Gennemgangen viser imidlertid også, at DONG Energy overskred målsætningen i mindre omfang i 2009. I 2010 og 2011 blev målsætningen overholdt. I sidste halvdel af 2010 godkendte bestyrelsen, at DONG Energy optog yderligere hybridkapital for at styrke kapitalgrundlaget og sikre overholdelse af kapitalstrukturnøgletallet. Bestyrelsen indskærpede, at styrkelsen af kapitalgrundlaget kun måtte anvendes som buffer for at imødegå eventuelle fremtidige udsving i indtjening og gæld. DONG Energy gennemførte desuden en omkostningsreduktion som konsekvens af den finansielle krise.

I 2012 forventer DONG Energy en større overskridelse af målsætningen. Da DONG Energy's investeringer strækker sig over flere år, vil investeringsbeslutninger, der træffes et år, typisk indebære et kapitaltræk i de kommende 2-4 år. Investeringer har derfor ikke alene effekt på kapitalstrukturnøgletallet i beslutningsåret, men også de følgende år.

Gennemgangen af referater fra bestyrelsesmøder viser, at bestyrelsen flere gange og i stigende grad har udtrykt bekymring for DONG Energy's investeringsniveau – ikke mindst på vindområdet. Bestyrelsen har ved at godkende optagelse af hybridkapital som sikkerhedsmargin og ved at afvise 2 andre investeringer, som lå uden for den vedtagne strategi, taget aktive initiativer til at sikre, at investeringsniveauet levede op til DONG Energy's målsætning.

Rigsrevisionen kan imidlertid samtidig konstatere, at investeringsniveauet, der var fastlagt i strategien er fastholdt frem til 2011, da DONG Energy's bestyrelse har lagt vægt på at gennemføre investeringsprogrammet. Investeringsprogrammet udgør en central del af DONG Energy's strategi, hvor investeringerne – ikke mindst på vindområdet – forventes at skabe vækst. I 2012 har DONG Energy's bestyrelse udskudt beslutninger om flere investeringer.

Gennemgangen viser, at DONG Energy's reelle muligheder for at neddrøse investeringsprogrammet, fx ved reducere investeringernes omfang, på kort sigt er begrænsede. DONG Energy's investeringsomfang er på grund af allerede indgåede aftaler med eksterne parter stort set lagt fast inden for en tidshorisont på 2-3 år frem.

Frasalg

80. DONG Energy har siden 2009 benyttet sig af frasalg af aktiviteter for at gennemføre investeringsprogrammet. Frasalg skal ifølge DONG Energy bidrage til, at selskabet fokuserer forretningen ved at frasælge ikke-kerneaktiviteter, sprede risici og fastholde investeringstakten, uden at det går ud over selskabets nøgletal og ratings.

81. Tabel 16 viser DONG Energy's realiserede frasalg af aktiver i perioden 2009-2012.

Tabel 16. DONG Energy's realiserede frasalg af aktiver i perioden 2009-2012 (Mia. kr.)

2009	2010	2011	2012
0,9	7,2	5,4	3,2

Note: Tallet for 2012 vedrører de første 3 kvartaler.

Kilde: DONG Energy.

82. Niveaueet for de samlede budgetterede indtægter ved frasalg, og hvad det enkelte frasalgssemne forventes at indbringe, er kommercielt fortroligt.

Rigsrevisionen har sammenholdt DONG Energy's investeringsbudgetter og frasalgsplaner med de realiserede frasalg. Sammenholdelsen viser, at der generelt er stor forskel på de budgetterede og realiserede frasalg. Sammenholdelsen viser også, at DONG Energy i stigende grad budgetterer med frasalg af aktiviteter. Særligt i 2010 og i årene herefter udgør frasalg en væsentlig forudsætning for finansieringen af DONG Energy's investeringsprogram.

I 2010 solgte DONG Energy aktiviteter for 7,2 mia. kr., hvilket var væsentligt mere end budgetteret. DONG Energy foretog således i 4 tilfælde frasalg, der ikke var budgetteret med. Indtægterne stammede bl.a. fra salg af andele i havvindmølleparken Walney i Storbritannien. I 2011 og 2012 blev niveaueet for de budgetterede frasalg hævet markant.

83. Rigsrevisionens gennemgang viser, at frasalgene i 2011 genererede indtægter på 5,4 mia. kr., hvilket var noget mindre end forventet. En del af forklaringen var timingen af frasalgene, da salget af olieterminaler og transmissionsaktiver vedrørende Walney II, som var planlagt til at blive gennemført i 2011, først blev afsluttet i 2012.

Gennemgangen viser også, at DONG Energy's frasalg i 2012 ligeledes ikke har forløbet som planlagt. De realiserede frasalg er ikke endeligt opgjort, men forventes i lighed med 2011 at blive mærkbart under budgettet.

Samlet viser Rigsrevisionens undersøgelse, at DONG Energy har haft succes med at gennemføre frasalg som en del af investeringsprogrammet i 2010. I 2011 og 2012 har frasalgene imidlertid ikke haft det forventede niveau.

84. Rigsrevisionen har gennemgået referater fra bestyrelsesmøderne og DONG Energy's investeringsbudgetter for 2011 og 2012 for at vurdere, hvad bestyrelsen har gjort for at sikre, at forudsætningerne i budgetterne for 2011 og 2012 om frasalg var tilstrækkeligt velbegrundede – ikke mindst i forhold til forventet salgspris og timing.

85. Ifølge DONG Energy's retningslinjer skal bestyrelsen tage konkret stilling til det enkelte frasalg. De forventede frasalg er imidlertid også angivet i DONG Energy's investeringsbudgetter. Budgetterne er behandlet og godkendt af bestyrelsen. Det fremgår af budgetterne, at der for frasalgene er tale om tidlige overslag over det forventede provenu. I investeringsbudgettet for 2012 er der et generelt forbehold om, at budgetterede frasalg er behæftet med en vis usikkerhed.

86. Investeringsbudgetterne for 2011 og 2012 indeholder herudover ikke en nærmere beskrivelse af baggrunden for den forventede salgspris og timingen for de enkelte frasalg. DONG Energy har oplyst, at budgettering af frasalg er baseret på værdiansættelse af de pågældende aktiver eller selskaber, bl.a. på grundlag af prognoser for fremtidige pengestrømme og benchmarks baseret på sammenlignelige handler i markedet. Baggrunden for det budgetterede provenu og timingen i frasalgene drøftes i det relevante forretningsområde og i Investeringskomitéen. Det er imidlertid DONG Energy's vurdering, at det – trods de udarbejdede analyser – aldrig vil være muligt at give et eksakt estimat for salgsprisen. Dette afhænger af en række forhold, fx antallet af interesserede købere, der ikke er kendt på budgetteringspunktet.

87. Rigsrevisionens gennemgang af referaterne viser, at bestyrelsen ultimo 2010 i forbindelse med godkendelsen af investeringsbudgettet for 2011 drøftede frasalgsstrategien. Bestyrelsen konstaterede, at de frasalg, der var foretaget indtil videre, var forløbet godt, og at strategien med at skabe øget afkast gennem frasalg var lykkedes. Bestyrelsen tilkendegav samtidig, at den ønskede de planlagte frasalg gennemført, før der blev truffet beslutning om nye investeringer. Bestyrelsen udtrykte samtidig forståelse for, at en sådan timing kan være vanskelig at sikre. Bestyrelsen gav også udtryk for, at det er væsentligt, at DONG Energy ikke havner i "tvangssalgssituationer", hvor selskabet risikerer at måtte acceptere en uhensigtsmæssig lav salgspris.

88. Bestyrelsen har senest i 2012 ved flere lejligheder drøftet frasalgene og risici forbundet hermed. Direktionen har bl.a. orienteret bestyrelsen om, at der er stor tvivl om, hvorvidt det vil være muligt at gennemføre væsentlige dele af de forventede frasalg i 2012, da de budgetterede frasalg i 2012 bygger på et usikkert grundlag.

V. DONG Energy's lønninger, personalegoder mv.

Bestyrelsen og ledelsen i DONG Energy iværksatte ved fusionen i 2006 en proces, der skulle sikre en harmonisering af løn- og ansættelsesvilkår i selskabet. Ifølge DONG Energy havde nogle medarbejdergrupper fra de tidligere selskaber et relativt højt lønniveau. Det var derfor målsætningen at tilpasse sig det øvrige arbejdsmarked ved at reducere lønstigningstakten for disse grupper.

Til brug for lønstyringen har DONG Energy udarbejdet retningslinjer for løn- og ansættelsesvilkår, personalegoder mv., der bl.a. skal medvirke til at sikre, at selskabet kan tilbyde en konkurrencedygtig løn uden at blive lønførende. DONG Energy gennemfører systematiske benchmarks af løn for udvalgte grupper af chefer og medarbejdere, svarende til ca. 1/5 af selskabets ansatte. DONG Energy's systematiske benchmarks omfatter chefgruppen og grupper af medarbejdere inden for Exploration & Production og Energy Markets, hvor lønnen i et vist omfang er bestemt af et internationalt arbejdsmarked. Herudover foretager selskabet benchmarks på ad hoc-basis. Rigsrevisionen finder, at DONG Energy bør udvide anvendelsen af systematiske benchmarks, så det bliver muligt at overvåge lønniveauet for alle væsentlige grupper af chefer og medarbejdere med henblik på at sikre, at selskabet ikke er lønførende.

Rigsrevisionen har gennemgået DONG Energy's benchmarks af lønniveauet vedrørende chefgruppen og grupper af medarbejdere inden for Exploration & Production og Energy Markets. Herudover har Rigsrevisionen fået forelagt resultatet af undersøgelser vedrørende medarbejdere i vindafdelingen, indkøbsfunktionen og Risk & Treasury Management. Disse undersøgelser viste, at såvel chefgruppens 292 chefer som ca. 840 mellemledere og medarbejdere, der varetager funktioner, hvor lønnen skal sammenlignes med et internationalt arbejdsmarked, havde et lønniveau, der lå under niveauet i sammenlignelige virksomheder.

Rigsrevisionens egne analyser af DONG Energy's lønniveau viste, at bl.a. kontor- og kundeservicemedarbejdere samt faglærte og ufaglærte medarbejdere i DONG Energy – der udgør ca. 1/3 af selskabets medarbejdere – i 2011 lå på et højere lønniveau end det, der tilbydes i sammenlignelige virksomheder på det danske arbejdsmarked. Der er endvidere indikationer på, at de mellemledere, hvor lønnen skal sammenlignes med det danske arbejdsmarked, har et lønniveau, der ligger lidt over det øvrige arbejdsmarked.

Med hensyn til bestyrelsesaflønningen kan Rigsrevisionen konstatere, at bestyrelsesmedlemmerne ligger under niveauet sammenlignet med virksomheder i C20-indekset.

Rigsrevisionens undersøgelse af lønudviklingen i DONG Energy har vist, at chefgruppen i perioden 2008-2011 havde en højere lønudvikling end det øvrige arbejdsmarked. Chefgruppens lønudvikling skal ses i sammenhæng med, at lønnen for denne gruppe lå under niveauet i sammenlignelige virksomheder. Gruppen af faglærte og ufaglærte medarbejdere samt funktionærer har ligeledes i perioden en højere lønudvikling end det øvrige arbejdsmarked på grund af bl.a. en 2-årig overenskomst i 2008. DONG Energy reducerede i 2010 lønstigningstakten for disse grupper, mens stigningen i 2011 lå lidt over det øvrige arbejdsmarked. Faglærte og ufaglærte medarbejdere samt funktionærer har af historiske årsager et højere lønniveau end det øvrige arbejdsmarked. Rigsrevisionen kan konstatere, at det – bl.a. på grund af en lavere lønudvikling efter finanskrisen – ikke er lykkedes for DONG Energy at tilpasse lønniveauet til det øvrige arbejdsmarked ved hjælp af mindre lønstigninger end markedet. Gruppen af ledere og akademikere, der i 2011 udgjorde ca. 60 % af DONG Energy's medarbejdere, havde en lønudvikling under det øvrige arbejdsmarked.

DONG Energy har fastsat et loft for bonusudbetalinger til chefer og medarbejdere på 25-30 % af grundlønnen. Det er imidlertid muligt herudover at modtage engangsvederlag på op til en månedsløn. Denne grænse kan overskrides, men det kræver dog for koncernledelse og direktion godkendelse fra bestyrelsen og for øvrige medarbejdere godkendelse i henhold til "bedstefarprincippet", dvs. godkendelse fra en chef 2 trin højere oppe i hierarkiet. Rigsrevisionens undersøgelse har vist, at 5-11 % af cheferne i perioden 2009-2011 har modtaget bonus og vederlag, der samlet overstiger 25-30 % af deres grundløn.

Rigsrevisionen finder det u hensigtsmæssigt, at DONG Energy ikke har kunnet opgøre omkostninger til ledelse og administration præcist, og at selskabet som led i en omlægning af resultatopgørelsen ikke kan opgøre omkostningerne hertil for 2011 og 2012. DONG Energy har oplyst, at selskabet ved omlægningen følger omkostninger til ledelse og administration gennem benchmarks på udvalgte områder med sammenlignelige virksomheder inden for branchen.

89. Statsrevisorerne stillede som tidligere nævnt bl.a. spørgsmål om, hvordan DONG Energy's lønninger og omkostninger samt styringen heraf var sammenlignet med andre statslige selskaber, og hvordan DONG Energy tager skyldige økonomiske hensyn ved bl.a. aflønning af personale og personalegoder. Rigsrevisionen har derfor undersøgt, om lønninger og personalegoder i DONG Energy er på niveau med sammenlignelige selskaber, og hvordan selskabet styrer dette område.

DONG Energy's løn- og ansættelsesvilkår er ikke omfattet af de statslige overenskomster, idet DONG Energy indgår overenskomster og ansættelseskontrakter som private selskaber. Den statslige tilknytning sætter imidlertid nogle rammer for DONG Energy's muligheder for aflønning af ledelse og medarbejdere.

I "Staten som aktionær" fra 2004 indgår der en række anbefalinger vedrørende aflønning af direktion og medarbejdere, som Rigsrevisionen har taget udgangspunkt i ved vurderingen af DONG Energy's lønninger og personalegoder. Hovedelementet i anbefalingerne om løn fra "Staten som aktionær" er, at:

- statslige selskaber har en frihed til at tilbyde en konkurrencedygtig løn til chefer og medarbejdere
- selskaberne ikke bør være lønførende i forhold til sammenlignelige selskaber
- det påhviler bestyrelsen at indgå ansættelseskontrakter med direktionen og overvåge løn- og ansættelsesvilkår for andre medarbejdere.

Publikationen "Staten som aktionær" blev udarbejdet af en arbejdsgruppe med deltagelse fra Finansministeriet, Trafikministeriet og Økonomi- og Erhvervsministeriet i januar 2004.

90. Alene på grund af DONG Energy's størrelse, kompleksitet og branche er det umiddelbart svært at sammenligne selskabet med andre statslige selskaber og til dels også andre private selskaber i Danmark. Ved udgangen af 2011 ejede staten aktier i 19 aktieselskaber, hvoraf 11 var statslige aktieselskaber, dvs. staten ejer mere end 50 % af aktierne. I 2011 havde de statslige aktieselskaber en nettoomsætning på 71,8 mia. kr., hvoraf DONG Energy stod for 56,8 mia. kr. Det næststørste statslige selskab – Danske Spil – havde en nettoomsætning på 7,7 mia. kr. i 2011 og en medarbejderstab på 240 sammenholdt med DONG Energy's 6.098. DONG Energy har anført, at også særlige branchespecifikke forhold gør sammenligninger svære, ligesom selskabet inden for brancher som E&P, Wind Power og Energy Markets må konkurrere med andre energiselskaber, hvor lønningerne ifølge DONG bestemmes af det internationale marked og ikke lokale danske forhold. DONG Energy har videre anført, at det ikke giver meget mening at sammenligne lønnen for en stor del af DONG Energy's chefer og medarbejdere med almindelige danske lønstatistikker.

Rigsrevisionen er enig i, at der er branchespecifikke forhold, som gør, at i hvert fald nogle medarbejdergruppers løn- og ansættelsesvilkår vanskeligt lader sig sammenligne med løn- og ansættelsesvilkår i andre danske virksomheder. Men dette gælder dog ikke alle medarbejdergrupper. En betydelig del af DONG Energy's medarbejdere er beskæftiget inden for funktioner og under forhold, hvor der kan foretages sammenligninger med det øvrige danske arbejdsmarked. Sammenligninger, som i hvert fald kan give en indikation af, hvor DONG Energy's lønniveau ligger. Det er derfor vigtigt, at DONG Energy etablerer benchmarks, der kan give selskabet indikation af lønniveauet med henblik på at sikre, at selskabet ikke er lønførende.

A. Lønstyring

91. Rigsrevisionens undersøgelse af DONG Energy's lønstyring har vist følgende:

- DONG Energy er ikke omfattet af de statslige overenskomster, men indgår overenskomster og ansættelseskontrakter som private selskaber. Selskabet kan ifølge "Staten som aktionær" tilbyde en konkurrencedygtig løn til chefer og medarbejdere, men bør ikke være lønførende i forhold til sammenlignelige selskaber.
- I forbindelse med fusionen i 2006 gennemførte bestyrelsen, direktionen og koncernledelsen en proces, der munde ud i, at bestyrelsen godkendte en løn- og kontraktmodel og retningslinjer for kompensationsforhold for direktion, koncernledelse og Leadership Forum samt øvrige medarbejdere. DONG Energy iværksatte samtidig en omfattende harmoniseringsproces af løn- og ansættelsesvilkår for medarbejderne fra de forskellige selskaber.
- Det fremgår af DONG Energy's retningslinjer, at medarbejderne tilbydes en konkurrencedygtig og markedskonform løn, men at selskabet generelt ikke ønsker at være lønførende.
- Lønregulering af chefer og medarbejdere i DONG Energy foretages inden for en samlet ramme. Den årlige ramme fastsættes af koncernledelsen på baggrund af et analysearbejde, som HR-afdelingen udfører i november-februar.
- Bestyrelsen har løbende holdt sig orienteret om lønudviklingen i DONG Energy.
- DONG Energy's HR-afdeling har i perioden 2009-2011 gennemført årlige benchmarks af lønninger og personalegoder for Leadership Forum og 2 udvalgte forretningsområder. Herudover gennemfører selskabet andre ad hoc-benchmarks, når det skønnes nødvendigt. DONG Energy's systematiske benchmarks omfatter ca. 1/5 af selskabets chefer og medarbejdere.

92. Rigsrevisionen har undersøgt DONG Energy's lønstyring, herunder om selskabet har etableret retningslinjer og procedurer, der fastlægger rammer og niveau for aflønning, bonus mv. af chefer og medarbejdere og sikrer, at selskabet ikke bliver lønførende. Rigsrevisionen har endvidere undersøgt bestyrelsens rolle i lønstyringen.

93. I forbindelse med fusionsprocessen, hvor DONG Energy i sin nuværende form blev dannet ved en sammenlægning af en række selskaber, iværksatte selskabet en harmonisering af løn- og ansættelsesvilkår. I 2005 og 2006 gennemførte DONG Energy en proces, hvor 6 forskellige selskaber skulle fusioneres, og hvor løn- og ansættelsesvilkår fra de fusionerede enheder skulle samles i en fælles model. I store dele af 2006 blev der gennemført et forløb, hvor direktion, koncernledelse og bestyrelse drøftede og besluttede retningslinjer for løn- og ansættelsesvilkår for direktion, koncernledelse og de øverste ledelseslag (Leadership Forum, der består af 200-300 chefer) i DONG Energy. I foråret 2006 behandlede bestyrelsen løn- og ansættelsesvilkår for direktionen, og med virkning fra den 1. juli 2006 lå den fremtidige aflønnings- og indplaceringsstruktur for Leadership Forum fast. Processen blev afsluttet ved, at bestyrelsen på et møde den 3. oktober 2006 endeligt godkendte løn- og kontraktmodellen og retningslinjerne for kompensationsforhold for direktionen, koncernledelsen og Leadership Forum.

94. DONG Energy's bestyrelse forestår sammen med direktionen ledelsen af selskabet og skal sørge for en forsvarlig organisation af selskabets virksomhed. Selskabets daglige ledelse varetages af direktionen i overensstemmelse med de retningslinjer og anvisninger, som bestyrelsen har fastsat. I henhold til direktionsinstruksen skal direktionen forelægge sager af usædvanlig karakter for bestyrelsen. Det fremgår således af instruksen, at bestyrelsens godkendelse skal indhentes i alle sager, der efter selskabets eller koncernens forhold er af usædvanlig art eller af stor betydning. Bestyrelsen fastsætter årligt grænser for, hvilke sager der skal forelægges bestyrelsen. Rigsrevisionens undersøgelse har vist, at bestyrelsen i forbindelse med fusionen i 2006 har godkendt de overordnede rammer for løn- og ansættelsesvilkår i selskabet. DONG Energy har oplyst, at der i perioden 2009-2012 ikke har været sager, der har givet anledning til konkrete bestyrelsesorienteringer om forhold af unormal karakter. Formanden for bestyrelsen blev dog i foråret 2009 orienteret om ansættelsen af en Senior Vice President, hvor lønpakken var tilpasset stillingens særlige ansvar.

95. DONG Energy's bestyrelse nedsatte i oktober 2006 en såkaldt vederlagskomité. Komitéen er et udvalg bestående af formanden for bestyrelsen og 1-2 af de øvrige bestyrelsesmedlemmer. Vederlagskomitéen har især til opgave at vurdere og udarbejde indstillinger til bestyrelsen om løn, bonus og øvrige ansættelsesvilkår for koncernledelsen samt principper for løn, bonus og øvrige ansættelsesvilkår for medarbejdere i chefstillinger, som refererer til medlemmer af koncernledelsen.

96. Den 26. januar 2009 godkendte DONG Energy's bestyrelse den seneste vederlagspolitik for bestyrelse, direktion og koncernledelse. Vederlaget for bestyrelsen skal være på niveau med vederlaget i andre større danske virksomheder med internationale aktiviteter. Bestyrelsens vederlagskomité fremsætter forslag om direktionens aflønning, der derefter godkendes af den samlede bestyrelse. Aflønningen sammenholdes med tilsvarende større danske virksomheder og tilsvarende stillinger i internationale energivirksomheder.

97. Retningslinjer for kompensationsforhold i DONG Energy, der vedrører chefer og medarbejdere, tilrettes løbende af HR-afdelingen. Retningslinjerne er udarbejdet for at sikre, at DONG Energy kan tiltrække, fastholde og motivere dygtige medarbejdere, og for at sikre, at koncernen følger ensartede principper og kriterier for løndannelsen. Det er endvidere hensigten at sikre markedskonformitet og skabe transparens om principperne i løndannelsen, ligesom det skal give lønfastsættende chefer retningslinjer og værktøjer til brug for løndannelse og -samtaler. Retningslinjerne gælder for alle ansatte i DONG Energy. Inden for rammerne af retningslinjerne er koncerndirektørerne ansvarlige for løndannelsen i egne forretningsområder med HR-afdelingen som sparringspartner.

Det fremgår af retningslinjerne, at medarbejderne tilbydes en konkurrencedygtig og markedskonform løn. DONG Energy ønsker generelt ikke at være lønførende, men der skal være plads til at fokusere på enkeltsegmenter og specialistkompetencer. På sigt tilstræbes det, at lønniveauet for den samlede gruppe medarbejdere i et forretningsområde gennemsnitligt placerer sig tæt på det markedsrelevante niveau. Som en del af retningslinjerne er der som nævnt fastsat en kompensations- og vilkårsmodel (løn- og ansættelsesvilkår) for alle medarbejdere. Modellen indebærer, at chefer og medarbejdere i DONG Energy ud over grundløn, pension og bonus (for chefer er beløbsrammen op til 25-30 % af grundlønnen) tilbydes en række supplerende ydelser vedrørende feriefridage (10 dage, der inkluderer selskabets lukkedage 1. maj, 5. juni samt 24. og 31. december), ferietillæg (2,5 % henholdsvis 2 %) og en række personalegoder i form af forsikringer, fx helbredsforsikring og ulykkesforsikring. Herudover har selskabets chefer bl.a. mulighed for bilordning og øvrige arbejdsrelaterede personalegoder, bl.a. fri avis og telefon. Kompensations- og vilkårsmodellen (løn- og ansættelsesvilkår for medarbejdere i DONG Energy) gengives ikke, da DONG Energy har ønsket, at modellen holdes fortrolig.

98. Lønfastsættelse for direktører og chefer bygger på den stillingsstruktur, der blev fastsat i 2006. I løbet af 2011 var i alt 292 medarbejdere med i Leadership Forum. Lønfastsættelsen for mellemledere og medarbejdere uden for Leadership Forum bliver foretaget på baggrund af en vurdering af stillingens fagområde og tyngde, herunder ansvar, kompleksitet og uddannelseskrav. DONG Energy's HR-afdeling indhenter og bearbejder relevante statistikker til brug for lønreguleringen.

99. Lønregulering af chefer og medarbejdere i DONG Energy foretages inden for en samlet ramme. Den årlige ramme fastsættes af koncernledelsen på baggrund af et analysearbejde, som HR-afdelingen udfører i november-februar. Den årlige ramme forelægges til orientering for bestyrelsen.

En gang årligt vurderes de respektive medarbejders løn. Der reguleres normalt alene på grundlønnen. Det er den nærmeste chef med budgetansvar, der foretager vurderingen af medarbejdernes lønniveau og ønskede udvikling i samarbejde med den lokale HR-funktion. Udgangspunktet for vurderingen af løn er bl.a. den nuværende løn (bruttoløn) i forhold til medianlønnen for jobkategorien, aktuel performance og målopfyldelse, udviklingspotentiale/karriereplan samt markedsvilkår og lokale forhold. Chefen indstiller reguleringen af medarbejderen til nærmeste chef efter det såkaldte "bedstefarprincip", dvs. at det er chefen 2 trin over medarbejderen i hierarkiet, der godkender indstillingen fra medarbejderens nærmeste chef. HR-afdelingen sikrer efterfølgende, at lønreguleringerne ikke overstiger den fastsatte pulje.

100. Det er ifølge anbefalingerne i "Staten som aktionær" bestyrelsens ansvar at indgå ansættelseskontrakter med direktionen og overvåge løn- og ansættelsesvilkår for andre medarbejdere.

Direktionens lønforhold forelægges Vederlagskomitéen og bestyrelsen hvert år.

Chefgruppen i DONG Energy – kaldet Leadership Forum – har følgende stillingshierarki:	
Direktion	
•	Chief Executive Officer (CEO)
•	Chief Financial Officer (CFO)
Koncernledelsen	
•	Direktionen og 5 Executive Vice Presidents (direktørene for hver af de 5 forretningsområder)
Øvrige ledende medarbejdere	
•	Senior Vice President
•	Vice President
•	Senior Director
•	Director
•	Senior Manager

Bestyrelsesformanden har oplyst, at den generelle lønudvikling løbende er blevet debatteret på møderne mellem bestyrelsesformanden og den administrerende direktør, ligesom den årlige lønstigningsprocent for hele koncernen er blevet drøftet med den administrerende direktør og i visse situationer behandlet på bestyrelsesmøderne. Dette har muliggjort, at bestyrelsen har kunnet føre tilsyn med lønudviklingen. I januar 2010 udarbejdede DONG Energy, jf. boks 5, et notat om løn- og ansættelsesvilkår (kompensationsforhold) i DONG Energy. Bestyrelsesformanden har oplyst, at notatet blev behandlet på et af de løbende møder mellem bestyrelsesformanden og den administrerende direktør og efterfølgende sendt til orientering for bestyrelsen.

BOKS 5. UDDRAG AF DONG ENERGY'S NOTAT FRA JANUAR 2010 OM KOMPENSATIONSFORHOLD I DONG ENERGY

Det fremgår af notatet, at målt på grundlønner ligger **lønniveauet** for direktører og chefer typisk i den øvre ende sammenlignet med stillinger i danske virksomheder. Tages der højde for, at DONG Energy har forholdsvis lave performancebaserede lønandele og fraværet af langsigtede incitamentsprogrammer, ligger det samlede lønniveau lavere end sammenlignelige stillinger i peer-gruppen (gruppen af sammenlignelige virksomheder). Sammenlignet med lønniveauet i tilsvarende funktioner i udenlandske virksomheder er lønniveauet i DONG Energy typisk noget lavere. For ledere og funktionærer gælder, at der historisk set har været favorable kompensationsforhold i nogle af oprindelsesselskaberne. Fx var lønniveauet i det tidligere NESA, Elsam og Energi E2 højere end markedet generelt. Over tid forventes lønniveauet at blive mere markedskonformt, men processen tager tid.

I notatet redegjorde DONG Energy endvidere for **lønudviklingen i 2009**. Det fremgår, at der i 2. kvartal 2009 blev foretaget en regulering af lønningerne på samlet set 3,4 %. Det fremgår af notatet, at den samlede lønudvikling i DONG Energy lå over niveauet indmeldt til Dansk Arbejdsgiverforening (2,8 %). DONG Energy begrundede denne udvikling med, at de overenskomstomfattede medarbejdere med 2-årige aftaler blev reguleret væsentligt højere end markedet. For direktører og chefer var lønudviklingen på niveau med markedet, og for akademikere og nøglemedarbejdere havde lønudviklingen i både 2008 og 2009 ligget lavere end markedsniveauet. Endelig sammenligner DONG Energy lønudviklingen med en gruppe af virksomheder i peer-gruppen, dvs. et antal større danske virksomheder. Blandt disse virksomheder har 5 en højere lønudvikling end DONG Energy, og 8 en lavere udvikling.

101. DONG Energy's notat fra 2010 omtaler de strukturelle forskelle i lønniveauet i selskabet.

Allerede ved fusionen blev der taget hånd om en række af de lønforskelle, der var blandt de fusionerede selskaber. DONG Energy har oplyst, at ledelsen fra et af de oprindelige selskaber blev påtvunget en bonusordning og samtidig sat 10 % ned i løn for at sikre, at lønniveauet ikke blev for højt, og at lønnen i øvrigt blev kædet sammen med selskabets resultater. De pågældende ledere kunne således stadig opretholde deres oprindelige lønniveau ved at opfylde nogle konkrete målsætninger. Herudover blev en række ordninger vedrørende bl.a. medarbejderbonus og forhøjede kørselstillæg fra de oprindelige selskaber fjernet. DONG Energy har endvidere oplyst, at der i 2009 og årene efter blev vedtaget en ganske defensiv lønudvikling på grund af finanskrisen, og i 2011 blev lønreguleringstidspunktet flyttet fra 1. april til 1. juni for at sikre, at selskabet i højere grad lønregulerer på bagkant af de større virksomheders lønudvikling. DONG Energy har oplyst, at der var fokus på at sikre den fremtidige organisations funktioner og operationer for ikke at risikere brud på forsyningssikkerheden som følge af arbejdsnedlæggelser mv.

102. Vederlagskomitéen og bestyrelsen foretager hvert år en vurdering af direktionen og koncernledelsens performance, der munder ud i fastlæggelse af niveauet for de generelle lønforhøjelser og den årlige incitamentsbaserede bonus.

103. Rigsrevisionen har undersøgt, i hvilket omfang DONG Energy som led i lønstyringen gennemfører benchmark af selskabets lønniveau i forhold til sammenlignelige virksomheder. DONG Energy har oplyst, at selskabet årligt gennemfører et benchmark af Leadership Forum, og at selskabet årligt har foretaget benchmarks af de industrier, hvor der kan konstateres en lønstigningstakt, der overstiger det generelle danske niveau. Tabel 17 viser en oversigt over de systematiske benchmarks, som DONG Energy har gennemført i perioden 2009-2011.

Tabel 17. Benchmarks gennemført af DONG Energy i perioden 2009-2011

Medarbejdergruppe i DONG Energy	Sammenligningsgrundlag	Antal medarbejdere i DONG Energy
Leadership Forum	Store danske virksomheder	250-275
E&P Danmark og Norge	Et mindre antal energiselskaber i Danmark og Norge	350
Energy Markets	Et mindre antal europæiske energiselskaber	275-300

Kilde: DONG Energy.

Det fremgår af tabel 17, at lønniveauet for Leadership Forum, E&P og Energy Markets hvert år er blevet benchmarket med sammenlignelige virksomheder i perioden 2009-2011. DONG Energy har oplyst, at der løbende foretages ad hoc-benchmarks af mindre, udvalgte medarbejdergrupper, og at selskabet har adgang til en onlinedatabase, der anvendes til sammenligning af lønniveauet for mellemledere og medarbejdere. DONG Energy har endvidere oplyst, at selskabet arbejder på at udvide de systematiske benchmarks til områderne Wind Power/Remuneration og Risk & Treasury. Selskabet har et ønske om at udvide brugen af systematiske benchmarks og har oplyst, at selskabet allerede gør, hvad der er muligt på dette område.

B. Niveaueet i DONG Energy's lønninger og personalegoder

104. Rigsrevisionens undersøgelse af DONG Energy's lønninger og personalegoder har vist følgende:

- DONG Energy's årsværksforbrug er steget med 21 % i perioden 2007-2011. De samlede personaleomkostninger og omkostninger pr. årsværk er ligeledes steget over årene, dog er 2010 en undtagelse, idet såvel de samlede omkostninger som omkostninger pr. årsværk faldt i forhold til 2009.
- DONG Energy har sammenlignet lønniveauet for 292 chefer i Leadership Forum og ca. 840 mellemledere og medarbejdere inden for bl.a. E&P og Energy Markets, hvor lønnen skal sammenlignes med lønninger i tilsvarende nationale og internationale virksomheder. DONG Energy's sammenligninger viser, at selskabets chefers løn generelt ikke ligger over sammenligningsniveauet. Tilsvarende gælder for mellemledere og medarbejdere inden for bl.a. E&P og Energy Markets.
- DONG Energy har ikke gennemført benchmarks af lønniveauet for alle medarbejdergrupper i selskabet. Rigsrevisionen har derfor foretaget en sammenligning af lønniveauet i selskabet for 2011 for udvalgte grupper med eksterne lønstatikker. Der er en vis usikkerhed knyttet til de konkrete opgørelser over lønforskelle, og det har ikke været muligt at foretage valide benchmarks af den store gruppe af højt kvalificerede medarbejdere. Undersøgelsen kan dog vise nogle generelle tendenser for DONG Energy's lønniveau for større medarbejdergrupper.

- Der er indikationer på, at den gruppe af mellemledere i DONG Energy, hvor lønnen ikke påvirkes af udenlandske lønniveauer, generelt har et lønniveau, der ligger lidt over mellemledere i tilsvarende stillinger på det øvrige arbejdsmarked.
- Lønniveauet for en række medarbejdergrupper, der udgør 1/3 af DONG Energy's medarbejdere, og som bl.a. omfatter kontor- og kundeservicemedarbejdere, faglærte og ufaglærte medarbejdere samt laboranter og maskinmestre, ligger generelt over niveauet for tilsvarende grupper på arbejdsmarkedet.

105. Tabel 18 viser antallet af medarbejdere, de samlede personaleomkostninger og de gennemsnitlige omkostninger pr. årsværk i perioden 2007-2011.

Tabel 18. Antal årsværk, personaleomkostninger og omkostninger pr. årsværk i perioden 2007-2011

	2007	2008	2009	2010	2011
Antal årsværk	5.042	5.644	5.865	5.874	6.098
Personaleomkostninger i mia. kr. i løbende priser ¹⁾	2,82	3,25	3,74	3,64	4,10
Omkostninger pr. årsværk i mio. kr. i løbende priser og faste 2011-priser	0,560 (0,624)	0,576 (0,620)	0,637 (0,668)	0,620 (0,636)	0,673 (0,673)

¹⁾ Personaleomkostninger omfatter gager, lønninger og honorarer, pensioner og andre omkostninger til social sikring og øvrige personaleomkostninger.

Note: Fastprisberegningen er foretaget på grundlag af Danmarks Statistiks lønindeks for industri, råstofvindning og forsyningsvirksomhed.

Kilde: DONG Energy's årsrapporter for 2007-2011.

Det fremgår af tabel 18, at DONG Energy løbende har udvidet medarbejderstaben siden 2007. Samlet er DONG Energy's årsværksforbrug forøget med 1.056 årsværk, svarende til ca. 21 %. En væsentlig del af personaleudvidelsen skete fra 2007 til 2008, hvor antallet af årsværk steg med godt 600. Personaleomkostningerne er tilsvarende steget over årene, dog er 2010 en undtagelse, idet omkostningerne faldt 0,1 mia. kr. i forhold til 2009, selv om antallet af årsværk var konstant. Tabellen viser endvidere udviklingen i omkostninger pr. årsværk i såvel løbende som faste priser. Omkostninger pr. årsværk varierer over årene, hvor 2008 er lavest (i faste priser), mens 2011 er det år, hvor omkostninger pr. årsværk har været højest. Det skal bemærkes, at omkostninger pr. årsværk er et gennemsnitstal for alle årsværk, og at en ændring i omkostninger pr. årsværk dels kan henføres til lønudvikling, dels til en ændring i personalets sammensætning (fx uddannelsesbaggrund, alder og cheftingde).

106. DONG Energy har ikke foretaget benchmark for alle medarbejdergrupper. Rigsrevisionen har derfor sammenlignet DONG Energy's lønniveau for flere medarbejdergrupper med eksterne lønstatistikker. I boks 6 har Rigsrevisionen redegjort for nogle af de metodiske problemstillinger ved sammenligningen.

BOKS 6. METODISKE OVERVEJELSER VED BENCHMARK AF DONG ENERGY'S MEDARBEJDERGRUPPER

DONG Energy er et statsligt aktieselskab, som befinder sig i en gruppe af forskelligartede selskaber, der beskæftiger forskellige typer af medarbejdere, og som agerer i forskellige brancher. Hertil kommer, at DONG Energy er langt det største statslige aktieselskab med en omsætning, der udgør næsten 80 % af den samlede omsætning for statslige aktieselskaber. Rigsrevisionen har derfor ikke sammenlignet lønniveauet i DONG Energy med de andre statslige aktieselskaber, men har anvendt løndata fra grupper på det danske arbejdsmarked, der i videst muligt omfang matcher DONG Energy's medarbejdere.

Sammenligningen tager udgangspunkt i medianlønnen, der defineres som det mellemste lønbeløb, når lige mange lønmodtagere får mere henholdsvis mindre end dette. Ved at sammenligne medianlønnen tager Rigsrevisionen også udgangspunkt i, at DONG Energy skal have mulighed for at anvende lønspredning som et styringsværktøj i relation til medarbejdere, og at selskabet skal have mulighed for at tildele særlige medarbejdere lønninger, der ligger væsentligt over de øvrige. Rigsrevisionen har for flere grupper af medarbejdere beregnet gennemsnitslønnen, der kun i begrænset omfang varierer fra medianlønnen.

Rigsrevisionen har modtaget data over alle lønudbetalinger i DONG Energy i 2011 opdelt på (anonymiserede) enkeltpersoner. For hver person er lønnen opdelt i grundløn, tillæg, bonus, overtidsbetaling, pension, personalegoder og en række mindre betydelige lønelementer. DONG Energy har i 2011 udbetalt løn til 6.386 medarbejdere. I forbindelse med sammenligningen har Rigsrevisionen udeladt alle medarbejdere, der er ansat eller fratrukket i løbet af 2011, og medarbejdere, der ikke arbejder på fuld tid. I alt 4.377 medarbejdere har været på fuld tid i DONG Energy i hele 2011. Rigsrevisionens benchmark er foretaget blandt grupper af disse medarbejdere.

Medarbejderne udgør en meget blandet gruppe, der er opdelt på en lang række personalekategorier, afhængigt af bl.a. ansvarsområde, uddannelsesmæssig baggrund og ansættelsesvilkår. Disse personalekategorier er herefter underopdelt i forskellige stillingskategorier, der bl.a. afspejler arbejdsfunktioner og -områder. Hertil kommer, at der til de enkelte medarbejdere er knyttet en række individuelle forhold, fx erhvervs erfaring og særlige kvalifikationer. Bortset fra Leadership Forum er der ikke fastsat en standardiseret stillingsstruktur i DONG Energy.

Rigsrevisionen har i muligt omfang opdelt chefer og medarbejdere i DONG Energy i en række grupper og sammenlignet lønniveauet med forskellige relevante eksterne lønstatistikker. Præcisionen i analysen er afhængig af, i hvor høj grad det er muligt at opdele medarbejdere i grupper, der svarer til populationen i benchmarket. I praksis er det ikke muligt at opnå fuldstændig overensstemmelse.

DONG Energy har anmodet om, at de faktiske (median) lønninger for de respektive grupper af medarbejdere holdes fortroligt af konkurrencemæssige årsager. Rigsrevisionen har derfor i præsentationen af de forskellige benchmark indekseret lønningsniveauerne.

Den væsentligste problemstilling i forbindelse med et benchmark er at finde et relevant sammenligningsgrundlag. DONG Energy har bl.a. anført følgende:

- På ledelsesniveau stiger lønnen typisk med virksomhedens størrelse og kompleksitet.
- Lønniveauet for en række af selskabets teknikere og medarbejdere med kommercielle kompetencer i energivirksomheder ligger ofte højere end gennemsnittet for danske virksomheder på grund af den internationale konkurrence om denne arbejdskraft.
- Lønniveauet for en række specialister inden for bl.a. trading, finansiering og risikostyring er mere sammenligneligt med lønniveauet i finansielle virksomheder, mens lønniveauet for fx indkøbere skal sammenlignes med meget store anlægstunge virksomheder i udlandet inden for bl.a. efterforskning efter og produktion af olie og naturgas samt offshore vindbranchen.

DONG Energy finder ikke, at det giver meget mening at sammenligne lønnen for en stor del af DONG Energy's mellemledere og medarbejdere med almindelige danske lønstatistikker. DONG Energy har videre anført, at Rigsrevisionen ikke har foretaget 1:1 benchmarks, så det sikres, at stillingerne er reelt sammenlignelige.

Rigsrevisionen er enig i, at DONG Energy's størrelse, struktur og internationale relationer kan gøre det vanskeligt at finde relevante benchmarks for dele af selskabets medarbejdere. Rigsrevisionen har anvendt DONG Energy's egne benchmarks, hvor de findes. For de grupper, hvor selskabet ikke har etableret et sammenligningsgrundlag, har Rigsrevisionen efter drøftelser med DONG Energy søgt at etablere det bedst mulige sammenligningsgrundlag.

Internationale benchmarks

107. En betydelig del af DONG Energy's chefer og medarbejdere virker inden for et internationalt marked. DONG Energy har fremlagt en række såvel systematiske som mere ad hoc-prægede benchmarks af selskabets lønniveau i forhold til det internationale arbejdsmarked.

DONG Energy har fået konsulentfirmaer til at sammenligne lønniveauet for E&P og Energy Markets. Resultatet viser, at for de ca. 300 medarbejdere, mellemledere og chefer/direktører i Energy Markets ligger den overvejende del under lønniveauet i andre europæiske energiselskaber. For ca. 350 medarbejdere, mellemledere og chefer/direktører i E&P ligger den overvejende del i henhold til det gennemførte benchmark ligeledes under markedsniveauet.

108. Der er ikke gennemført tilsvarende systematiske benchmarks for andre forretningsområder, hvor lønningerne også i et vist omfang fastsættes i forhold til et internationalt jobmarked. DONG Energy har ved andre mindre og ad hoc-prægede benchmarks sandsynliggjort, at også andre dele af selskabets forretningsområder i international konkurrence ikke ligger over benchmark.

DONG Energy har oplyst, at Wind Power stadig er en ny industri, og at alle benchmarks har været på et sporadisk niveau. DONG Energy har udleveret et benchmark, der omfatter 61 specialister og mellemledere inden for konkrete tekniske discipliner ud af et samlet antal medarbejdere i Wind Power på over 1.000 medarbejdere ultimo 2011. Resultatet viser, at alle ligger under det benchmark, som DONG Energy har anvendt. Selskabet har oplyst, at dette billede svarer til erfaringerne med rekrutteringer til forretningsområdet.

DONG Energy har fremlagt benchmarks for ca. 190 mellemledere og medarbejdere i Risk & Treasury Management og indkøbsfunktionen. Resultatet af disse benchmarks var, at DONG Energy's lønninger lå lavt i forhold til markedet.

109. Rigsrevisionen har ikke mulighed for at kvalitetssikre de fremlagte benchmarks, da de i nogen udstrækning er baseret på data, som Rigsrevisionen ikke har adgang til.

Lønniveauet for chefgrupperne i Leadership Forum og mellemledere

110. DONG Energy gennemfører selv årlige benchmarks af lønniveauet i Leadership Forum. Selskabets benchmarks for 2011 har vist, at medianlønnen for alle grupperne ligger 2-10 % under lønniveauet i benchmarket, der består af ca. 65 store danske virksomheder. Undtaget herfra er chefgruppen Senior Manager, som har et lønniveau, der ligger ca. 5 % over benchmarket. I DONG Energy's undersøgelse er de chefer, der er omfattet af advokatundersøgelsen, undtaget. Hvis disse chefer indgik, ville gruppen af Senior Vice Presidents have et lønniveau, der ligger 13 % over benchmarket. DONG Energy har bemærket, at Leadership Forums lønfefterslæb reelt er større, fordi DONG Energy skal sammenlignes med virksomheder i C20-indekset, og fordi chefer i DONG Energy ikke har aktiebaserede ordninger, som findes i nogle andre større selskaber.

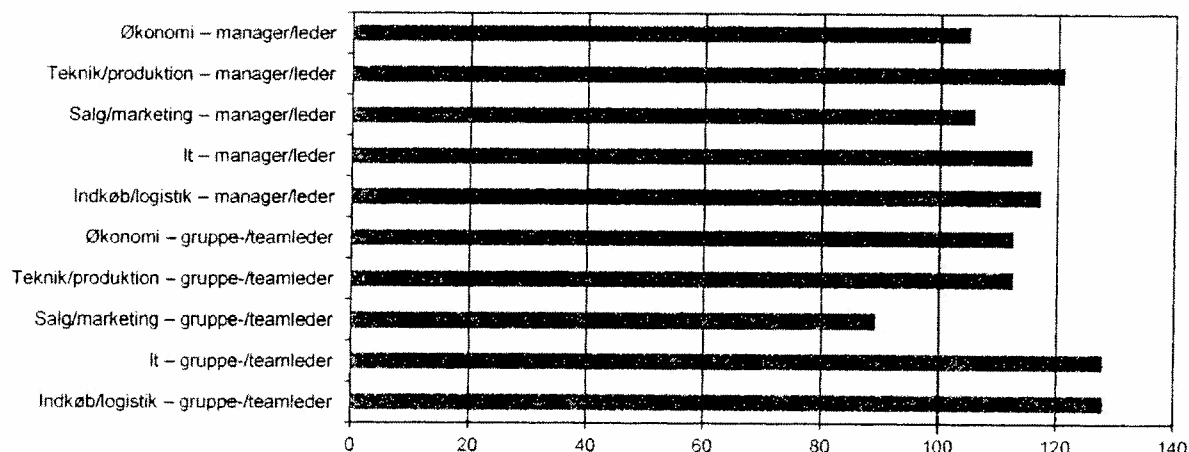
111. Rigsrevisionen har undersøgt lønniveauet blandt DONG Energy's mellemledere. Rigsrevisionen har taget udgangspunkt i de lønstatistikker, som DONG Energy's HR-afdeling udsender som vejledning til cheferne i forbindelse med lønregulering. De mellemledere, Rigsrevisionen har undersøgt, er opdelt i 2 hovedgrupperinger: manager/leder og gruppe-/teamleder. Lederne er herefter fordelt på 5 hovedfunktioner: økonomi, teknik/produktion, salg/marketing, it og indkøb/logistik. Rigsrevisionen har endvidere taget udgangspunkt i, at den gennemsnitlige mellemleder ligger i aldersgruppen 40-49 år.

Rigsrevisionen har med hjælp fra DONG Energy indplaceret selskabets mellemledere inden for de 5 hovedfunktioner. I forbindelse med dette arbejde påpegede DONG Energy, at mange af mellemlederne var beskæftiget inden for forretningsområder som Energy Markets og E&P, hvor lønnen ikke kunne sammenlignes med danske lønninger. DONG Energy markerede disse medarbejdere, der herefter blev undtaget fra sammenligningen. DONG Energy har endvidere anført, at anvendelsen af en gennemsnitlig mellemleder på 40-49 år er en forenkling, der vil undervurdere lønniveauet.

112. Figur 6 viser lønniveauet i 2011 for mellemledere sammenholdt med lønniveauet i DONG Energy's vejledende lønstatistik for sammenlignelige virksomheder.

DONG Energy udbetalede i 2011 løn til i alt 453 mellemledere, hvoraf 385 er på fuld tid og har været ansat i DONG Energy hele 2011. Rigsrevisionen har samarbejdet med DONG Energy placeret 300 medarbejdere i de forskellige personalekategorier. De resterende kan enten ikke umiddelbart placeres i en af de anvendte grupper eller er beskæftiget inden for funktioner, hvor det ikke er muligt at sammenligne med danske lønstatistikker. Rigsrevisionen har taget udgangspunkt i de lønstatistikker, DONG Energy's HR-afdeling har udsendt som vejledning til brug for lønregulering af ledere og medarbejdere. Som benchmark har Rigsrevisionen anvendt lønniveauet for en medarbejder på 40-49 år (gennemsnitsalderen i selskabet er 42 år).

Figur 6. Lønniveauet i 2011 for mellemledere i forhold til benchmark (indeks=100)



Note: Benchmark omfatter grundløn (og feriepenge), tillæg, bonus og pension.

Kilde: DONG Energy.

Det fremgår af figur 6, at mellemledere i DONG Energy generelt har et højere lønniveau end medarbejdere i tilsvarende funktioner i sammenlignelige virksomheder. Mellemlederne i DONG Energy har et lønniveau, der er 3-26 % højere end benchmark. Undtaget er selskabets gruppe- og teamledere inden for salg/marketing, der ligger ca. 11 % under benchmarket.

113. DONG Energy har peget på fejlkilder i benchmarket af selskabets mellemledere, som betyder, at Rigsrevisionen overvurderer selskabets lønninger og undervurderer lønniveauet for benchmarket. Mellemledere i de anvendte benchmarks har ofte ikke selvstændigt personale- og budgetansvar, hvilket er tilfældet for den overvejende del af DONG Energy's mellemledere. DONG Energy er herudover en betydelig større virksomhed med et højere lønniveau end de gennemsnitsvirksomheder, der indgår i benchmarket.

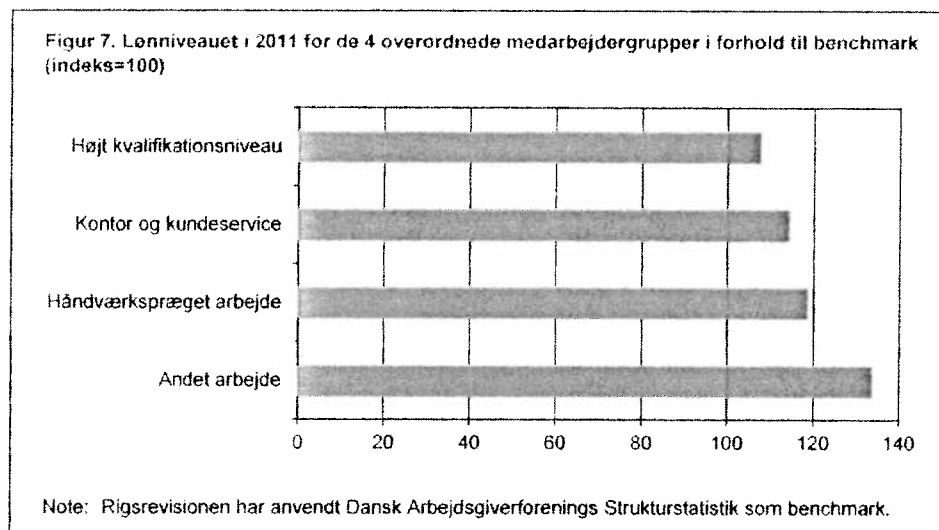
Rigsrevisionen er enig i, at der kan være nogle fejlkilder i sammenligningen, men finder dog, at resultatet af undersøgelsen giver en indikation af lønniveauet i forhold til sammenligningsgrundlaget, som er DONG Energy's egen vejledende lønstatistik, der bruges internt i DONG Energy.

114. DONG Energy har i forbindelse med beretningshøringen fremlagt en sammenligning af lønniveauet for 335 mellemledere med en statistik for det danske arbejdsmarked. DONG Energy's sammenligning viser, at 119 mellemledere ligger under medianen, og 205 ligger over medianen. De resterende ligger præcis på medianlønnen. Samlet viser DONG Energy's undersøgelse, at de udvalgte mellemledere i DONG Energy har et samlet lønniveau på 2,6 % over medianen. Rigsrevisionen kan konstatere, at DONG Energy's egen undersøgelse har vist, at medianlønnen for selskabets mellemledere ligger lidt over medianen i benchmarket, og at ca. 60 % af lederne har en løn, der ligger over medianlønnen for benchmarket. Rigsrevisionen skal dog bemærke, at den gruppe af mellemledere, DONG Energy har anvendt, ikke er ikke helt identisk med de mellemledere, der indgår i Rigsrevisionens sammenligning.

Lønniveauet for øvrige medarbejdere

115. Rigsrevisionen har sammenlignet lønniveauet for øvrige medarbejdere i DONG Energy med tilsvarende grupper på det danske arbejdsmarked. Øvrige medarbejdere omfatter alle bortset fra Leadership Forum og mellemledere. For at opnå et så validt resultat af sammenligningen som muligt har Rigsrevisionen dels foretaget en analyse af DONG Energy's lønniveau ud fra en bred sammenligning baseret på 4 overordnede medarbejdergrupper, dels en analyse baseret på en række mindre, men mere specifikke medarbejdergrupper.

116. Figur 7 viser lønniveauet for de 4 overordnede medarbejdergrupper i DONG Energy. Hver søjle repræsenterer et lønindeks for medarbejdernes løn, hvor sammenligningsgruppen svarer til indeks 100. De 4 overordnede gruppen repræsenterer godt 3/4 af DONG Energy's øvrige medarbejdere, svarende til ca. 4.300 personer.



Det fremgår af figur 7, at lønniveauet i DONG Energy for de 4 overordnede medarbejdergrupper er højere end for tilsvarende medarbejdere i benchmarket. Forskellen i lønniveauet er størst for gruppen "Andet arbejde" og mindst for gruppen "Højt kvalifikationsniveau".

DONG Energy har oplyst, at medianlønnen for gruppen "Højt kvalifikationsniveau" trækkes op af særligt specialiserede medarbejderkategorier, der oppebærer et relativt højt lønniveau. Det drejer sig bl.a. om fundament- og olie-/gasingeniører samt særlige grupper af økonomer, jurister og forretningsudviklere. Hertil kommer, at mange fra gruppen "Højt kvalifikationsniveau" indgår i gruppen af medarbejdere, hvor lønniveauet bør sammenlignes med lønniveauet i energibranchen. Rigsrevisionen er enig med DONG Energy i, at det er vanskeligt at foretage benchmark af lønniveauet for denne store gruppe medarbejdere. Rigsrevisionen skal endvidere bemærke, at lønnen for mange af de medarbejdere, der indgår i denne gruppe, skal sammenlignes med internationale lønninger. Disse medarbejdere indgår også i vid udstrækning i de internationale benchmarks, som DONG Energy har foretaget. Resultatet af benchmarket for gruppen "Højt kvalifikationsniveau" er derfor præget af en betydelig usikkerhed. Rigsrevisionen finder, at der er for mange usikkerheder forbundet med at sammenligne den store gruppe af højt kvalificerede medarbejdere til, at der kan drages nogen konklusion.

DONG Energy har anført, at det for grupperne "Kontor og kundeservice", "Håndværkspræget arbejde" og "Andet arbejde" er korrekt, at den samlede løn for disse grupper er højere end på det generelle danske arbejdsmarked. DONG Energy har videre anført, at det skal ses i sammenhæng med, at gruppen blot udgør i alt 1.662 medarbejdere, og at lønniveauet for gruppen er lavere end for øvrige medarbejdergrupper i DONG Energy. DONG Energy har videre forklaret, at det primært skyldes historiske forhold fra oprindelsesselskaberne, hvor der specielt i kraftværkselskaberne Elsam og Energi E2 generelt var et højt lønniveau. DONG Energy har – som tidligere nævnt – oplyst, at der løbende er arbejdet mod en harmonisering af ansættelsesvilkårene for at tilpasse lønnen til markedet. Der forventes således en naturlig tilpasning af lønnen til markedet. Finanskrisen har dog forlænget denne tilpasning på grund af arbejdsmarkedets lave lønudvikling i de senere år. Hertil kommer, at DONG Energy i 2008 indgik en 2-årig aftale om lønstigninger lige før finanskrisen. Derved kom selskabet til at give højere lønstigninger i 2009 end de virksomheder, som kun indgik 1-årige aftaler.

Højt kvalifikationsniveau omfatter bl.a. ingeniører, jurister og økonomer

Antal medarbejdere: 2.682 (1.646)

Kontor og kundeservice omfatter bl.a. regnskab, bogholderi og salgsassistent

Antal medarbejdere: 827 (573)

Håndværkspræget arbejde omfatter bl.a. mekanikere, elektriske og smede

Antal medarbejdere: 593 (447)

Andet arbejde omfatter bl.a. specialarbejdere, karriereassistenter og lagerarbejdere

Antal medarbejdere: 242 (164)

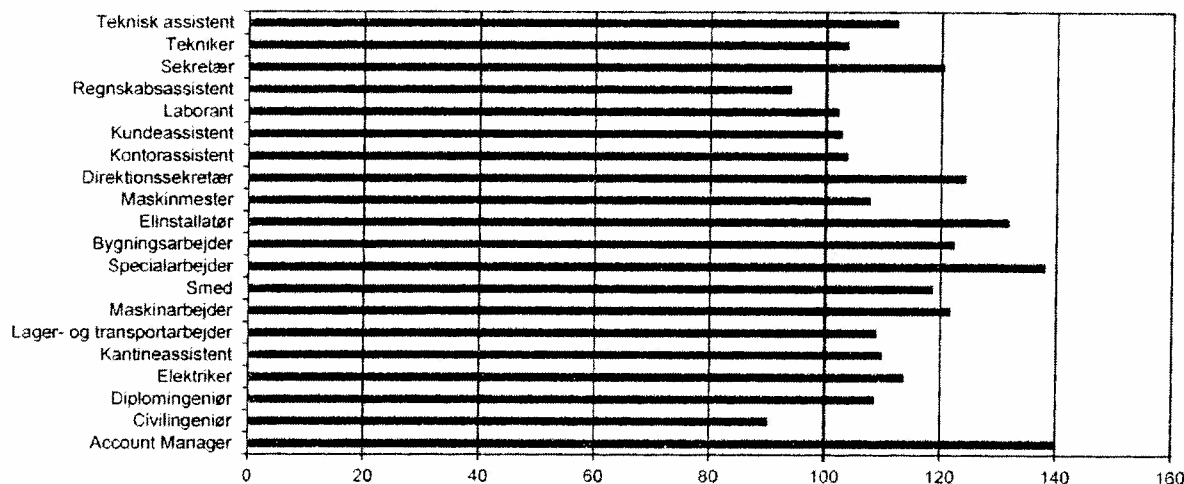
Antallet i parentes viser, hvor mange personer der indgår i undersøgelsen, når medarbejdere, der ikke har arbejdet hele 2011, og medarbejdere, der er på deltid, er fratrukket

Den lønstatistik, der anvendes i denne del af analysen, udarbejdes af DONG Energy's HR-afdeling og udsendes som vejledning til chefer og ledere til brug for de årlige lønreguleringer. Statistikken anvendes herefter sammen med en konkret vurdering af den enkelte medarbejder til at fastlægge lønniveauet.

DONG Energy har siden 2006 arbejdet på at gøre lønningerne for disse grupper markeds-konforme. Rigsrevisionen kan konstatere, at dette endnu ikke er lykkedes.

117. DONG Energy udarbejder lønstatistikker for forskellige personalegrupper og stillingskategorier som vejledning til chefer og mellemledere. Lønstatistikkerne anvendes bl.a. i forbindelse med de årlige lønreguleringer. Rigsrevisionen har foretaget en supplerende analyse med udgangspunkt i de lønstatistikker, selskabet selv anvender i forbindelse med de årlige lønreguleringer. Figur 8 viser lønniveauet for 20 medarbejdergrupper, der repræsenterer ca. 1/4 af alle DONG Energy's medarbejdere. De fleste af de 20 medarbejdergrupper indgår også i ovenstående benchmark af de 4 overordnede medarbejdergrupper. Dette benchmark skal derfor ses som en mere specifik sammenligning af enkeltgrupper. Desuden indgår ca. 270 laboranter og maskinmestre, der ikke er omfattet af vurderingen af lønniveauet for de 4 overordnede medarbejdergrupper i figur 7.

Figur 8. Lønniveauet i 2011 for 20 medarbejdergrupper i forhold til benchmark



Kilde: DONG Energy.

Det fremgår af figur 8, at for de 20 medarbejdergrupper, det var muligt at indplacere i forhold til sammenligningsgrundlaget, ligger DONG Energy's lønniveau over benchmark for de 18. Kun 2 grupper har et lønniveau, der ligger under de sammenlignelige grupper. Det fremgår bl.a. af figuren, at maskinmestre og i beskedent omfang laboranter i lighed med de øvrige grupper også ligger over benchmark.

Denne analyse har den svaghed, at det uden en konkret gennemgang af de enkelte personalesager er vanskeligt at matche betydelige dele af selskabets medarbejdere med de relevante statistikker, idet DONG Energy ikke anvender standardiserede titler på tværs af organisationen. Der er derfor nogen usikkerhed knyttet til afgrænsningen af de enkelte grupper. De grupper, som indgår i denne del af undersøgelsen, er primært faglært arbejdskraft samt kontor- og kundeservicemedarbejdere.

118. Samlet peger denne del af undersøgelsen på, at lønniveauet for en række medarbejdergrupper, der udgør 1/3 af DONG Energy's medarbejdere, og som bl.a. omfatter kontor- og kundeservicemedarbejdere, faglærte og ufaglærte medarbejdere samt laboranter og maskinmestre, generelt ligger over niveauet for tilsvarende grupper på arbejdsmarkedet.

C. Lønudviklingen i DONG Energy

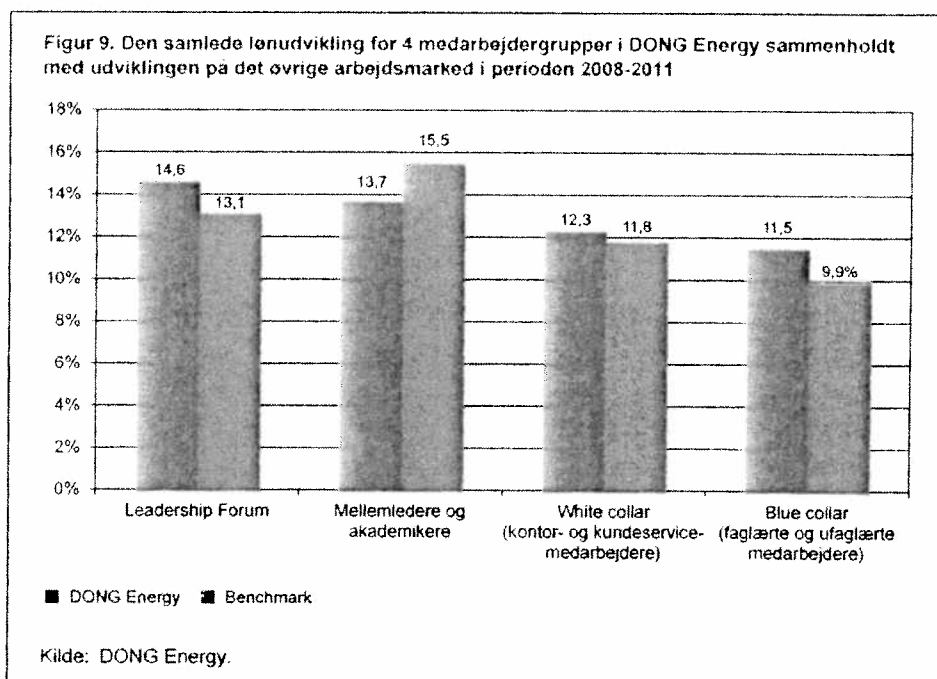
119. Rigsrevisionens undersøgelse af lønudviklingen i DONG Energy har vist følgende:

- DONG Energy's Leadership Forum samt white collar- og blue collar-medarbejdere har samlet for perioden 2008-2011 haft en lønudvikling, der ligger lidt over udviklingen for sammenlignelige grupper på DA-området. Lønudviklingen for ledere og akademikere, der udgør den største gruppe, har som den eneste gruppe ligget under sammenligningsgrundlaget.
- White collar- og blue collar-medarbejdere (faglærte og ufaglærte medarbejdere samt kontor- og kundeservicemedarbejdere), der har et højt lønniveau, havde også en højere lønudvikling end det øvrige arbejdsmarked. Det var især i 2008 og 2009 samt i mindre omfang i 2011, at lønstigningen for disse grupper lå over det øvrige arbejdsmarked. DONG Energy reducerede i 2010 lønstigningen for disse grupper til under udviklingen på det øvrige arbejdsmarked.

120. Rigsrevisionen har undersøgt udviklingen i lønningerne i DONG Energy i de senere år sammenholdt med den almindelige lønudvikling. I forbindelse med harmoniseringen af løn- og ansættelsesvilkår efter fusionen i 2006 var det hensigten, at DONG Energy's lønniveau skulle modsvare det øvrige arbejdsmarked. Det var hensigten, at de grupper, der havde en relativt høj løn, skulle nå markedsniveauet ved, at stigningstakten i lønnen skulle ligge under det øvrige arbejdsmarked.

I 2006 blev lønreguleringen som nævnt fastlagt og gennemført i de 6 oprindelige selskaber, der fusionerede til DONG Energy. I 2007 havde det fusionerede selskab fokus på at harmonisere løn- og ansættelsesvilkår for medarbejderne, hvorfor der – bortset fra Leadership Forum – ikke blev udmeldt og udregnet en opgørelse over den samlede lønudvikling for DONG Energy. Det har derfor ikke været muligt at få tal for lønudviklingen for 2006 og 2007.

121. DONG Energy opdeler medarbejderne i 4 grupper, der dækker alle medarbejdere i DONG Energy bortset fra timelønnede på midlertidige kontrakter. Rigsrevisionen har beregnet den samlede lønudvikling i perioden 2008-2011 for de 4 medarbejdergrupper i DONG Energy og sammenlignet med den tilsvarende udvikling, som den fremgår af lønstatistikken fra Dansk Arbejdsgiverforening (DA). Lønudviklingen er vist i figur 9.



Det fremgår af figur 9, at medarbejdere i DONG Energy i grupperne Leadership Forum, white collar og blue collar i perioden 2008-2011 har haft en lønudvikling, der ligger mellem 0,5 og 1,6 procentpoint over den generelle lønudvikling på DA-området for disse grupper, mens mellemledere og akademikere har ligget under den generelle lønudvikling.

I 2011 udgjorde Leadership Forum ca. 5 %, mellemledere og akademikere ca. 62 %, white collar ca. 18 % og blue collar ca. 15 % af de ansatte i DONG Energy. Denne opdeling er dog behæftet med en vis usikkerhed, ligesom der i perioden er sket en forskydning i fordelingen mellem de 4 grupper.

DONG Energy har bemærket, at selskabet i den undersøgte periode har haft en væsentlig vækst, så Leadership Forums ansvarsområder er markant større end samme ansvarsområder ved fusionen i 2006. Det øgede ansvar, kompleksiteten og de tilhørende kompetencekrav er ifølge DONG Energy til dels afspejlet i den højere lønudvikling. Endvidere er lønudviklingen påvirket af væksten i E&P og Wind Power, hvor et stigende antal chefer findes i industrier, der orienterer sig mod markederne i Storbritannien og Norge, hvor der er en høj lønudvikling.

DONG Energy har videre anført, at for grupperne white collar og blue collar gælder, at disses forhold forhandles kollektivt. I 2008 besluttede man at prøve en 2-årig overenskomst, hvilket viste sig uhensigtsmæssigt, idet finanskrisen efterfølgende afstedkom en mere afdæmpet lønudvikling på det øvrige arbejdsmarked end det, DONG Energy havde forventet ved indgåelsen af overenskomsten. Dermed var den aftalte lønregulering for grupperne til medarbejdernes fordel i såvel 2008 og 2009. I 2010 havde white collar- og blue collar-grupperne en afdæmpet stigning i lønningerne, idet disse gruppers løn steg med henholdsvis 0,65 % og 0,45 %, mens lønstigningen for disse grupper i henhold til Dansk Arbejdsgiverforening lå på henholdsvis 2,6 % og 2,5 %.

I 2011 opnåede white collar- og blue collar-grupperne en lønstigning, der lå henholdsvis 0,2 % og 0,4 % over lønudviklingen opgjort af Dansk Arbejdsgiverforening. Rigsrevisionen må konstatere, at det endnu ikke er lykkedes DONG Energy at bringe lønniveauet for disse grupper på niveau med det øvrige arbejdsmarked.

D. DONG Energy's anvendelse af bonus

122. Rigsrevisionens undersøgelse af DONG Energy's anvendelse af bonus har vist følgende:

- Der er fastsat en ramme for udbetaling af bonus til chefer i Leadership Forum. Herudover har chefer mulighed for at få et engangsvederlag, hvis de har ydet en særlig indsats, på op til en månedsløn. Undersøgelsen viser, at DONG Energy i perioden 2009-2011 har udbetalt bonus og engangsvederlag mv. til chefgruppen i et omfang, der svarer til 16-21 % af den samlede grundløn. I perioden 2009-2011 har 5-11 % af cheferne modtaget bonus og engangsvederlag på mere end 25-30 % af grundlønnen.

123. Formålet med dette afsnit er at kortlægge DONG Energy's anvendelse af bonusudbetalinger. Denne del af undersøgelsen har fokus på Leadership Forum. I vurderingen har Rigsrevisionen taget udgangspunkt i DONG Energy's regler på området, som de er fastsat i "Retningslinjer for kompensationsforhold i DONG Energy".

124. Tabel 19 viser rammerne for bonusudbetalinger. Bonusrammen blev udvidet i 2011 i forhold til tidligere år.

Tabel 19. Bonusrammer i forhold til grundlønnen for Leadership Forum

	Senior Vice President	Vice President	Senior Director	Director	Senior Manager
2009/2010	25 %	20 (25) %	20 (25) %	20 (25) %	20 (25) %
2011	30 %	30 %	25 %	25 %	25 %

Note: Tallene i parentes markerer, at bonus i helt særlige tilfælde kunne hæves til 25 %.

Kilde: DONG Energy.

Det fremgår af tabel 19, at DONG Energy havde en bonusramme på maks. 25 % for Senior Vice Presidents og 20 % for øvrige grupper i Leadership Forum i 2009 og 2010. Denne ramme blev hævet til 25-30 % i 2011. DONG Energy har oplyst, at der herudover er mulighed for at tildele engangsvederlag i forbindelse med ekstraordinær værdiskabelse og/eller arbejdsindsats. Dette engangsvederlag kan udgøre en månedsløn. Denne grænse kan overskrides, men det kræver dog for koncernledelse og direktion godkendelse fra bestyrelsen og for øvrige medarbejdere godkendelse i henhold til "bedstefarprincippet", dvs. godkendelse fra en chef 2 trin højere oppe i hierarkiet.

125. Rigsrevisionen har undersøgt udbetalt bonus og engangsvederlag til Leadership Forum i 2009, 2010 og 2011. Denne del af undersøgelsen omfatter chefer, der ikke er fratrådt i løbet af et år, og chefer der er på fuld tid. Den udbetalte bonus mv. til chefgruppen har samlet set udgjort henholdsvis 20 %, 16 % og 21 % af den samlede grundløn for gruppen i 2009, 2010 og 2011. Den samlede bonus er dog påvirket af, at den gruppe chefer, der var omfattet af advokatundersøgelsen, havde modtaget større beløb i de 3 år.

126. På grundlag af de løndata, som Rigsrevisionen har modtaget, har det ikke været muligt at adskille bonus og engangsvederlag. For at kortlægge niveauet af bonus mv. har Rigsrevisionen undersøgt, hvor mange chefer der har modtaget bonus og engangsvederlag, som samlet set overstiger den fastsatte bonusramme. Tabel 20 viser antallet og andelen af chefer i Leadership Forum, hvor summen af bonus og engangsvederlag overstiger bonusrammen.

Tabel 20. Antallet og andelen af chefer i Leadership Forum, der har modtaget bonus og engangsvederlag, som overskrider 25-30 % af grundlønningen

	Antal chefer, der har overskredet rammen	Andelen af chefer, der har overskredet rammen
2009	25 (4)	11 %
2010	10 (2)	5 %
2011	27 (4)	11 %

Note: Antallet af medarbejdere omfattet af advokatundersøgelsen er angivet i parentes.

Kilde: DONG Energy.

Det fremgår af tabel 20, at henholdsvis 25, 10 og 27 chefer i 2009, 2010 og 2011 har modtaget bonus og engangsvederlag, der samlet lå over den ordinære bonusramme på 25-30 % af grundlønningen. Det fremgår endvidere af tabellen, at 11 % af cheferne i 2009 og 2011 modtog en bonus over rammen, mens 5 % lå over rammen i 2010. Som det tidligere er omtalt, har DONG Energy's bestyrelse indledt en advokatundersøgelse af konkrete medarbejders løn- og ansættelsesvilkår. I tabellen er det i parentes angivet, hvor mange af disse medarbejdere der indgår i antallet af personer, der har modtaget en bonus over rammen. De pågældende medarbejdere har i alle årene større bonusudbetalinger. Blandt de øvrige chefer, der har modtaget bonusudbetalinger over den fastsatte ramme, har beløbet typisk udgjort 26-40 % af grundlønningen. Enkelte har dog modtaget højere bonusudbetaling.

DONG Energy har oplyst, at chefer, der har modtaget en bonus over den fastsatte ramme, har været omfattet af flere bonusordninger eller har modtaget engangsvederlag for løsning af særlige opgaver. De ekstra bonusudbetalinger er bl.a. udløst i forbindelse med involvering i særlige salgstransaktioner, som følge af høj arbejdsindsats eller som fastholdelsesbonus. Som eksempel på tilfælde, hvor den samlede bonusramme overskrides, kan nævnes en nøglemedarbejder, der på et kritisk tidspunkt i 2008 headhunted af et andet energiselskab. Der blev herefter indgået en fastholdelsesaftale med vedkommende på 1 mio. kr., som blev udbetalt i 4 rater, hvor den sidste rate blev udbetalt i 2010. Et andet tilfælde vedrører en direktør, der i 2009 – ud over den normale performancebonus – har modtaget et engangsvederlag. Tilsammen overskrider bonus og engangsvederlag den maksimale bonusramme på 30 % af grundlønningen og en månedsløn. DONG Energy har oplyst, at den pågældende ydede en ekstraordinær indsats, som rakte ud over de forventninger og mål, der var opstillet i direktørens ordinære performancebonus. Det konkrete engangsvederlag blev fastlagt efter drøftelse mellem bestyrelsesformanden og Finansministeriet og godkendt af bestyrelsen.

DONG Energy har oplyst, at bestyrelsen har strammet op på procedurerne for tildeling af engangsvederlag, siden sagen om de meget høje vederlag til nogle få chefer (omfattet af advokatundersøgelsen) kom til bestyrelsens kendskab.

E. Bestyrelseshonorarer i DONG Energy

127. Rigsrevisionen har undersøgt bestyrelsens honoreringer i DONG Energy. Ifølge "Staten som aktionær" bør honoreringen for bestyrelsesarbejde fastsættes ud fra:

- bestyrelsens faktiske arbejdsbyrde
- honoraret i andre statslige selskaber
- sammenlignelige private selskaber.

Målet er, at statslige aktieselskaber – uden at blive lønførende – skal kunne tilbyde en konkurrencedygtig kompensation. Ifølge "Staten som aktionær" skal ejeren i samarbejde med bestyrelsesformanden løbende overveje, om honorarniveauet udgør en barriere for at tiltrække personer med de relevante kompetencer.

Finansministeriet har i 2011 foretaget en sammenligning mellem bestyrelseshonorarerne i DONG Energy og selskaber i C20-indekset, jf. tabel 21.

Tabel 21. Bestyrelseshonorarer i DONG Energy og de gennemsnitlige bestyrelseshonorarer i selskaber i C20-indekset

Selskab	Omsætning	Formand	Næstformand	Medlem
DONG Energy	49.262 mio. kr.	500.000 kr.	300.000 kr.	175.000 kr.
Gennemsnit i C20-indekset ¹⁾	39.382 mio. kr.	1.102.000 kr.	785.000 kr.	404.000 kr.

¹⁾ Gennemsnittet er baseret på tilgængelige oplysninger om bestyrelsesaflønni ng i 18 ud af 19 OMXC20-selskaber. Hvis selskabet kun har oplyst det samlede bestyrelseshonorar, er formandens og næstformandens honorar beregnet som følgende:
 Formandshonorar = 3 x medlemshonorar
 Næstformandshonorar = 2 x medlemshonorar

Kilde: Finansministeriet.

Det fremgår af tabel 21, at niveauet for DONG Energy's honorarer til bestyrelsesmedlemmer er lavere end gennemsnittet i private selskaber i C20-indekset. Dette harmonerer ikke helt med principperne for bestyrelsesaflønninger i "Staten som aktionær".

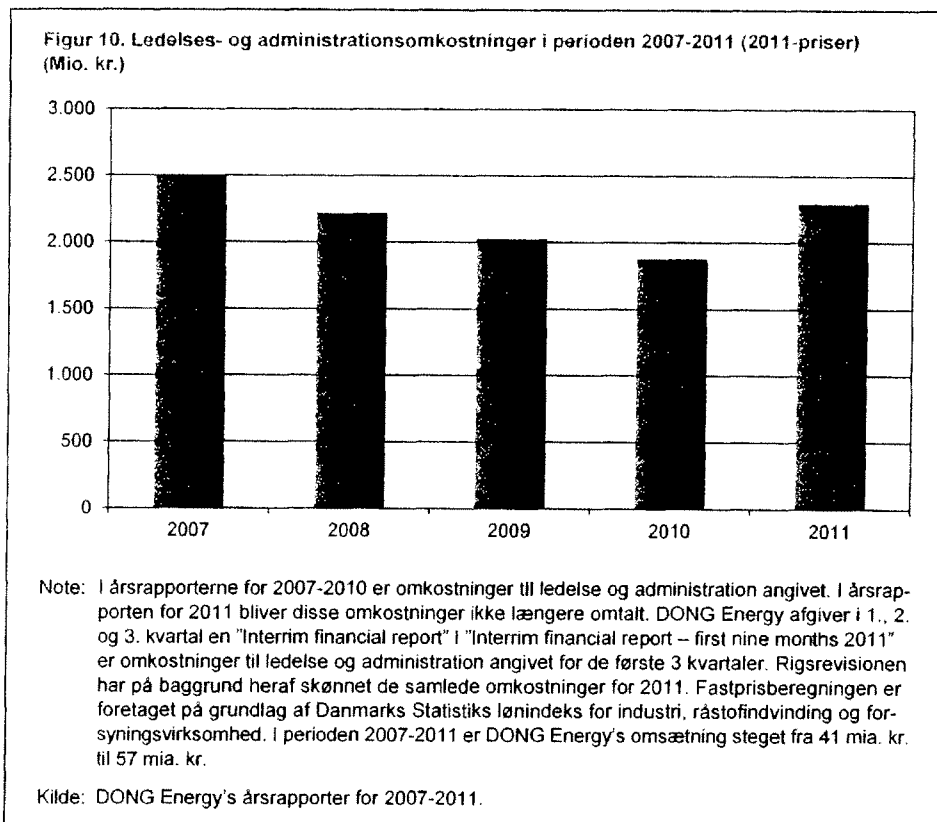
Rigsrevisionen er opmærksom på, at Finansministeriet i 2011 har overvejet gradvist at forhøje honorarerne, men efter dialog med DONG Energy's bestyrelsesformand har ministeriet besluttet at fastholde honorarerne i den kommende periode.

F. Ledelses- og administrationsomkostninger

128. Rigsrevisionens undersøgelse af ledelses- og administrationsomkostninger har vist følgende:

- Omkostninger til ledelse og administration er i faste priser faldet fra ca. 2,5 mia. kr. i 2007 til ca. 1,9 mia. kr. i 2010. I 2011 er de skønnede omkostninger til ledelse og administration steget til ca. 2,3 mia. kr. DONG Energy kan fra udgangen af 2011 ikke opgøre de samlede omkostninger til ledelse og administration, da selskabet er overgået fra en funktionsopdelt til en artsopdelt resultatopgørelse. Rigsrevisionen finder, at et statsejet selskab bør kunne opgøre de samlede omkostninger til ledelse og administration. DONG Energy har oplyst, at selskabet styrer niveauet for ledelses- og administrationsomkostninger ved at gennemføre benchmarks på udvalgte forretningsområder og funktioner med tilsvarende enheder i sammenlignelige virksomheder.

129. Figur 10 viser udviklingen i omkostninger til ledelse og administration i perioden 2007-2011.



Det fremgår af figur 10, at DONG Energy's omkostninger til ledelse og administration i faste priser er faldet fra ca. 2,5 mia. kr. i 2007 til ca. 1,9 mia. kr. i 2010. I 2011 er omkostningerne til ledelse og administration steget til ca. 2,3 mia. kr. I administrationsomkostningerne indgår løn og øvrige personaleomkostninger samt overhead til bl.a. lokaler og it for medarbejdere beskæftiget med ledelse og administration.

Ledelses- og administrationsomkostninger vedrørende 2011 er delvist skønnede, da DONG Energy kun har opgjort omkostningerne til og med 3. kvartal. Rigsrevisionen har bedt DONG Energy om at oplyse omkostninger til ledelse og administration for hele 2011 og 1. halvår 2012. DONG Energy har oplyst, at selskabet i sommeren 2011 besluttede at overgå fra en funktionsopdelte til en artsopdelte resultatopgørelse. Da en del af begrundelsen for at overgå til den artsopdelte opgørelse var at frigøre resurser, er der ikke udarbejdet en opgørelse af ledelses- og administrationsomkostningerne for 2011 og 1. halvår 2012. DONG Energy har oplyst, at selskabet styrer niveauet for ledelses- og administrationsomkostninger ved at gennemføre benchmark på udvalgte forretningsområder og funktioner med tilsvarende enheder i sammenlignelige virksomheder.

Rigsrevisionen har bedt DONG Energy om at redegøre for baggrunden for udviklingen i selskabets omkostninger til ledelse og administration i perioden 2007-2011. DONG Energy har oplyst, at der har været udfordringer med at afgrænse de forskellige omkostningstyper i forhold til, hvad der med rimelighed kan henføres til ledelses- og administrationsomkostninger eller produktionsomkostninger. Udviklingen over perioden kan derfor ikke tillægges for meget vægt, også set i lyset af den meget betydelige forandringsproces, som DONG Energy har været igennem i de seneste år.

G. Sponsorater

130. Rigsrevisionens undersøgelse af sponsorater har vist følgende:

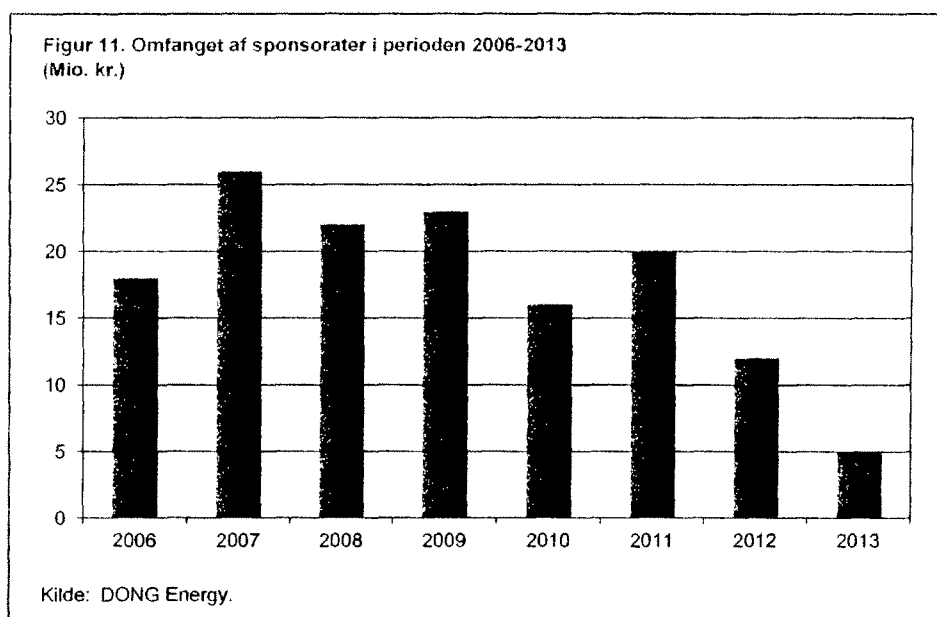
- DONG Energy har i perioden 2006-2012 anvendt 137 mio. kr. i forbindelse med sponsorater. Selskabet besluttede i 2012 at reducere omfanget af sponsoraftaler kraftigt og har kun sponsorater for i alt 5 mio. kr. for 2013.

131. Rigsrevisionen har undersøgt DONG Energy's anvendelse af sponsorater i perioden 2006-2013. Med et sponsorat forstås, at en virksomhed økonomisk støtter et projekt, et arrangement eller nogle udøvende personer inden for fx sport, kultur eller videnskab mod at få reklame eller positiv omtale.

132. DONG Energy har oplyst, at sponsorater i flere år har udgjort en aktiv del af selskabets kommunikationsstrategi med det formål at styrke kendskabet til virksomheden, undervise udvalgte målgrupper om energi, underbygge selskabets grønne omstilling af energisystemet og stille faciliteter til rådighed for at styrke relationerne til kunder og samarbejdspartnere. Det fremgår af DONG Energy's hjemmeside, at arbejdet med sponsorater er en del af selskabets samlede profilerings- og markedsføringsindsats. Fælles for de indgåede aftaler er, at de i én eller anden form har relation til energi – enten i bogstavelig forstand i form af fx undervisning om energi eller i mere overført betydning som energi i forbindelse med sportsudøvelse.

133. DONG Energy har oplyst, at selskabet i september 2012 har besluttet at ændre strategi, så sponsorater ikke længere skal spille en væsentlig rolle i selskabets kommunikationsstrategi. Sponsoratporteføljen vil som følge heraf blive markant beskåret.

DONG Energy har i perioden 2006-2012 i alt investeret 137 mio. kr. i forskellige sponsora-ter. Herudover har selskabet yderligere indgået aftaler for 5 mio. kr. for 2013. Figur 11 viser DONG Energy's afholdte og forventede udgifter til sponsorater i perioden 2006-2013. Det skal bemærkes, at figuren kun indeholder udgifter til sponsorater med en kontraktsum på over 100.000 kr.



Det fremgår af figur 11, at omfanget af DONG Energy's sponsorater toppede i 2007 – året efter fusionen – hvor en række sponsorater, som blev overtaget ved fusionen, endnu ikke var blevet opsagt. I de følgende år har der generelt været en faldende tendens i omfanget af DONG Energy's sponsorater. DONG Energy's strategiske kifte fra 2012 betyder, at 2013 bliver det år, hvor DONG Energy's sponsorater har det laveste omfang.

134. Den største sponsoraftale, DONG Energy har været omfattet af i perioden, har været med DBU's herrelandshold. Herudover har selskabet i perioden bl.a. støttet 2 luftballoner samt udstillings- og undervisningsforløb i fx LEGOLAND og Experimentarium.

DONG Energy har oplyst, at der blev foretaget omfattende målinger af den eksponeringsværdi, som sponsoratet af DBU's herrelandshold bidrog til. De gennemførte analyser viste bl.a., at den såkaldte eksponeringsværdi ultimo 2005 lå 10-15 % over kontraktsummen, og at eksponeringsværdien i 2009 var mere end dobbelt så stor som kontraktsummen. For de øvrige sponsorater er der også foretaget analyser af, om sponsoratet bidrog til at indfri de målsætninger, der var for det pågældende sponsorat.

VI. Finansministeriets varetagelse af ejerrollen i DONG Energy

Finansministeriet har i perioden 2007-2012 forholdt sig til DONG Energy's overordnede økonomiske udvikling, valg af en kompetent bestyrelse og en række andre forhold af betydning for selskabet, herunder udbyttepolitik.

Med hensyn til selskabets strategiske udvikling har Finansministeriet endvidere i tiden frem til januar 2008, hvor den planlagte børsnotering blev stillet i bero, og igen fra 2011 forholdt sig aktivt til selskabets udvikling. I perioden efter, at børsnoteringen blev stillet i bero, var dialogen mellem Finansministeriet og DONG Energy om selskabets udvikling, strategi mv. imidlertid begrænset. Det skyldtes ifølge ministeriet, at selskabets beslutninger i væsentlig grad udmøntede den strategi, der var aftalt i forbindelse med forberedelsen af børsnoteringen.

I perioden fra 2008 til udgangen af 2010 indtog Finansministeriet således en mere afventende position. DONG Energy iværksatte i denne periode et omfattende investeringsprogram med vidtrækkende betydning for selskabets økonomi. Strategien og investeringsprogrammet har medført øgede risici for staten.

Om end DONG Energy's beslutninger i vidt omfang lå i forlængelse af den strategi, der var aftalt i forbindelse med forberedelsen af børsnoteringen, finder Rigsrevisionen, at Finansministeriet tidligere – og senest i løbet af 2010, da udsigterne til en børsnotering ikke længere var til stede – burde have intensiveret dialogen med DONG Energy om selskabets udvikling, idet den manglende børsnotering betød, at der var behov for at få defineret en ny ejerdagsorden i forhold til selskabet. Hertil kommer, at DONG Energy's investeringsprogram som nævnt har haft vidtrækkende betydning for selskabets økonomi, og at selskabet voksede betydeligt i denne periode.

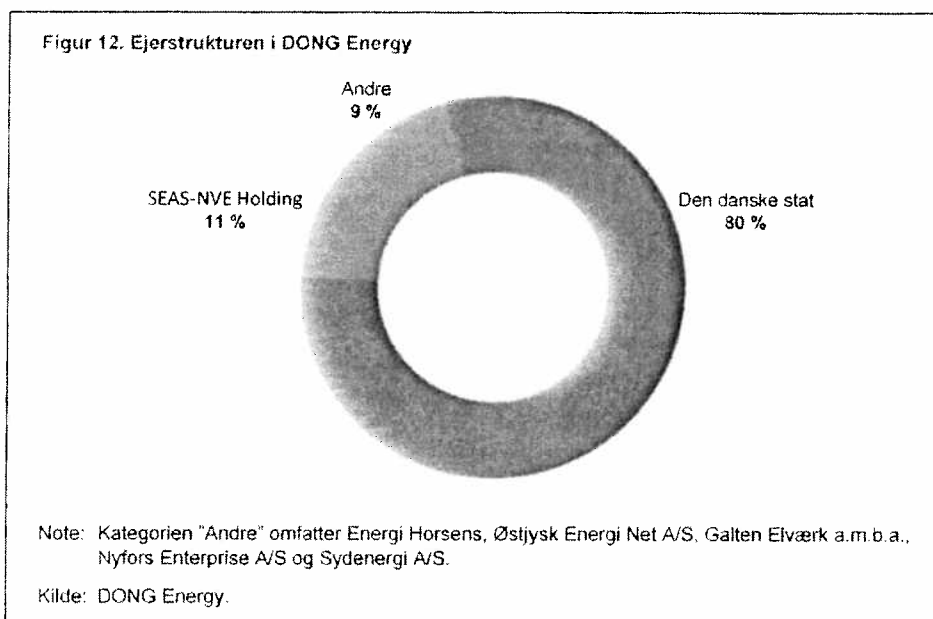
135. Rigsrevisionens undersøgelse af Finansministeriets varetagelse af ejerrollen i DONG Energy har vist følgende:

- Finansministeriet har aktivt deltaget i valget af en kompetent bestyrelse og deltager i selskabets generalforsamlinger.
- Finansministeriet har i hele perioden varetaget ejerskabet ud fra et princip om, at selskabet så vidt muligt skal drives på kommercielle vilkår. Fra politisk side har man ønsket, at DONG Energy kun foretager investeringer, hvis de forventes at give et normalt markeds-mæssigt afkast. Der har eksisteret – og eksisterer fortsat – en klar forventning fra statens side om, at DONG Energy optræder som en aktiv aktør på det danske marked og afgiver kommercielt rentable bud, når større havvindmølleprojekter kommer i udbud.
- Finansministeriet har i hele perioden ført et overordnet tilsyn med den økonomiske udvikling i selskabet med udgangspunkt i selskabets offentliggjorte materiale.

- Finansministeriet spillede en aktiv rolle i den fusion, der skabte DONG Energy i 2006, og i forberedelsen af selskabets børsnotering. Ministeriet var i denne periode involveret i fastsættelsen af en række overordnede strategiske mål, bl.a. for selskabets satsningsområder, investeringsniveau, finansielle gearing og udbyttepolitik. Efter afløsningen af børsnoteringen i januar 2008 indtog ministeriet en mere afventende position. Ministeriet har anført, at det var en naturlig konsekvens af, at der var udstukket et klart spor for selskabets forretningsmæssige udvikling i forbindelse med den planlagte børsnotering, og at selskabet opererede inden for disse rammer. Endvidere var det ifølge ministeriet i 2008 og 2009 fortsat forventningen, at processen med at børsnotere DONG Energy ville blive genoptaget.
- Finansministeriet levede dermed efter Rigsrevisionens vurdering i en kortere periode ikke fuldt ud op til de forventninger, der gælder for en aktiv statslig ejer af et selskab af DONG Energy's størrelse og kompleksitet. Givet den udvikling, selskabet var inde i, de omfattende investeringer, selskabet foretog, og de risici, selskabet dermed løb på ejerens vegne i denne periode, er det Rigsrevisionens vurdering, at ministeriet tidligere – end tilfældet var – burde have involveret sig yderligere i selskabets udvikling.
- Finansministeriet har spillet en mere aktiv rolle i DONG Energy's strategiske beslutninger i 2011 og 2012, og det er hensigten, at ministeriet i den kommende tid vil systematisere dialogen yderligere. Ministeriet vil samtidig – på baggrund af udviklingen i de finansielle resultater i kvartalsregnskaberne i 2012 – følge selskabet tæt i den kommende periode.
- Finansministeriet tog i 2011 initiativ til at drøfte DONG Energy's resultatmål for den økonomiske udvikling med selskabet. Rigsrevisionen skal anbefale, at ministeriet arbejder videre med at få opstillet relevante mål for selskabets overordnede økonomiske udvikling og resultater.

136. Rigsrevisionen har undersøgt, om Finansministeriet er en aktiv ejer og sikrer statens interesser i DONG Energy.

137. Staten ejer 80 % af aktiekapitalen i DONG Energy. De øvrige aktionærer er alle overvejende forbrugerejede andelsselskaber og deres datterselskaber. Figur 12 viser ejerstrukturen i DONG Energy.



I 2006 ejede staten 73 % af aktierne i DONG Energy. I perioden 2010-2012 solgte samlet set 5 af de oprindelige mindretalsaktionærer hele eller dele af deres aktiebesiddelse, så statens aktieandel steg til 80 %.

138. De retlige rammer og normer for Finansministeriets udøvelse af det statslige ejerskab følger i hovedsagen af selskabsloven (lovbekendtgørelse nr. 322 af 11. april 2011), DONG Energy's vedtægter og forretningsorden samt anbefalingerne/retningslinjerne i publikationen "Staten som aktionær".

139. Det følger af selskabslovens bestemmelser, at den statslige ejer i udgangspunktet skal opføre sig som enhver anden ejer, herunder ikke mindst respektere, at selskabets bestyrelse og direktion har ansvaret for at drive selskabet.

Det er dog samtidig afgørende, at Finansministeriet er en aktiv ejer, der involverer sig i selskabets økonomiske udvikling og risici for at sikre statens interesser. Dette fremgår af publikationen "Staten som aktionær", der i 2004 blev udarbejdet af en tværministeriel arbejdsgruppe. Publikationen fastlægger de overordnede retningslinjer for statens ejerrolle i statslige aktieselskaber. Et uddrag af retningslinjerne fremgår af boks 7.

BOKS 7. RETNINGSLINJER FOR DET AKTIVE EJERSKAB IFØLGE "STATEN SOM AKTIONÆR"

Det aktive ejerskab indebærer bl. a., at ejeren:

- er aktiv på selskabets generalforsamling og sikrer, at bestyrelsen har en sammensætning og kompetenceprofil, der matcher de problemstillinger og udfordringer, selskabet står over for
- fører et overordnet økonomisk tilsyn med udviklingen i selskabet – som udgangspunkt baseret på selskabets ordinære rapportering – og har pligt til at reagere, hvis udviklingen i selskabet giver anledning til det
- løbende vurderer, om selskabet har en kapitalstruktur, der er rimelig i forhold til sammenlignelige selskaber og det enkelte selskabs situation
- fastsætter eventuelle relevante mål for selskabets værdiskabelse i samarbejde med selskabets ledelse.

140. Det præciseres i "Staten som aktionær", at statens udøvelse af aktivt ejerskab som udgangspunkt må indeholde de samme elementer som det aktive ejerskab, der udøves af fx visse institutionelle investorer, idet det aktive ejerskab dog må have et forskelligt indhold, alt efter om der er tale om et stort og eneejet statsligt aktieselskab eller en mindre aktiepost i et børsnoteret selskab. Der stilles således større krav til det aktive ejerskab i et stort og komplekst statsligt aktieselskab som DONG Energy, end der gør til fx ejerskabet i et mindre aktieselskab med en enkel forretningsmodel.

Det følger videre af "Staten som aktionær", at det statslige aktieselskab bør følge et "ingen-ovraskelsesprincip". Det betyder, at selskabet forud for beslutninger med stor strategisk rækkevidde orienterer den pågældende minister i så god tid, at ministeren eventuelt kan give sin mening til kende. Konkret fremgår det af vedtægterne for DONG Energy, at bestyrelsesformanden, så længe aktiemajoriteten i selskabet er ejet af den danske stat, kan videregive fortrolige oplysninger til den minister, der repræsenterer staten som aktionær, hvis det sker i overensstemmelse med lovgivningen og er i selskabets interesse. Det fremgår endvidere af DONG Energy's forretningsorden for bestyrelsen, at bestyrelsesformanden har pligt til at orientere ministeren om forhold vedrørende selskabets virksomhed, som er af væsentlig økonomisk, politisk eller strategisk betydning, herunder om hændelser, der medfører større fravigelser i tidligere udmeldte forventede økonomiske resultater, væsentlige ændringer i selskabets strategi og beslutninger af stor strategisk rækkevidde.

”Staten som aktionær” stiller ikke direkte krav om, at ejeren skal tage stilling til selskabets strategi, men pålægger derimod selskabets bestyrelse at sørge for, at ministeren *kan* gøre det.

141. Det er Rigsrevisionens vurdering, at Finansministeriet løbende bør være i dialog med DONG Energy. Dialogen med selskabet bør have fokus på den overordnede strategi og beslutninger af principiel betydning for selskabets udvikling, men bør naturligvis også omfatte selskabets økonomiske udvikling og risici samt enkeltdispositioner i det omfang, de har væsentlig indflydelse på aftalte nøgletal. Det er samtidig Rigsrevisionens vurdering, at Finansministeriet som majoritetsaktionær i DONG Energy i sit tilsyn har bedre muligheder for at indhente information, end det er tilfældet i børsnoterede selskaber. Ministeriet må dog i varetagelsen af ejerskabet tage hensyn til mindretalsaktionærerne i selskabet, som ejer 20 % af aktierne i selskabet.

142. Finansministeriet har anført, at overvågningen og tilsynet med de statslige selskaber nødvendigvis må ske på det mere overordnede niveau, idet de forretningsmæssige kompetencer, der er nødvendige i forhold til fx at vurdere konkrete investeringsbeslutninger, ikke er en kernekompetence i centraladministrationen. Dette er ifølge ministeriet i modsætning til, hvad der vil være tilfældet, hvis der var tale om en privat majoritetsaktionær – hvad enten der er tale om en fysisk eller juridisk person – der typisk vil råde over disse kompetencer. En privat majoritetsaktionær vil derudover typisk være direkte repræsenteret i bestyrelsen og derigennem være væsentligt tættere på den daglige drift og de konkrete investeringsbeslutninger.

Finansministeriet har videre anført, at enkeltdispositioner efter ministeriets opfattelse kun har strategisk betydning, hvis de ligger *uden* for selskabets strategi. Opfattelsen i ministeriet er, at investeringsbeslutninger overvejende kun har strategisk rækkevidde, hvis et selskab i stor stil går ind på nye forretningsområder eller på nye geografiske markeder, eller hvis et selskab foretager et meget stort opkøb, der mere fundamentalt ændrer selskabets samlede forretningsmodel. Rigsrevisionen er enig med ministeriet, men finder dog, at der kan være investeringsbeslutninger, der har en størrelse eller karakter, som nødvendiggør, at ministeriet bør være orienteret herom, selv om de ligger inden for strategien. Ministeren får herved som ejer mulighed for at afgive bemærkninger, inden beslutningen endeligt træffes. Rigsrevisionen finder herudover generelt, at DONG Energy's størrelse, kompleksitet og det forhold, at staten er majoritetsaktionær, nødvendiggør, at selskabet bør følges tæt.

143. Rigsrevisionen har på baggrund heraf undersøgt, om Finansministeriet har været en aktiv ejer, siden ministeriet i 2001 overtog ejerrollen i DONG Energy. Konkret er det undersøgt, om ministeriet:

- har deltaget aktivt på selskabets generalforsamlinger og sikret, at bestyrelsen har den rette sammensætning
- har udøvet ejerskabet i respekt for, at det er selskabets ledelse, der har ansvaret for at drive selskabet
- har fulgt selskabets økonomiske udvikling som udgangspunkt ud fra selskabets ordinære rapporteringer
- har været i aktiv dialog med selskabets ledelse om strategien og beslutninger med vidt-rækkende økonomisk betydning for DONG Energy og for statens risici.

I løbet af 2005 ågede det daværende DONG sin ejerandel i Elsam og opkøbte eidelet af Københavns Energi, Frederiksberg Forsyning og Energi E2. I foråret 2005 overtog DONG efter forhandling Vattenfalls aktier i Elsam, og Finansministeriet indgik på selskabets vegne en aftale med de resterende aktionærer i Elsam. Efter Europakommisionens godkendelse i 2006 blev DONG Energy en realitet.

Valg af bestyrelse og deltagelse i generalforsamlinger

144. Bestyrelsesformanden og Finansministeriet drøfter forud for selskabets generalforsamling bestyrelsens sammensætning. DONG Energy har en bestyrelse på 12 medlemmer, hvoraf 4 vælges af medarbejderne. Af de 8 generalforsamlingsvalgte medlemmer har mindretalsaktionærerne ret til at udpege 2 medlemmer, mens ministeriet reelt indstiller de resterende 6 medlemmer. Bestyrelsesformanden og Finansministeriet drøfter forud for generalforsamlingen bestyrelsens sammensætning og eventuelle kandidater til ledige bestyrelsesposter, hvorefter disse typisk også drøftes i selskabets nomineringskomité, der består af formanden og næstformanden for bestyrelsen samt 3 repræsentanter for aktionærerne. Drøftelserne med ministeriet tager udgangspunkt i bestyrelsesformandens vurdering af, hvilke kompetencer bestyrelsen har brug for på baggrund af medlemmernes eventuelle udmelding om fratrædelse og strategiske prioriteringer. Bestyrelsen foretager hvert år en selvevaluering, som spiller en rolle i denne proces. Rigsrevisionens gennemgang af indstillinger til bestyrelsen i perioden 2009-2012 viser, at ministeriet ved nyvalg af bestyrelsesmedlemmer har lagt vægt på dokumenteret ledelseserfaring, besiddelse af særlige kompetencer og ønsket om flere kvinder i bestyrelsen.

145. Finansministeriet tager forud for DONG Energy's generalforsamling stilling til forslag, som vil blive behandlet på generalforsamlingen, og udarbejder til hvert punkt et notat, der fastlægger ministeriets stemmeafgivning. Ministeriet drøfter årligt fastsættelsen af bestyrelsesshonorarer med bestyrelsesformanden. Ministeriet sikrer, at princippet om tilbageholdenhed ved udbetaling af honorarer i statslige selskaber respekteres ved at sammenligne bestyrelsens honorarer med de gennemsnitlige honorarer i større børsnoterede selskaber i Danmark (OMXC20-selskaberne).

146. DONG Energy's nuværende udbyttepolitik er fastsat på baggrund af resultatet af forhandlinger mellem Finansministeriet, DONG Energy og mindretalsaktionærerne. I forbindelse med forberedelsen af børsnoteringen blev der udarbejdet forslag til en udbyttepolitik, som skulle gøre DONG Energy's aktier til en attraktiv investering for potentielle investorer. Efter aflysningen af børsnoteringen ønskede DONG Energy en mindre aggressiv udbyttepolitik, mens mindretalsaktionærerne ønskede at bibeholde den udmeldte politik. Tabel 22 viser udbyttepolitikken for perioden 2008-2011.

Tabel 22. Udbyttepolitik for perioden 2008-2011

	2008	2009	2010	2011
Udbytte pr. aktie	7,00 kr.	7,25 kr.	7,50 kr.	7,75 kr.
Min. og maks. payout ratio	40-60 %	40-60 %	40-60 %	40-60 %

Kilde: Finansministeriet.

I fastsættelsen af DONG Energy's udbyttepolitik har Finansministeriet ønsket at anlægge et langsigtet perspektiv, idet der tages hensyn til, at selskabet har været i gang med et omfattende investeringsprogram. Dette sætter ifølge ministeriet grænser for, hvor stor en andel af udbyttet det er hensigtsmæssig for staten at få udbetalt. Det fremgår af tabel 22, at udbyttepolitikken er baseret på et fast stigende kronebeløb pr. aktie samt et minimum og maksimum for udbetalingerne samlede størrelse i procent af årets resultat (payout ratio). Det fast stigende kronebeløb pr. aktie er valgt, så aktionærerne så vidt muligt opnår stigende reelle udbetalinger. Ved at introducere en øvre grænse for payout beskyttes selskabet mod, at ejerne i dårlige år trækker en for stor del af overskuddet ud. Den nedre grænse er et værn mod, at selskabet i gode år akkumulerer u hensigtsmæssigt store resurser.

Det er i aktionær-ansøgningen fastlagt, at Finansministeriet udpeger 6 medlemmer til DONG Energy's bestyrelse, mens de tidligere Elsam- og SE-AS-NVE-aktionærer hver udpeger ét medlem.

Ifølge selskabsloven er det bestyrelsen, der indstiller årets udbytteudbetaling til generalforsamlingen. Nivået af et selskabs udbytteudbetaling har bl.a. betydning for selskabets kapitalstruktur og for hvilket investeringsniveau selskabet er i stand til at opretholde.

Payout ratio udtrykker, hvor stor en del af årets resultat der udbetales som udbytte til aktionærer.

Udviklingen i Finansministeriets varettagelse af ejerrollen

147. Finansministeriet overtog ansvaret for ejerrollen vedrørende DONG fra det daværende Miljø- og Energiministerie i forbindelse med VK-regeringens tiltræden i november 2001. Selskabet var på det tidspunkt et fuldt statsejet energiselskab af begrænset størrelse, hvis opgaveportefølje i en årrække havde været stabil. Samtidig havde dele af DONG's virksomhed monopolkarakter. Det var en del af VK-regeringens regeringsgrundlag, at det danske energimarked – i overensstemmelse med gennemførelsen af det indre marked – skulle liberaliseres, og at DONG skulle have betydelige frihedsgrader til at agere på det danske energimarked på et kommercielt grundlag.

148. Aktørerne på det danske energimarked – heriblandt de regionale naturgasselskaber – havde en dårlig økonomi, og vurderingen var, at de ville være for små til at klare sig i den øgede konkurrence. For DONG ville øget konkurrence betyde, at indtjeningen fra selskabets engroshandel med naturgas ville blive mindre. Da rettighederne, som DONG havde til at købe og videresælge naturgas i Nordsøen, var tidsbegrænsede med udløb i 2010, var DONG's daværende forretningsmodel formodentlig ikke bæredygtig på sigt.

149. I 2001 blev det politisk besluttet, at DONG skulle spille en større rolle på det danske energimarked. For at dette skulle kunne lade sig gøre, skulle selskabet gives betydelige frihedsgrader til på kommercielt grundlag at engagere sig inden for energisektoren i Danmark og i landene omkring Nordsøen. Finansministeriet lægger til grund, at man fra politisk side derved har ønsket at sikre, at DONG kun foretog investeringer, hvis selskabet forventede, at de ville give et normalt markedsmæssigt afkast, hvad enten det gjaldt investeringer i danske eiselskaber, vedvarende energi eller E&P-aktiviteter, men også at DONG forventedes at agere som ethvert andet kommercielt energiselskab i forhold til de aktiviteter, som selskabet engagerede sig i.

Børsnoteringen skulle gennemføres ved salg af aktier til en bred ejerkreds, men staten skulle i første omgang bevare aktiemajoriteten. Først skulle et mere bæredygtigt selskab skabes gennem opkøb af danske energiselskaber. Finansministeriet spillede en aktiv rolle i de forhandlinger og opkøb, som DONG foretog i perioden, og som resulterede i dannelsen af det fusionerede selskab DONG Energy i 2006.

150. Finansministeriet spillede også en aktiv rolle i forberedelserne af DONG Energy's børsnotering. Børsnoteringen krævede, at der blev skabt klarhed om selskabets rammebetingelser, bl.a. hvad der skulle ske med den fremtidige organisering af statsdeltagelsen i Nordsøen. Selskabet skulle have nye vedtægter, og der blev som forberedelse til børsnoteringen vedtaget et aktiebaseret incitamentsprogram for ledere og andre medarbejdere.

151. Finansministeriet var i tiden frem til 2008 involveret i fastsættelse af en række strategiske mål for DONG Energy. Kort tid før offentliggørelsen af børsprospektet blev det på grund af de begyndende økonomiske krisetegn i Europa ifølge ministeriet klart, at der ikke ville kunne opnås den forventede pris for de aktier, der skulle have været solgt. Processen blev derfor indstillet i januar 2008.

152. Perioden efter, at børsnoteringen blev stillet i bero, er kendetegnet ved en større grad af armslængde mellem Finansministeriet og DONG Energy. Ministeriet har oplyst, at det fortsat var hensigten at genoptage børsnoteringsprocessen, når markedsforholdene tilsagde det. Samtidig var der i arbejdet med børsnoteringen udstukket et klart spor for selskabets fremadrettede forretningsmæssige udvikling og strategiske rammer, som selskabet opererede inden for. I perioden efter, at børsnoteringen blev stillet i bero, traf DONG Energy således beslutninger af betydelig økonomisk og strategisk rækkevidde i forlængelse af selskabets vækststrategi. Rigsrevisionen kan konstatere, at ministeriet i denne periode udøvede ejerskabet ud fra et armslængdeprincip i forventningen om, at andre aktive ejere snart ville komme til.

Det har ifølge Finansministeriet ikke været realistisk at genoptage børsnoteringen siden aflysningen i januar 2008. I efteråret 2008 var usikkerheden om konjunkturodviklingen høj. Givet omkostningerne ved en eventuel aflysning, og at det ville medføre, at staten mistede anseelse, hvis en eventuel proces igen førte til aflysning, kunne processen ikke genoptages i 2009. Samtidig opstod der i årene efter aflysningen betydelig skepsis blandt nogle af ledelsesparterne i forhold til en fremtidig børsnotering, hvilket har betydet, at det fremtidige ejerforhold p.t. er uafklaret.

153. De større investeringer, der blev besluttet i årene omkring den aflyste børsnotering, medførte, at selskabets finansielle råderum ville blive indsnævret i 2010 og 2011. DONG Energy besluttede – bl.a. ved hjælp af frasalg – at reducere selskabets nettoinvesteringer i 2010 og 2011 til ca. 10 mia. kr. årligt fra et planlagt niveau på 15-20 mia. kr.

154. Finansministeriet indledte i sommeren 2010 drøftelser med DONG Energy og mindretalsaktionærerne om et mere aktivt ejerskab. Det skyldtes, at det var Finansministeriets vurdering, at ministeriet gradvist havde mistet følingen med, hvor DONG Energy var på vej hen, når der ses bort fra det, selskabet havde offentliggjort om sin strategi.

Det var derfor Finansministeriets opfattelse, at det ville være en fordel, hvis ministeriet havde haft et større kendskab til selskabets strategi, strategiens grundlag, og hvad den kunne forventes at føre med sig i praksis. Løsningen var, at spørgsmålet blev taget op med bestyrelsesformanden. Ministeriets beslutning om en større grad af involvering skal ses i lyset af, at der i 2009 opstod usikkerhed om den politiske opbakning til børsnoteringen, hvilket sammenholdt med de usikre økonomiske konjunkturer betød, at børsnoteringsprocessen næppe ville kunne genoptages inden for de nærmeste år. Dermed måtte ministeriet forvente at forblive den eneste større aktionær i den nærmeste fremtid. Samtidig bemærkede nogle af de investeringsbanker, der fulgte selskabet i årene umiddelbart efter den aflyste børsnotering, at selskabet måske ville komme til at mangle egenkapital og finansielt råderum til at kunne gennemføre sine investeringer.

155. Statens ejerandel steg i perioden 2010-2012 til 80 %. I december 2010 overvejede Finansministeriet muligheden for at inddrage andre medejere og foreslog, at der blev iværksat en proces for at inddrage investorer, der som aktive ejere kunne indtage en ejerrolle svarende til den, som institutionelle investorer eller andre storaktionærer typisk indtager. Det var dog ministeriets opfattelse, at den fortsatte usikkerhed om en fremtidig børsnotering vanskeliggjorde dette.

156. På trods af at Finansministeriet nåede frem til, at det ville have været hensigtsmæssigt, at ministeriet fik en større involvering i DONG Energy's strategiske overvejelser, viser Rigsrevisionens gennemgang, at ministeriet ikke var inddraget i overvejelser, som selskabet havde om "Direction 2020", der fandt sted i løbet af 2010. Ministeriet var ligeledes ikke inddraget i overvejelserne om, at selskabet skulle arbejde efter en målsætning om at fordoble EBITDA fra 2009 til 2015.

157. Det fremgår af Rigsrevisionens gennemgang af sagsakter, at Finansministeriet i perioden 2010-2012 var i dialog med DONG Energy om bl.a. selskabets nøgletal. Ministeriet udtrykker i februar 2011 bekymring for selskabets gearing, hvilket efterfølgende blev taget op på et bestyrelsesmøde i selskabet. Ministeriet gik derudover ind i en dialog med DONG Energy om selskabets resultat- og målstyring i løbet af 2011.

158. Finansministeriet har i hele perioden lagt til grund for ejerskabet, at selskabet så vidt muligt skal drives efter kommercielle principper. Det overordnede kommercielle hensyn, der ligger til grund for ejerskabet, nuanceredes dog af, at der har eksisteret – og fortsat eksisterer – en klar forventning fra statens side om, at DONG Energy optræder på det danske marked, fx ved at afgive bud, når større havvindmølleprojekter kommer i udbud. Ministeriet har over for Rigsrevisionen præciseret, at det helt er op til DONG Energy at bestemme, hvilke vilkår der indgår i selskabets tilbud, og at disse vilkår forudsættes fastsat ud fra forretningsmæssige principper.

Finansministeriets løbende tilsyn med DONG Energy's udvikling og involvering i beslutninger

159. I perioden fra januar 2008 frem til sommeren 2010 indtog Finansministeriet som nævnt en mere afventende position. Rigsrevisionens gennemgang viser således, at ministeriet som ejer ikke var inddraget i flere større investeringsbeslutninger og overvejelser, der har fundet sted i perioden 2009-2011. Disse beslutninger er opsummeret i boks 8.

BOKS 8. UDMØNTNING AF STRATEGI OG STØRRE AFLEDTE INVESTERINGSBESLUTNINGER I PERIODEN 2009-2011, SOM FINANSMINISTERIET IKKE VAR INDDRAGET I

2009: "Delivering 2015", der indeholder selskabets udmøntning af de strategiske mål frem til 2015 for de enkelte forretningsområder, vedtages, og DONG Energy træffer beslutning om investeringer for 18,1 mia. kr. i årets første måneder, bl.a. om havvindmølleprojekterne Walney II (Storbritannien) og London Array I (Storbritannien) samt opkøb af gaskraftværket Severn (Storbritannien).

2010: "Direction 2020", der bl.a. indeholder en udmøntning af nogle af de målsætninger, som indgår i "Delivering 2015", gennemgås på bestyrelsesmøder i løbet af året. I årsrapporten for 2010 introduceres målsætningen om at fordoble DONG Energy's indtjening (EBITDA) fra 2009-niveau frem til 2015. DONG Energy foretager investeringer for 15,7 mia. kr., heriblandt havvindmølleparken Anholt og gas-udvindingsprojektet Laggan Tormore (Storbritannien). Disse investeringer er i høj grad baseret på frasalgsaftaler, idet DONG Energy tidligere har indgået forpligtende aftaler vedrørende en stor del af selskabets investeringskapacitet.

2011: DONG Energy træffer beslutning om investeringer for 18,5 mia. kr., bl.a. i havvindmølleprojekterne Borkum Riffgrund I (Tyskland) og West of Duddon Sands (Storbritannien). Der er fortsat tale om, at selskabet primært må basere sine investeringer på frasalgsaftaler. Bestyrelsen og Finansministeriet orienteres i øvrigt først om Borkum Riffgrund I, der har et budget på op mod 8,9 mia. kr., på et tidspunkt, hvor det ikke reelt er muligt at sige nej. Ministeriet forventer, at selskabet forud for store investeringsbeslutninger orienterer den pågældende minister i så god tid, at ministeren eventuelt kan give sin mening til kende. DONG Energy indgår også aftale med Siemens om levering af op mod 500 vindmøller.

DONG Energy har oplyst, at investeringsbeslutningerne i perioden 2009-2011 ikke har været drøftet med Finansministeriet, fordi der ikke var tale om en ny strategi, men alene en status og detailudbygning af den eksisterende strategi. Finansministeriet bemærker, at ministeriet ikke kan eller bør inddrages generelt i konkrete investeringsbeslutninger, som ligger inden for selskabets strategi. Ministeriet har dog været orienteret om en række af de større projekter og har haft mulighed for at afgive bemærkninger.

Finansministeriet anfører, at ministeriet forventer at blive orienteret forud for fx større strategiske beslutninger, fx opkøb, men at en investeringsbeslutning ikke nødvendigvis er strategisk, blot fordi den er forholdsvis stor. Det lå – og ligger – således helt inden for selskabets strategi at foretage investeringer i havvindmølleparker, uanset at de har en betydelig størrelsesorden. Finansministeriet deler dog Rigsrevisionens opfattelse af, at ministeriet med fordel kunne have engageret sig mere i forhold til "Direction 2020" fra 2010.

Rigsrevisionens undersøgelse viser, at DONG Energy i de senere år har foretaget massive investeringer i havvindmølleparker, der er et forholdsvis nyt investeringsområde med mulige ukendte risici, hvor DONG Energy skal bevise, at investeringerne kan generere den nødvendige stigning i nettoindtjeningen, som kan begrunde de store investeringer. Rigsrevisionen er enig med Finansministeriet i, at massive investeringer ikke (normalt eller nødvendigvis) er strategiske, men set i lyset af, at der er tale om et forholdsvis nyt investeringsområde, hvor risici, hvis de materialiserer sig, i yderste konsekvens kan medføre behov for kapitalindskud af betydelige milliardbeløb, er Rigsrevisionen af den opfattelse, at dette bør sidestilles med proceduren for strategiske overvejelser. Rigsrevisionens undersøgelse har også vist, at ministeriet i 2012 har været tæt involveret i spørgsmålet om udvidelse af havvindmølleområdet.

160. DONG Energy indledte således i starten af 2012 en diskussion med Finansministeriet om en større kapitaludvidelse og dannelse af et datterselskab på havvindenergiområdet. Ministeriets analyser ledte ministeriet til at anbefale DONG Energy, at selskabet adopterede en mere gradueret strategi for ekspansion på havvindmølleområdet. På linje med ministeriets anbefalinger adopterede DONG Energy princippet "fleksibilitet i investeringsprogrammet", hvilket indebærer, at investeringer skal træffes på baggrund af en gennemgribende vurdering af indtjeningsevne og investeringsomfang for 2013 og 2014.

Finansministeriet analyserer løbende DONG Energy's finansielle nøgletal med udgangspunkt i selskabets kvartals-, halvårs- og årsrapporter, hvilket også er sket i den periode, hvor ministeriet har været mindre aktiv.

161. Finansministeriet udarbejdede desuden i november 2011 en analyse af DONG Energy's resultatmål sammenlignet med selskabets peers. Det var ministeriets vurdering, at DONG Energy adskiller sig fra flere af sine peers ved ikke at have et relevant mål for kapitalafkast, fx ved at sammenholde ROCE med WACC, som udtrykker omkostningerne ved den investerede kapital. På baggrund af analysen tog ministeriet initiativ til at drøfte DONG Energy's resultatmål for den økonomiske udvikling med selskabet. I DONG Energy's årsrapport for 2011 afrapporterer DONG Energy for første gang på ROCE-målet. Det fremgår af bestyrelsesreferater fra 2012, at DONG Energy overvejer, om selskabet i fremtiden bør have en egentlig målsætning for ROCE.

For at sikre, at DONG Energy drives i harmoni med statens interesser, skal Rigsrevisionen anbefale, at Finansministeriet som ejer arbejder videre med at få opstillet relevante mål for selskabets overordnede økonomiske udvikling og resultater. Dette kunne være i form af resultatmål, der fx afspejler selskabets målsætninger for indtjening, rentabilitet, direkte afkast, soliditet og mål for kapitalstrukturen, og som muliggør en vurdering af selskabets evne til at leve op til egne målsætninger.

162. DONG Energy's driftsresultat for 2011 var noget lavere end forventet. Det var Finansministeriets vurdering, at forrentningen af investeringerne på havvindmølleområdet var relativt lav. På baggrund af resultatet fra de første kvartaler af 2012 vurderede ministeriet, at DONG Energy vil kunne komme i problemer med at overholde sin målsætning for kapitalstrukturen, dvs. at nettogælden overstiger driftsresultatet før renter, skat og afskrivninger med mere end 2½ gang, som er selskabets loft. Det fremgår af Finansministeriets analyser, at ministeriet betragter 2012 som et nøgleår for DONG Energy. Selskabet skal ifølge ministeriet bevise, at investeringerne i havvindmølleområdet kan generere tilstrækkelig indtjening til at begrunde de høje investeringer og driftsomkostninger. Ministeriet forventer, at selskabets resultat for 2012 vil give en idé om, hvorvidt selskabet står over for forretningsmæssige problemer af mere strukturel karakter, eller om resultaterne for 2011 og de første kvartaler af 2012 er udtryk for generelle udfordringer, som branchen står over for. Det fremgår af Finansministeriets interne notater, at ministeriet på baggrund af kvartalsregnskabet for 1. kvartal 2012 besluttede at følge udviklingen i selskabet tæt.

Rigsrevisionen, den 23. januar 2013

Lone Strøm

/Peder Juhl Madsen

ROCE er udtryk for afkastet af den investerede kapital. Hvis ROCE er større end WACC (omkostningerne ved den investerede kapital), er det ensbetydende med, at et selskab skaber et direkte afkast af investeringen.

Til inspiration kan nævnes, at den norske stat opstiller – eventuelt sammen med andre ejere – resultatmål for de enkelte helejede og delejede statslige aktieselskaber. (Det kongelige Nærings- og Handelsdepartement, Meld. St. 13 (2010-2011) Aktivt ejerskab – norsk statslig ejerskab i en global økonomi)

Bilag 1. Ordliste

Biomasse	Brændbart organisk materiale, herunder halm, træflis og træspiller.
Blue collar	Medarbejdere beskæftiget med manuelt arbejde – typisk faglærte og ufaglærte arbejdere.
C20-indeks	Indeks bestående af de 20 mest omsatte aktier på Københavns Fondsbørs.
Direkte afkast	Forholdet mellem forrentning (ROCE) og kapitalomkostninger (WACC). ROCE skal være større end WACC for at give et positivt direkte afkast.
Direktion	Består af den administrerende direktør (CEO) og koncernøkonomidirektøren (CFO).
EBITDA	Indtjening før renter, skat, afskrivning og nedskrivning. Udtryk for en virksomheds indtjening.
EBITDA-margin	EBITDA (indtjening) i forhold til nettoomsætning.
Energy Markets	Ét af DONG Energy's 5 forretningsområder. Optimering af energistrømme ved at sikre sammenhæng mellem produktion af energi og salg af energi til engroskunder.
Exploration & Production (E&P)	Ét af DONG Energy's 5 forretningsområder. Efterforskning efter og produktion af olie og naturgas.
Hybridkapital	Ekstern finansiering (gæld), som har fællestræk med egenkapital. Optagelse af hybridkapital har positiv effekt på DONG Energy's kapitalstrukturmøgletal.
Investeringskomitéen	Komité nedsat af DONG Energy's direktion. Komitéen skal bl.a. vurdere konkrete investeringsforslag og følge selskabets samlede investeringsprogram. I komitéen deltager bl.a. DONG Energy's administrerende direktør (CEO) og koncernøkonomidirektør (CFO).
Justeret ROCE	Afkast af resultatet af primær drift i forhold til den gennemsnitlige, justerede investerede kapital. I forhold til ROCE er den investerede kapital fratraget aktiver under opførelse.
Kapitalstrukturmøgletal	Et nøgletal, der angiver forholdet mellem DONG Energy's indtjening (EBITDA) og gæld. Kapitalstrukturmøgletallet indgår som et væsentligt element i DONG Energy's finansielle styring.
Koncernledelse	Består af den administrerende direktør, koncernøkonomidirektøren og direktørerne for hvert af de 5 forretningsområder.
Kreditvurderingsbureau	Foretager vurderinger af virksomheders evne til at tilbagebetale sine lån. Vurderingen udtrykkes ved en såkaldt rating, der er en kode for virksomhedens kreditværdighed.
Leadership Forum	Direktion, koncernledelse og chefer i DONG Energy. Udgjorde i den undersøgte periode 200-300 medarbejdere i selskabet.
Mellemledere	Niveauet under Leadership Forum, der består af 400-500 medarbejdere med ansvar for større opgaver og ofte med ledelsesansvar.
Moody's	Kreditvurderingsbureau.
Nøgletal	Forholdstal, der belyser centrale sammenhænge i et regnskab.
Payout ratio	Udtryk for, hvor stor en del af årets resultat efter skat der udloddes som udbytte til aktionærer.
PVI	Nøgletal, der anvendes i beregning af, om en investering samlet vil give afkast over tid. PVI-værdien angiver forventet afkast pr. investeret krone.

Rating	Et kreditvurderingsbureaus vurdering af en virksomheds kreditværdighed.
Rentabilitet	Forholdet mellem en virksomheds indtjening og den investerede kapital. I denne beretning målt ved nøgletallet ROCE.
Revisions- og Risikokomiteén	En komité nedsat af bestyrelsen, som skal støtte bestyrelsen i dens tilsyn med bl.a. regnskabsaflægningen og økonomikontrolsystemer samt overvåge selskabets finansielle risici.
Risikostyring	Den proces i en virksomhed, hvor ledelsen skaber overblik over og håndterer udefra- og indefrakommende faktorer, som vil kunne påvirke virksomhedens fremtidige indtjening.
ROCE	Resultatet af primær drift i forhold til den gennemsnitligt investerede kapital. Udtryk for en virksomheds rentabilitet.
Sales & Distribution (S&D)	Ét af DONG Energy's 5 forretningsområder. Salg af el og naturgas samt drift af distributionsnet.
Soliditet	Forholdet mellem egenkapital og de samlede aktiver. Udtrykker en virksomheds evne til at bære tab.
Standard & Poor's	Kreditvurderingsbureau.
Thermal Power	Ét af DONG Energy's 5 forretningsområder. Produktion af el og varme fra termiske kraftværker.
Vederlagskomiteén	Komité nedsat af DONG Energy's bestyrelse. Hovedopgaven er at udarbejde og fremlægge anbefalinger for bestyrelsen vedrørende koncernledelsens løn og bonus mv. samt retningslinjer for løn til ledende medarbejdere og bestyrelsens vederlag, som forelægges aktionærerne til godkendelse på den ordinære generalforsamling.
WACC	Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger. I opgørelsen af WACC indgår både forrentning af lån og af egenkapitalen.
White collar	Medarbejdere, der arbejder med administrative opgaver – typisk kontor- og kundeservice.
Wind Power	Ét af DONG Energy's 5 forretningsområder. Udvikling, opførelse og drift af vindmølleparker.

024-273

Peter Fredslund Jensen

Fra: Thomas Holst Laursen - thl [thl@plesner.com]
Sendt: 8. oktober 2013 00:56
Til: Casper Münter - cam; Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer Plesner
Emne: Pacer - draft Investment Agreement [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: image001.jpg; image002.jpg; 5289257_1 - IA 7.10.13 version for [REDACTED].pdf; IA 7.10.13 version for [REDACTED] off (2).docx
DocumentIsArchived: 0



5289257_1 - IA IA 7.10.13 version
 7.10.13 version... [REDACTED]

Dear all,

Attached a revised IA, blackline showing changes against the version circulated to this group on 5 October 00:11 (as below).

[REDACTED]
 [REDACTED] Therefore please confirm or comment by no later than 2 pm tomorrow, many thanks.

[REDACTED]

- [REDACTED]

- [REDACTED]
 [REDACTED]

- [REDACTED]

- [REDACTED]

- [REDACTED]
 [REDACTED]

Kind regards,

Thomas

Thomas Holst Laursen
Partner
PLESNER
Tel + 45 3694 1363
Mob + 45 2999 3092
E thl@plesner.com
www.plesner.com

From: Casper Münter - cam
Sent: 5. oktober 2013 00:11
To: 'Peter Brixen'; 'Rasmus Lønborg'; 'Anne Pontoppidan Sørensen'; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer
Subject: Pacer - revised draft Investment Agreement [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all,

-

Following today's telcon between Pacer, [REDACTED] and Plesner, I attach a further revised draft IA (clean and marked-up versions). I look forward to receiving any comments by 3 pm CET tomorrow. Thank you.

Kind regards

Casper Münter

CASPER MÜNTER

advokat (H), MCJ, partner

DIR TLF

36 94 12 22

MOBIL

29 99 30 10

CAM@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
ADVOKATFIRMA
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 KØBENHAVN Ø

TLF

33 12 11 33

FAX

33 12 00 14

CVR

42 93 85 13

<http://www.plesner.com/images/b4.jpg>

Law Firm of the Year 2010 og 2013 for Danmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 og 2012 for Danmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 og 2013 for Danmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Danmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - *Best Nordic Law Firm* (International Legal Alliance Summit & Awards)

Denne email og enhver vedhæftet fil er fortrolig. Er De ikke rette modtager, bedes De venligst omgående underrette os og derefter slette emailen og enhver vedhæftet fil uden at beholde kopi og uden at videregive oplysninger om indholdet.

624-274

Peter Fredslund Jensen

Fra: jesper.kirkemoe@nordea.com
Sendt: 8. oktober 2013 09:19
Til: [redacted] Tobias.Akermark@morganstanley.com; anzha@dongenergy.dk; [redacted] Anne Pontoppidan Sørensen; Zlati.Christov@morganstanley.com; jbm@atp.dk; clw@atp.dk; [redacted]; Harald.Gron@nordea.com; 'gs-pacer@gs.com'; christianhansen@nordea.com; Frank.Hermelink@morganstanley.com; jik@pfa.dk; jsp@plesner.com; JDE@pfa.dk; jlk@pfa.dk; JOHLI@dongenergy.dk; jbh@atp.dk; [redacted] dk'; Anders.Krantz@nordea.dk; MJ.Cunningham@morganstanley.com; 'migbu@dongenergy.dk'; [redacted] morwe@dongenergy.dk; Peter.Obling@nordea.com; 'pacer@plesner.com'; dldkProjectPacer@nordea.com; [redacted] RASME@dongenergy.dk; Rasmus Lønborg; thl@plesner.com; Tuomas.Toiviainen@morganstanley.com

Emne: Pacer: Daily Call presentation

Vedhæftede filer: Pacer - Daily Status Update - Oct 8 - vSent.pdf
DocumentIsArchived: 0



Pacer - Daily Status Update - ...

Dear all,

Please find attached the presentation for our daily status update @ 10:00 CET.

Best regards

Jesper

Jesper Kirkemoe Jørgensen

Nordea | Markets | Investment Banking | Advisory
Visiting address: Strandgade 3, Copenhagen
Mailing address: PO Box 850, 0900 Copenhagen C
Tel: +45 3333 4105 | Mob: +45 6122 4562
E-mail: jesper.kirkemoe@nordea.com

Web: nordeamarkets.com

Making it possible

Nordea Bank Danmark A/S, Business registration number 13522197, Copenhagen, Denmark

This e-mail may contain confidential information. If you receive this e-mail by mistake, please inform the sender, delete the e-mail and do not share or copy it.

624-275

Peter Fredslund Jensen

Fra: Peter Brixen
Sendt: 8. oktober 2013 14:57
Til: 'Thomas Holst Laursen - thl'; Casper Münter - cam; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer Plesner
Emne: SV: Pacer - draft Investment Agreement [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: image001.jpg; image002.jpg
DocumentIsArchived: 0



image001.jpg (12 KB)



image002.jpg (18 KB)

Dear Thomas

Thanks for the revised draft IA:

MoF has no further comments at stage. Regarding the revised confidentiality provisions, they will work for the State, and it provides some room for moving if required by Investors.

Kind regards,

Peter

Fra: Thomas Holst Laursen - thl [mailto:thl@plesner.com]

Sendt: 8. oktober 2013 00:56

Til: Casper Münter - cam; Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'

Cc: Pacer Plesner

Emne: Pacer - draft Investment Agreement for approval [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all,

Attached a revised IA, blackline showing changes against the version circulated to this group on 5 October 00:11 (as below).

[REDACTED]. Therefore please confirm or comment by no later than 2 pm tomorrow, many thanks.

A couple of comments:

- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]

Kind regards,

Thomas

Thomas Holst Laursen
Partner
PLESNER
Tel + 45 3694 1363
Mob + 45 2999 3092
E thl@plesner.com
www.plesner.com

From: Casper Münter - cam

Sent: 5. oktober 2013 00:11

To: 'Peter Brixen'; 'Rasmus Lønborg'; 'Anne Pontoppidan Sørensen'; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó (MIGBU@dongenergy.dk)'; 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'

Cc: Pacer

Subject: Pacer - revised draft Investment Agreement [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all,

-

Following today's telcon between Pacer [REDACTED] and Plesner, I attach a further revised draft IA (clean and marked-up versions). I look forward to receiving any comments by 3 pm CET tomorrow. Thank you.

Kind regards

Casper Münter

CASPER MÜNTER
advokat (H), MCJ, partner

DIR TLF

36 94 12 22

MOBIL

29 99 30 10

CAM@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
ADVOKATFIRMA
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 KØBENHAVN Ø

TLF

33 12 11 33

FAX

33 12 00 14

CVR

42 93 85 13

<http://www.plesner.com/images/b4.jpg>

Law Firm of the Year 2010 og 2013 for Danmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 og 2012 for Danmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 og 2013 for Danmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Danmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Awards)

Denne email og enhver vedhæftet fil er fortrolig. Er De ikke rette modtager, bedes De venligst omgående underrette os og derefter slette emailen og enhver vedhæftet fil uden at beholde kopi og uden at videregive oplysninger om indholdet.

024 - 270

Peter Fredslund Jensen

Fra: Thomas Holst Laursen - thl [thl@plesner.com]
Sendt: 9. oktober 2013 01:16
Til: [REDACTED] Morten Weicher (MORWE@dongenergy.dk);
 [REDACTED]
Cc: Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen;
 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben
 Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó (MIGBU@dongenergy.dk)'; 'Harald
 Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)';
 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael
 (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com';
 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]
Emne: 'project.pacer@danskebank.com'; Pacer Plesner
 Pacer IA draft [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: DONG ENERGY IA 8.10.13.DOCX
DocumentIsArchived: 0



DONG ENERGY IA
8.10.13.DOCX (4...

Dear [REDACTED] legal teams,

[REDACTED]

I should be grateful if you will arrange for distribution to your respective teams.

Kind regards,
Thomas

Thomas Holst Laursen
 Partner
 PLESNER
 Tel + 45 3694 1363
 Mob + 45 2999 3092
 E thl@plesner.com
www.plesner.com

624-277

Peter Fredslund Jensen

Fra: Henrik Rossing Lønberg - hrl [hrl@plesner.com]
Sendt: 9. oktober 2013 04:05
Til: Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer Plesner
Emne: Pacer - Revised Draft SHA For [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: image001.jpg; #5297774v1_Active_ - Pacer SHA final sign off - October 8 2013.docx; Compare (Against October 4, 2013 Draft).pdf
DocumentIsArchived: 0



#5297774v1_Activ Compare (Against
e_ - Pacer SHA... October 4, 20...

Dear all

Attached for your review please find a revised draft Shareholders Agreement. The revised draft reflects comments received from MoF, Pacer and [REDACTED] to the October 4 draft distributed on Saturday morning (per the e-mail below). To facilitate your review of the revised draft, attached also please find a compare version reflecting the changes made to the October 4 draft.

[REDACTED] We would therefore remain grateful for your sign-off or comments to the attached by no later than 2:00 pm CET tomorrow. Many thanks.

Best regards

HENRIK ROSSING LØNBERG
Attorney-at-Law, LL.M., Partner

DIR TEL

+45 36 94 15 34

MOBILE

+45 29 99 30 21

HRL@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)
Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)
Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)
Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)
Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

From: Henrik Rossing Lønberg - hrl

Sent: 5. oktober 2013 06:51

To: 'Peter Brixen'; 'Rasmus Lønborg'; 'Anne Pontoppidan Sørensen'; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); 'Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk)'; 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'

Cc: Pacer

Subject: Pacer - Draft Shareholders' Agreement [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all

Attached for your review and comments please find a draft Shareholders' Agreement.

The attached draft reflects comments received from [REDACTED] to a draft distributed on Tuesday and as discussed a conference call earlier today.

When reviewing the draft, please give consideration to the drafting footnotes where we would remain grateful for your input and thoughts. Also, with this e-mail, we would like to highlight at least the following topics (not in order of priority) that should be considered and discussed:

[REDACTED]

1. [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Please note that the is being distributed in the interest of time, but remains work in progress subject to ongoing review and revision.

We propose to have an all-hands conference call Tuesday to discuss the comments received, all with a view to turn the draft to reflect such comments [REDACTED]. We shall revert with a specific proposal for such a conference call. Many thanks.

Best regards

HENRIK ROSSING LONBERG
Attorney-at-Law, LL.M., Partner

DIR TEL

+45 36 94 15 34

MOBILE

+45 29 99 30 21

HRL@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - *Best Nordic Law Firm* (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

624 - 278

Peter Fredslund Jensen

Fra: Henrik Rossing Lønberg - hrl [hrl@plesner.com]
Sendt: 9. oktober 2013 04:12
Til: Peter Brixen
Cc: Rasmus Lønberg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'Anders Zoëga Hansen'; Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk); 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk) (MIGBU@dongenergy.dk); Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); [REDACTED] Alexander Irschenberger - air; Casper Münter - cam; Gitte Holtsø - gho; Henrik Laursen - hla; Henrik Rossing Lønberg - hrl; Jacob Bier - jbi; Jakob Skafte-Pedersen - jsp; Mikkel Rostock-Jensen - mrj; Thomas Holst Laursen - thl
Emne: FW: Pacer - Revised Draft SHA For [REDACTED] PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: image001.jpg
DocumentIsArchived: 0

Dear Peter

Further to the e-mail just sent and to facilitate your review of the revised draft SHA, below please find a short elaboration on how we have tried to address your conceptual comments to the October 4, 2013 draft:

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

To extent that the revised draft SHA and/or the above gives rise to additional comments or questions, then we are of course available to discuss over the phone during the course of tomorrow at a time of your convenience. Many thanks.

Best regards

Henrik

From: Henrik Rossing Lønberg - hrl
Sent: 9. oktober 2013 04:05
To: 'Peter Brixen'; 'Rasmus Lønberg'; 'Anne Pontoppidan Sørensen'; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); 'Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk)'; 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer Plesner
Subject: Pacer - Revised Draft SHA For [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all

Attached for your review please find a revised draft Shareholders Agreement. The revised draft reflects comments received from MoF, Pacer and [REDACTED] the October 4 draft distributed on Saturday morning (per the e-mail below). To facilitate your review of the revised draft, attached also please find a compare version reflecting the changes made to the October 4 draft.

[REDACTED] We would therefore remain grateful for your sign-

off or comments to the attached by no later than 2:00 pm CET tomorrow. Many thanks.

Best regards

HENRIK ROSSING LØNBERG
Attorney-at-Law, LL.M., Partner

DIR TEL

+45 36 94 15 34

MOBILE

+45 29 99 30 21

HRL@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)
Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)
Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)
Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)
Gold Award 2011 - *Best Nordic Law Firm* (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

From: Henrik Rossing Lønberg - hrl

Sent: 5. oktober 2013 06:51

To: 'Peter Brixen'; 'Rasmus Lønborg'; 'Anne Pontoppidan Sørensen'; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)';

"Miguel Buxó" (MIGBU@dongenergy.dk); Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED] 'project.pacer@danskebank.com'

Cc: Pacer

Subject: Pacer - Draft Shareholders' Agreement [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all

Attached for your review and comments please find a draft Shareholders' Agreement.

The attached draft reflects comments received from [REDACTED] to a draft distributed on Tuesday and as discussed a conference call earlier today.

When reviewing the draft, please give consideration to the drafting footnotes where we would remain grateful for your input and thoughts. Also, with this e-mail, we would like to highlight at least the following topics (not in order of priority) that should be considered and [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED] note that the is being distributed in the interest of time, but remains work in progress subject to ongoing review and revision.

We propose to have an all-hands conference call Tuesday to discuss the comments received, all with a view to turn the draft to reflect such comments and [REDACTED] We shall revert with a specific proposal for such a conference call. Many thanks.

Best regards

HENRIK ROSSING LØNBERG
Attorney-at-Law, LL.M., Partner

DIR TEL

+45 36 94 15 34

MOBILE

+45 29 99 30 21

HRL@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
LAW FIRM

WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please

notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

624-279

Peter Fredslund Jensen

Fra: jesper.kirkemoe@nordea.com
Sendt: 9. oktober 2013 09:37
Til: [redacted] Tobias.Akermark@morganstanley.com; anzha@dongenergy.dk; [redacted]; Anne Pontoppidan Sørensen; BECRI@dongenergy.co.uk; [redacted]
Zlati.Christov@morganstanley.com; jbm@atp.dk; clw@atp.dk; [redacted]; Harald.Gron@nordea.com; 'gs-pacer@gs.com'; christianhansen@nordea.com; Frank.Hermelink@morganstanley.com; jik@pfa.dk; [redacted]; jsp@plesner.com; JDE@pfa.dk; [redacted] jlk@pfa.dk; [redacted]; JOHLI@dongenergy.dk; jbh@atp.dk; [redacted]
Anders.Krantz@nordea.dk; MJ.Cunningham@morganstanley.com; 'migbu@dongenergy.dk'; [redacted] morwe@dongenergy.dk; Peter.Obling@nordea.com; 'pacer@plesner.com'; dldkProjectPacer@nordea.com; [redacted]; RASME@dongenergy.dk; Rasmus Lønborg; [redacted] thi@plesner.com; Tuomas.Toiviainen@morganstanley.com;

Emne: Pacer: Daily Status Call @ 10:00

Vedhæftede filer: Pacer - Daily Status Update - Oct 9 - vSent.pdf
DocumentsArchived: 0



Pacer - Daily Status Update - ...

Dear all,

Please find attached today's daily call presentation.

Best regards

Jesper

Jesper Kirkemoe Jørgensen

Nordea | Markets | Investment Banking | Advisory
Visiting address: Strandgade 3, Copenhagen
Mailing address: PO Box 850, 0900 Copenhagen C
Tel: +45 3333 4105 | Mob: +45 6122 4562
E-mail: jesper.kirkemoe@nordea.com

Web: nordeamarkets.com

Making it possible

Nordea Bank Danmark A/S, Business registration number 13522197, Copenhagen, Denmark

This e-mail may contain confidential information. If you receive this e-mail by mistake, please

inform the sender, delete the e-mail and do not share or copy it.

624-280

Peter Fredslund Jensen

Fra: Peter Brixen
Sendt: 9. oktober 2013 11:08
Til: 'Henrik Rossing Lønberg - hrl'
Cc: Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'Anders Zoëga Hansen'; Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk); 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk) (MIGBU@dongenergy.dk); Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); [REDACTED]; Alexander Irschenberger - air; Casper Münter - cam; Gitte Holtsø - gho; Henrik Laursen - hla; Jacob Bier - jbi; Jakob Skafte-Pedersen - jsp; Mikkel Rostock-Jensen - mrj; Thomas Holst Laursen - thl
Emne: SV: Pacer - Revised Draft SHA [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: image001.jpg
DocumentIsArchived: 0



image001.jpg (12 KB)

Dear Henrik

Thanks for the revised draft SHA, which looks fine - however, see a few comments below.

Kind regards

Peter

Fra: Henrik Rossing Lønberg - hrl [mailto:hrl@plesner.com]
Sendt: 9. oktober 2013 04:12
Til: Peter Brixen
Cc: Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'Anders Zoëga Hansen'; Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk); 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk) (MIGBU@dongenergy.dk); Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); [REDACTED]; Alexander Irschenberger - air; Casper Münter - cam; Gitte Holtsø - gho; Henrik Laursen - hla; Henrik Rossing Lønberg - hrl; Jacob Bier - jbi; Jakob Skafte-Pedersen - jsp; Mikkel Rostock-Jensen - mrj; Thomas Holst Laursen - thl
Emne: FW: Pacer - Revised Draft SHA For [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]

Dear Peter

Further to the e-mail just sent and to facilitate your review of the revised draft SHA, below please find a short elaboration on how we have tried to address your conceptual comments to the October 4, 2013 draft:

[REDACTED]

[REDACTED]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

[Redacted]

To extent that the revised draft SHA and/or the above gives rise to additional comments or questions, then we are of course available to discuss over the phone during the course of tomorrow at a time of your convenience. Many thanks.

Best regards

Henrik

Fra: Henrik Rossing Lønberg - hrl [mailto:hrl@plesner.com]

Sendt: 9. oktober 2013 04:12

Til: Peter Brixen

Cc: Rasmus Lønberg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'Anders Zoëga Hansen'; Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk); "Miguel Buxó" (MIGBU@dongenergy.dk) (MIGBU@dongenergy.dk); Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); [REDACTED] Alexander Irschenberger - air; Casper Münter - cam; Gitte Holtsø - gho; Henrik Laursen - hla; Henrik Rossing Lønberg - hrl; Jacob Bier - jbi; Jakob Skafte-Pedersen - jsp; Mikkel Rostock-Jensen - mrj; Thomas Holst Laursen - thl

Emne: FW: Pacer - Revised Draft SHA For [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]

Dear Peter

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

To extent that the revised draft SHA and/or the above gives rise to additional comments or questions, then we are of course available to discuss over the phone during the course of tomorrow at a time of your convenience. Many thanks.

Best regards

Henrik

From: Henrik Rossing Lønberg - hrl

Sent: 9. oktober 2013 04:05

To: 'Peter Brixen'; 'Rasmus Lønberg'; 'Anne Pontoppidan Sørensen'; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'

Cc: Pacer Plesner

Subject: Pacer - Revised Draft SHA For [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all

Attached for your review please find a revised draft Shareholders Agreement. The revised draft reflects comments received from MoF, Pacer and [REDACTED] the October 4 draft distributed on Saturday morning (per the e-mail below). To facilitate your review of the revised draft, attached also please find a compare version reflecting the changes made to the October 4 draft.

[REDACTED]

[REDACTED] We would therefore remain grateful for your sign-off or comments to the attached by no later than 2:00 pm CET tomorrow. Many thanks.

Best regards

HENRIK ROSSING LØNBERG
Attorney-at-Law, LL.M., Partner

DIR TEL

+45 36 94 15 34

MOBILE

+45 29 99 30 21

HRL@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/>

PLESNER

LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)
Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)
Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)
Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)
Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

From: Henrik Rossing Lønberg - hrl

Sent: 5. oktober 2013 06:51

To: 'Peter Brixen'; 'Rasmus Lønborg'; 'Anne Pontoppidan Sørensen'; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó (MIGBU@dongenergy.dk)'; 'Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk)'; 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com';

[REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'

Cc: Pacer

Subject: Pacer - Draft Shareholders' Agreement [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all

Attached for your review and comments please find a draft Shareholders' Agreement.

The attached draft reflects comments received from [REDACTED] to a draft distributed on Tuesday and as discussed a conference call earlier today.

When reviewing the draft, please give consideration to the drafting footnotes where we would remain grateful for your input and thoughts. Also, with this e-mail, we would like to highlight at least the following topics (not in order of priority) that should be considered and [REDACTED]

1. [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

6 [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Please note that the is being distributed in the interest of time, but remains work in progress subject to ongoing review and revision.

We propose to have an all-hands conference call Tuesday to discuss the comments received, all with a view to turn the draft to reflect such comments and [REDACTED]. We shall revert with a specific proposal for such a conference call. Many thanks.

Best regards

HENRIK ROSSING LØNBERG
Attorney-at-Law, LL.M., Partner

DIR TEL

+45 36 94 15 34

MOBILE

+45 29 99 30 21

HRL@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37

2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - *Best Nordic Law Firm* (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

624-28

Peter Fredslund Jensen

Fra: [REDACTED]
Sendt: 9. oktober 2013 13:00
Til: 'Henrik Rossing Lønberg - hrl'; Peter Brixen; Rasmus Lønberg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó (MIGBU@dongenergy.dk)'; Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]@danskebank.com'
Cc: Pacer Plesner
Emne: RE: Pacer - Revised Draft SHA [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: image001.jpg; Change-Pro Redline Pages - 21534238-v19-SHA Pacer and 21534238-v20-SHA P...pdf; 21534238-v20-SHA Pacer.docx
DocumentIsArchived: 0



Change-Pro Redline 21534238-v20-SHA Pages - 215... Pacer.docx (4...

Henrik,

Attached please find [REDACTED] comments on this draft of the SHA ([REDACTED]). If there are any comments that you feel should not be reflected, please given me a call.

Best regards,

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

From: Henrik Rossing Lønberg - hrl [mailto:hrl@plesner.com]
Sent: Wednesday, October 09, 2013 3:05 AM
To: 'Peter Brixen'; 'Rasmus Lønborg'; 'Anne Pontoppidan Sørensen'; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); 'Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk)'; 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; project.pacer; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer Plesner
Subject: Pacer - Revised Draft SHA For [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all

Attached for your review please find a revised draft Shareholders Agreement. The revised draft reflects comments received from MoF, Pacer and [REDACTED] to the October 4 draft distributed on Saturday morning (per the e-mail below). To facilitate your review of the revised draft, attached also please find a compare version reflecting the changes made to the October 4 draft.

[REDACTED] We would therefore remain grateful for your sign-off or comments to the attached by no later than 2:00 pm CET tomorrow. Many thanks.

Best regards

HENRIK ROSSING LØNBERG
Attorney-at-Law, LL.M., Partner

DIR TEL

+45 36 94 15 34

MOBILE

+45 29 99 30 21

HRL@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

From: Henrik Rossing Lønberg - hrl

Sent: 5. oktober 2013 06:51

To: 'Peter Brixen'; 'Rasmus Lønberg'; 'Anne Pontoppidan Sørensen'; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); 'Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk)'; 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'

Cc: Pacer

Subject: Pacer - Draft Shareholders' Agreement [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all

Attached for your review and comments please find a draft Shareholders' Agreement.

The attached draft reflects comments received from [REDACTED] to a draft distributed on Tuesday and as discussed a conference call earlier today.

When reviewing the draft, please give consideration to the drafting footnotes where we would remain grateful for your input and thoughts. Also, with this e-mail, we would like to highlight at least the following topics (not in order of priority) that should be considered [REDACTED]

1. [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

8. [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Please note that the is being distributed in the interest of time, but remains work in progress subject to ongoing review and revision.

We propose to have an all-hands conference call Tuesday to discuss the comments received, all with a view to turn the draft to reflect such comments and distribute [REDACTED]. We shall revert with a specific proposal for such a conference call. Many thanks.

Best regards

HENRIK ROSSING LONBERG
Attorney-at-Law, LL.M., Partner

DIR TEL

+45 36 94 15 34

MOBILE

+45 29 99 30 21

HRL@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - *Best Nordic Law Firm* (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

624-282

Peter Fredslund Jensen

fra: [redacted]
Sendt: [redacted]
Til: [redacted]
Emne: [redacted]

Vedhæftede filer: [redacted]
DocumentIsArchived: [redacted]

[redacted]

Fra: Thomas Bredsdorff [mailto:thomas.bredsdorff@danskebank.dk]
Sendt: 9. oktober 2013 13:57
Til: Morten Weicher
Cc: Peter Brixen; 3042 DB Team (Pacer)
Emne: [redacted]

Hej Morten,

[redacted]

[redacted]

[redacted]

Ring endelig hvis der er behov for at drøfte det.

Med venlig hilsen

Thomas Bredsdorff
Director

Danske Bank
Corporate Finance
Holmens Kanal 2-12
DK- 1092 Copenhagen K

Direct (+45) 45 12 80 33
Mobile (+45) 25 27 69 38
Fax (+45) 45 14 92 01

Danske Bank A/S CVR-nr. 61126228 – København

Denne mail kan indeholde fortrolig information. Har du modtaget mailen ved en fejl, beder vi dig derfor informere afsender om fejlen – og efterfølgende slette mailen i dit system uden at videresende eller kopiere den. Selv om mailen og vedhæftede bilag efter vores overbevisning er fri for virus og andre fejl, som kan påvirke computeren eller it-systemet, hvor den modtages og læses, åbnes den på modtagerens eget ansvar. Vi påtager os ikke noget ansvar for tab og skade, som er opstået i forbindelse med at modtage og bruge mailen.

Please note that this message may contain confidential information. If you have received this message by mistake, please inform the sender of the mistake, then delete the message from your system without making, distributing or retaining any copies of it. Although we believe that the message and any attachments are free from viruses and other errors that might affect the computer or IT system where it is received and read, the recipient opens the message at his or her own risk. We assume no responsibility for any loss or damage arising from the receipt or use of this message.

024-2

Peter Fredslund Jensen

Fra: Henrik Rossing Lønberg - hrl [hrl@plesner.com]
Sendt: 10. oktober 2013 04:42
Til: [REDACTED]

Cc: Peter Brixen; Rasmus Lønberg; Anne Pontoppidan Sørensen; Morten Weicher (MORWE@dongenergy.dk); 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'; Pacer Plesner
Emne: Pacer Draft SHA [PLESNER-Active.FID845707]

Vedhæftede filer: image001.jpg; #5301367v1_Active_ - Pacer SHA (Draft - 9 October 2013).docx
DocumentIsArchived: 0



#5301367v1_Active_ - Pacer SHA...

Dear [REDACTED] legal teams

Further to the e-mail below, attached please find the draft Shareholders' Agreement.

Also with respect to this draft, we would remain grateful if you would arrange for distribution to your respective teams. Many thanks.

Best regards

Henrik

HENRIK ROSSING LØNBERG
Attorney-at-Law, LL.M., Partner

DIR TEL

+45 36 94 15 34

MOBILE

+45 29 99 30 21

HRL@PLESNER.COM

cid:image001.jpg@01CEC49A.233CD500

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)
Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)
Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)
Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)
Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

From: Thomas Holst Laursen - thl

Sent: 9. oktober 2013 01:16

To: [REDACTED]

Cc: 'Peter Brixen'; 'Rasmus Lønborg'; 'Anne Pontoppidan Sørensen'; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'; Pacer Plesner
Subject: Pacer IA draft [PLESNER-Active.FID845707]

Dear [REDACTED] legal teams,

[REDACTED]

I should be grateful if you will arrange for distribution to your respective teams.

Kind regards,

Thomas

Thomas Holst Laursen
Partner
PLESNER
Tel + 45 3694 1363
Mob + 45 2999 3092
E thl@plesner.com
www.plesner.com

124-284

Peter Fredslund Jensen

Fra: Henrik Rossing Lønberg - hrl [hrl@plesner.com]
Sendt: 10. oktober 2013 04:54
Til: Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó (MIGBU@dongenergy.dk)'; Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer Plesner
Emne: RE: Pacer - Revised Draft SHA [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: image001.jpg; Compare (against Oct 8 Sign-off Draft).pdf
DocumentIsArchived: 0



Compare (against Oct 8 Sign-of...

Dear all

As you will have seen, we have now distributed the draft Shareholders' Agreement to the [REDACTED] legal teams.

Attached for your records please find a compare version reflecting the changes (based on input from Pacer and [REDACTED] during the course of the day today) made to the "[REDACTED]" distributed by the e-mail below.

Best regards

Henrik

From: Henrik Rossing Lønberg - hrl
Sent: 9. oktober 2013 04:05
To: 'Peter Brixen'; 'Rasmus Lønborg'; 'Anne Pontoppidan Sørensen'; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó (MIGBU@dongenergy.dk)'; Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer Plesner
Subject: Pacer - Revised Draft SHA For [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all

Attached for your review please find a revised draft Shareholders Agreement. The revised draft reflects comments received from MoF, Pacer and [REDACTED] to the October 4 draft distributed on Saturday morning (per the e-mail below). To facilitate your review of the revised draft, attached also please find a compare version reflecting the changes made to the October 4 draft.

[REDACTED]. We would therefore remain grateful for your sign-off or comments to the attached by no later than 2:00 pm CET tomorrow. Many thanks.

Best regards

HENRIK ROSSING LØNBERG
Attorney-at-Law, LL.M., Partner

DIR TEL

+45 36 94 15 34

MOBILE

+45 29 99 30 21

HRL@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)
Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)
Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)
Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)
Gold Award 2011 - *Best Nordic Law Firm* (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the

intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

From: Henrik Rossing Lønberg - hrl
Sent: 5. oktober 2013 06:51
To: 'Peter Brixen'; 'Rasmus Lønberg'; 'Anne Pontoppidan Sørensen'; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); 'Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk)'; 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer
Subject: Pacer - Draft Shareholders' Agreement [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all

Attached for your review and comments please find a draft Shareholders' Agreement.

The attached draft reflects comments received from [REDACTED] to a draft distributed on Tuesday and as discussed a conference call earlier today.

When reviewing the draft, please give consideration to the drafting footnotes where we would remain grateful for your input and thoughts. Also, with this e-mail, we would like to highlight at least the following topics (not in order of priority) that should be [REDACTED]
[REDACTED]

1. [REDACTED]
[REDACTED]

3. [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Please note that the is being distributed in the interest of time, but remains work in progress subject to ongoing review and revision.

We propose to have an all-hands conference call Tuesday to discuss the comments received, all with a view to turn the draft to reflect such comments and [REDACTED]. We shall revert with a specific proposal for such a conference call. Many thanks.

Best regards

HENRIK ROSSING LØNBERG
Attorney-at-Law, LL.M., Partner

DIR TEL

+45 36 94 15 34

MOBILE

+45 29 99 30 21

HRL@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)
Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)
Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)
Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)
Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

024 285

Peter Fredslund Jensen

Fra: Henrik Rossing Lønberg - hrl [hrl@plesner.com]
Sendt: 10. oktober 2013 05:02
Til: Peter Brixen
Cc: Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'Anders Zoëga Hansen'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk) (MIGBU@dongenergy.dk); 'Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk)'; [REDACTED]; Pacer Plesner
Emne: FW: Pacer - Revised Draft SHA [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: image001.jpg; Compare (against Oct 8 Sign-off Draft).pdf
DocumentIsArchived: 0



Compare (against Oct 8 Sign-off...

Dear Peter

Further to [REDACTED] earlier today to draft Shareholders' Agreement dated October 8, we have received additional input and comments from Pacer and [REDACTED]

[REDACTED]

We are of course available should you wish to discuss, or have questions or comments, to the additional changes made after your sign-off. Many thanks.

Best regards

Henrik

From: Henrik Rossing Lønberg - hrl
Sent: 10. oktober 2013 04:54
To: 'Peter Brixen'; 'Rasmus Lønborg'; 'Anne Pontoppidan Sørensen'; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); 'Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk)'; 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: Pacer Plesner
Subject: RE: Pacer - Revised Draft SHA For [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all

As you will have seen, we have now distributed the draft Shareholders' Agreement to the [REDACTED] legal teams.

Attached for your records please find a compare version reflecting the changes (based on input from Pacer and [REDACTED] during the course of the day today) made to the [REDACTED] distributed by the e-mail below.

Best regards

Henrik

From: Henrik Rossing Lønberg - hrl

Sent: 9. oktober 2013 04:05

To: 'Peter Brixen'; 'Rasmus Lønberg'; 'Anne Pontoppidan Sørensen'; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk)'; 'Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk)'; 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; [REDACTED]'; 'project.pacer@danskebank.com'

Cc: Pacer Plesner

Subject: Pacer - Revised Draft SHA For [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all

Attached for your review please find a revised draft Shareholders Agreement. The revised draft reflects comments received from MoF, Pacer and [REDACTED] to the October 4 draft distributed on Saturday morning (per the e-mail below). To facilitate your review of the revised draft, attached also please find a compare version reflecting the changes made to the October 4 draft.

[REDACTED] We would therefore remain grateful for your sign-off or comments to the attached by no later than 2:00 pm CET tomorrow. Many thanks.

Best regards

HENRIK ROSSING LØNBERG
Attorney-at-Law, LL.M., Partner

DIR TEL

+45 36 94 15 34

MOBILE

+45 29 99 30 21

HRL@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/>

PLESNER

LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)
Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)
Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)
Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)
Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

From: Henrik Rossing Lønberg - hrl

Sent: 5. oktober 2013 06:51

To: 'Peter Brixen'; 'Rasmus Lønborg'; 'Anne Pontoppidan Sørensen'; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'Anders Zoëga Hansen'; 'RASME@dongenergy.dk'; 'Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk)'; 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk); Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); 'Harald Grøn Nordea Corporate Finance (harald.gron@nordea.com)'; 'christianhansen@nordea.com'; 'Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com)'; 'frank.hermelink@morganstanley.com'; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com';

[REDACTED]; 'project.pacer@danskebank.com'

Cc: Pacer

Subject: Pacer - Draft Shareholders' Agreement [PLESNER-Active.FID845707]

Dear all

Attached for your review and comments please find a draft Shareholders' Agreement.

The attached draft reflects comments received from [REDACTED] to a draft distributed on Tuesday and as discussed a conference call earlier today.

When reviewing the draft, please give consideration to the drafting footnotes where we would remain grateful for your input and thoughts. Also, with this e-mail, we would like to highlight at least the following topics (not in order of priority) that should be [REDACTED]
[REDACTED]

1. [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

6. [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Please note that the is being distributed in the interest of time, but remains work in progress subject to ongoing review and revision.

We propose to have an all-hands conference call Tuesday to discuss the comments received, all with a view to turn the draft to reflect such comments and [REDACTED]. We shall revert with a specific proposal for such a conference call. Many thanks.

Best regards

HENRIK ROSSING LØNBERG
Attorney-at-Law, LL.M., Partner

DIR TEL

+45 36 94 15 34

MOBILE

+45 29 99 30 21

HRL@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37

2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)

Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)

Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)

Gold Award 2011 - *Best Nordic Law Firm* (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

624-286

Peter Fredslund Jensen

Fra: Peter.Obling@nordea.com
Sendt: 10. oktober 2013 09:23
Til: [redacted] Tobias.Akermark@morganstanley.com; anzha@dongenergy.dk; [redacted]; Anne Pontoppidan Sørensen; BECRI@dongenergy.co.uk; [redacted]
Zlati.Christov@morganstanley.com; jbm@atp.dk; clw@atp.dk; [redacted] Harald.Gron@nordea.com; 'gs-pacer@gs.com'; christianhansen@nordea.com; Frank.Hermelink@morganstanley.com; jik@pfa.dk; [redacted]; jsp@plesner.com; JDE@pfa.dk; [redacted]; jlk@pfa.dk; [redacted] OHLI@dongenergy.dk; jbh@atp.dk; [redacted] Anders.Krantz@nordea.dk; MJ.Cunningham@morganstanley.com; 'migbu@dongenergy.dk'; [redacted] morwe@dongenergy.dk; Peter.Obling@nordea.com; 'pacer@plesner.com'; dldkProjectPacer@nordea.com; [redacted]; RASME@dongenergy.dk; Rasmus Lønborg; [redacted] thl@plesner.com; Tuomas.Toiviainen@morganstanley.com;

Emne: Pacer: Daily call presentation

Vedhæftede filer: Pacer - Daily Status Update - Oct 10 - vSent.pdf
DocumentIsArchived: 0



Pacer - Daily Status Update - ...

All,

Ahead of the call at 10:00, please find the daily call presentation.

Kind regards,

Peter Obling

Nordea | Markets | Investment Banking | Advisory

Tel: +45 3333 3947 | Mob: +45 6155 0015

E-mail: peter.obling@nordea.com

Web: nordeamarkets.com

Making it possible

Nordea Bank Danmark A/S, Business registration

number 13522197, Copenhagen, Denmark

This e-mail may contain confidential information.

If you receive this e-mail by mistake, please inform

the sender, delete the e-mail and do not share or copy it.

024 - 287

Peter Fredslund Jensen

Fra: Harald.Gron@nordea.com
Sendt: 10. oktober 2013 14:34
Til: hrl@plesner.com; Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; MORWE@dongenergy.dk; anzha@dongenergy.dk; RASME@dongenergy.dk; BECRI@dongenergy.co.uk; MIGBU@dongenergy.dk; ULJAR@dongenergy.dk; christianhansen@nordea.com; MJ.Cunningham@MorganStanley.com; frank.hermelink@morganstanley.com; Tobias.Akermark@MorganStanley.com; [REDACTED]; project.pacer@danskebank.com
Cc: Pacer@plesner.com; didkProjectPacer@nordea.com
Emne: RE: Pacer - Revised Draft SHA [REDACTED] [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: image001.jpg
DocumentIsArchived: 0

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

Best regards

Harald Grøn
Managing Director, Nordic Head of Advisory

Nordea | Markets | Investment Banking
Tel: +45 3333 3315 | Mob: +45 6162 7649
E-mail: harald.gron@nordea.com

Web: nordeamarkets.com

Making it possible

Nordea Bank Danmark A/S, Business registration number 13522197, Copenhagen, Denmark

This e-mail may contain confidential information. If you receive this e-mail by mistake, please inform the sender, delete the e-mail and do not share or copy it.

624-288

Peter Fredslund Jensen

Fra: Peter.Obling@nordea.com
Sendt: 11. oktober 2013 09:22
Til: [redacted]; Tobias.Akermark@morganstanley.com; anzha@dongenergy.dk; [redacted]; Anne Pontoppidan Sørensen; BECRI@dongenergy.co.uk; [redacted]; Zlati.Christov@morganstanley.com; jbm@atp.dk; clw@atp.dk; [redacted]; Harald.Gron@nordea.com; 'gs-pacer@gs.com'; christianhansen@nordea.com; Frank.Hermelink@morganstanley.com; jik@pfa.dk; [redacted]; k; jsp@plesner.com; JDE@pfa.dk; [redacted]@pfa.dk; [redacted] JOHLI@dongenergy.dk; jbh@atp.dk; [redacted] Anders.Krantz@nordea.dk; MJ.Cunningham@morganstanley.com; 'migbu@dongenergy.dk'; [redacted]; morwe@dongenergy.dk; Peter.Obling@nordea.com; 'pacer@plesner.com'; dldkProjectPacer@nordea.com; [redacted]; RASME@dongenergy.dk; Rasmus Lønborg; [redacted] thl@plesner.com; Tuomas.Toiviainen@morganstanley.com;

Emne: Pacer: Daily Status Update Presentation

Vedhæftede filer: Pacer - Daily Status Update - Oct 11 - vSent.pdf
DocumentIsArchived: 0



Pacer - Daily Status Update - ...

All,

Ahead of the daily call at 10:00, please find the update presentation.

Kind regards,

Peter Obling

Nordea | Markets | Investment Banking | Advisory

Tel: +45 3333 3947 | Mob: +45 6155 0015

E-mail: peter.obling@nordea.com

Web: nordeamarkets.com

Making it possible

Nordea Bank Danmark A/S, Business registration

number 13522197, Copenhagen, Denmark

This e-mail may contain confidential information.

If you receive this e-mail by mistake, please inform

the sender, delete the e-mail and do not share or copy it.

624-290

Peter Fredslund Jensen

Fra: Rasmus Lønborg
Sendt: 14. oktober 2013 14:22
Til: 'Pernille Hollerup'
Cc: Anders Zoëga Hansen; Anne Pontoppidan Sørensen
Emne: SV: Pacer - anmeldelse til EU-Kommissionen

DocumentIsArchived: 0

Kære Pernille

ad 1.

"For the Kingdom of Denmark

Ministry of Finance

Rasmus Lønborg

Christiansborg Slotsplads 1

DK-1218 Copenhagen

Tel: +45 22784127

Fax: +45 33924103

E-mail: rlb@fm.dk

ad 2.

ok

Fra: Pernille Hollerup [mailto:PHOLL@dongenergy.dk]
Sendt: 11. oktober 2013 16:49
Til: Rasmus Lønborg
Cc: Anders Zoëga Hansen
Emne: Pacer - anmeldelse til EU-Kommissionen

Kære Rasmus

Jeg har forsøgt at ringe til dig, da jeg har behov for lidt oplysninger til brug for anmeldelsen til EU-Kommissionen.

Jeg har behov for følgende:

1. Der skal oplyses om en kontaktperson hos jer:

"For the Kingdom of Denmark

[TBC]

Christiansborg Slotsplads 1

DK-1218 Copenhagen

Tel: +45 [●]

Fax: +45 [●]

E-mail: [●]

I bedes udfylde de kantede parenteser.

2. *"The Kingdom of Denmark is represented by Plesner. The Kingdom of Denmark's power of attorney is attached in **Annex 2**."*

Plesner er indforstået med at være jeres repræsentant i anmeldelsessammenhæng, og jeg vil derfor sikre mig, at I ønsker at Plesner repræsenterer FMT.

Planen er at præ-anmelde til EU-Kommissionen medio næste uge (42), hvorfor jeg tillader mig at bede dig komme med jeres input tirsdag den 15. oktober.

Mvh

Pernille

Med venlig hilsen

Pernille Hollerup

Senior Manager

Legal Competition & Tender Law

DONG Energy

Nesa Allé 1

2820 Gentofte

Tlf. +45 99 55 20 52

pholl@dongenergy.dk

www.dongenergy.com

624-291

Peter Fredslund Jensen

Fra: Jacob Bier - jbi [jbi@plesner.com]
Sendt: 14. oktober 2013 23:22
Til: Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; Anders Zoëga Hansen; Morten Weicher; Miguel Buxó; Ben Critchley; Rasmus Errboe; [REDACTED]
Cc: Thomas Holst Laursen - thl; Casper Mønter - cam; Henrik Røssing Lønborg - hrl; Jakob Skafte-Pedersen - jsp
Emne: Fwd: Pacer - Investment Agreement - Discussion Points
Vedhæftede filer: Pacer - Investment Agreement - Discussion Points - 14 October 2014.docx; ATT00001.htm
DocumentIsArchived: 0



Pacer - Investment Agreement - Discussion Points - 14 October 2014.docx (232 KB)
ATT00001.htm (232 KB)

Dear all

Attached Discussion Points re the IA received [REDACTED]

Med venlig hilsen/Best regards
Jacob
Mobile +45 2012 7525

Sent from my iPad

Begin forwarded message:

From: [REDACTED]
Date: 14. okt. 2013 22.59.28 CEST
To: "jbi@plesner.com" <jbi@plesner.com>
Cc: [REDACTED]
[REDACTED] 'Thomas Holst Laursen - thl' <thl@plesner.com>, "Jakob Skafte-Pedersen - jsp (jsp@plesner.com)" <jsp@plesner.com>, "hrl@plesner.com" <hrl@plesner.com>
Subject: Pacer - Investment Agreement - Discussion Points

Dear Jacob,

Please find attached list of discussion points on the Investment Agreement. The list has been prepared by [REDACTED]. The list includes certain input received from [REDACTED] but [REDACTED] has not approved the list.

624-292

Peter Fredslund Jensen

Fra: Peter.Obling@nordea.com
Sendt: 15. oktober 2013 08:53
Til: [redacted] Tobias.Akermark@morganstanley.com; anzha@dongenergy.dk; [redacted]; Anne Pontoppidan Sørensen; BECRI@dongenergy.co.uk; [redacted]
 Zlati.Christov@morganstanley.com; jbm@atp.dk; clw@atp.dk; [redacted] Harald.Gron@nordea.com; 'gs-pacer@gs.com'; christianhansen@nordea.com; Frank.Hermelink@morganstanley.com; jik@pfa.dk; [redacted] plesner.com; JDE@pfa.dk; [redacted] jlk@pfa.dk; [redacted] JOHLI@dongenergy.dk; jbh@atp.dk; [redacted] Anders.Krantz@nordea.dk; MJ.Cunningham@morganstanley.com; 'migbu@dongenergy.dk'; [redacted] morwe@dongenergy.dk; Peter.Obling@nordea.com; 'pacer@plesner.com'; dldkProjectPacer@nordea.com; [redacted] m'; RASME@dongenergy.dk; Rasmus Lønborg; [redacted] thl@plesner.com; Tuomas.Toiviainen@morganstanley.com;

Emne: Pacer: Daily status update presentation

Vedhæftede filer: Pacer - Daily Status Update - Oct 15 - vSent.pdf
DocumentIsArchived: 0



Pacer - Daily Status Update - ...

All,

Ahead of today's status call, please find the update presentation.

Kind regards,

Peter Obling

Nordea | Markets | Investment Banking | Advisory

Tel: +45 3333 3947 | Mob: +45 6155 0015

E-mail: peter.obling@nordea.com

Web: nordeamarkets.com

Making it possible

Nordea Bank Danmark A/S, Business registration

number 13522197, Copenhagen, Denmark

This e-mail may contain confidential information.

If you receive this e-mail by mistake, please inform

the sender, delete the e-mail and do not share or copy it.

624-293

Peter Fredslund Jensen

Fra: Jacob Bier - jbi [jbi@plesner.com]
Sendt: 15. oktober 2013 09:59
Til: Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; Anders Zoëga Hansen; Morten Weicher; Miguel Buxó; Ben Critchley; Rasmus Errboe [REDACTED]; Harald.Gron@nordea.com; christianhansen@nordea.com; Cunningham, Michael (MJ.Cunningham@MorganStanley.com); Hermelink, Frank (Frank.Hermelink@morganstanley.com); Akermark, Tobias (Tobias.Akermark@MorganStanley.com); project.pacer@danskebank.com
Cc: Thomas Holst Laursen - thl; Casper Mürter - cam; Henrik Rossing Lønberg - hrl; Jakob Skafte-Pedersen - jsp
Emne: RE: Pacer - Investment Agreement - Discussion Points - WITH REFERENCES TO RELEVANT CLAUSES OF THE IATS [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: Pacer - Investment Agreement - Discussion Points - 14 October 2014.docx
DocumentIsArchived: 0



Pacer - Investment Agreement - ...

We have prepared the attached where we have included references to relevant clauses of the IATS in the Discussion Point document [REDACTED]

Best

Jacob

JACOB BIER
Attorney-at-Law, Partner

DIR TEL
+45 36 94 12 23
MOBILE
+45 20 12 75 25
DIR FAX

+45 36 94 22 23

JBI@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)
Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)
Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)
Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)
Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

From: Jacob Bier - jbi
Sent: 14. oktober 2013 23:22
To: Peter Brixen; Rasmus Lønberg; Anne Pontoppidan Sørensen; Anders Zoëga Hansen; Morten Weicher; Miguel Buxó; Ben Critchley; Rasmus Errboe [REDACTED]
Cc: Thomas Holst Laursen - thl; Casper Münter - cam; Henrik Rossing Lønberg - hrl; Jakob Skafte-Pedersen - jsp
Subject: Fwd: Pacer - Investment Agreement - Discussion Points

Dear all

Attached Discussion Points re the IA [REDACTED]

Med venlig hilsen/Best regards

Jacob

Mobile +45 2012 7525

Sent from my iPad

Begin forwarded message:

From: [REDACTED] >
Date: 14. okt. 2013 22.59.28 CEST
To: "jbi@plesner.com" <jbi@plesner.com>
Cc: "a [REDACTED]" <[REDACTED]>
[REDACTED] Thomas Holst Laursen - thl' <thl@plesner.com>, "Jakob Skafte-Pedersen - jsp (jsp@plesner.com)" <

isp@plesner.com, "hrl@plesner.com" <hrl@plesner.com>
Subject: Pacer - Investment Agreement - Discussion Points

Dear Jacob,

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

624-298

Peter Fredslund Jensen

Fra: Jakob Skafte-Pedersen - jsp [jsp@plesner.com]
Sendt: 15. oktober 2013 14:38
Til: Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen; Anders Zoëga Hansen; Morten Weicher; Miguel Buxó; Ben Critchley; Rasmus Errboe; Harald.Gron@nordea.com; christianhansen@nordea.com; Michael Cunningham (mj.cunningham@morganstanley.com); Hermelink, Frank; 'Tobias.Akermark@MorganStanley.com'; 'project.pacer@danskebank.com'
Cc: [REDACTED] m; Pacer Plesner
Emne: FW: Pacer - Shareholder Agreement - Discussion Points [PLESNER-Active.FID845707]
Vedhæftede filer: LONDON-#463292-v6-Pacer_-_List_of_Issues_-_Draft_Shareholders_Agreement.DOCX
DocumentIsArchived: 0



LONDON-#463292-
v6-Pacer_-_List..

Dear all,

Please see the below email with attached SHA discussion points.

Best regards

JAKOB SKAFTE-PEDERSEN
Attorney-at-Law, MBA

PARTNER IN CHARGE
Jacob Bier

DIR TEL

+45 36 94 11 62

MOBILE

+45 29 99 31 09

JSP@PLESNER.COM

<http://www.plesner.com/images/logo.jpg>

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)

Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)
Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)
Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)
Gold Award 2011 - Best Nordic Law Firm (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.

From: [REDACTED]
Sent: 15. oktober 2013 14:31
To: [REDACTED] Jacob Bier - jbi
Cc: [REDACTED] Thomas Holst Laursen - thl; Jakob Skafte-Pedersen - jsp; Henrik Rossing Lønberg - hrl
Subject: RE: Pacer - Shareholder Agreement - Discussion Points

Dear Jacob,

Please find attached a list of discussion points on the Shareholder Agreement provided on the same basis as below.

Thanks.

[REDACTED]

From: [REDACTED]
Sent: Monday, October 14, 2013 9:59 PM
To: jbi@plesner.com
Cc: [REDACTED]; 'Thomas Holst Laursen - thl'; Jakob Skafte-Pedersen - jsp (jsp@plesner.com); hrl@plesner.com
Subject: Pacer - Investment Agreement - Discussion Points

Dear Jacob,

624-299

Peter Fredslund Jensen

Fra: Rasmus Lønborg
Sendt: 15. oktober 2013 19:56
Til: Anne Pontoppidan Sørensen
Emne: VS: PACER- Power of attorney [PLESNER-Active.FID845707]

Vedhæftede filer: Power of attorney (2).doc; Gitte Holtsø.vcf
DocumentIsArchived: 0



Power of attorney Gitte Holtsø.vcf (2
(2).doc (109... KB)

Sendt fra min HTC-telefon

----- Forwarded message -----

Fra: "Pernille Hollerup" <PHOLL@dongenergy.dk>
Til: "Rasmus Lønborg" <rlb@fm.dk>
Cc: "Gitte Holtsø (gho@plesner.com)" <gho@plesner.com>, "Anders Zoëga Hansen" <anzha@dongenergy.dk>
Emne: PACER- Power of attorney [PLESNER-Active.FID845707]
Dato: tir., okt. 15, 2013 19:53

Kære Rasmus

Tak for dine mails.

Til brug for anmeldelsen til EU-Kommissionen skal I udfylde en fuldmagt om, at I lader jer repræsentere af Plesner.

Fuldmagten skal udfyldes af de tegningsberettigede og returneres til Plesner (cc. denne mail).

Mvh

Pernille

Med venlig hilsen
Pernille Hollerup

Senior Manager
Legal Competition & Tender Law

DONG Energy
Tlf. +45 99 55 20 52

624-300

Peter Fredslund Jensen

Fra: Peter.Obling@nordea.com
Sendt: 16. oktober 2013 09:17
Til: [redacted] Tobias.Akermark@morganstanley.com; anzha@dongenergy.dk; [redacted]; Anne Pontoppidan Sørensen; BECRI@dongenergy.co.uk; [redacted]
 Zlati.Christov@morganstanley.com; jbm@atp.dk; clw@atp.dk; [redacted]; Harald.Gron@nordea.com; 'gs-pacer@gs.com'; christianhansen@nordea.com; Frank.Hermelink@morganstanley.com; jik@pfa.dk; [redacted] jsp@plesner.com; JDE@pfa.dk; [redacted] jlk@pfa.dk; [redacted] JOHLI@dongenergy.dk; jbh@atp.dk; [redacted] Anders.Krantz@nordea.dk; MJ.Cunningham@morganstanley.com; 'migbu@dongenergy.dk'; [redacted] morwe@dongenergy.dk; Peter.Obling@nordea.com; 'pacer@plesner.com'; dldkProjectPacer@nordea.com; [redacted]; RASME@dongenergy.dk; Rasmus Lønborg; [redacted]@plesner.com; Tuomas.Toiviainen@morganstanley.com;

Emne: Pacer: Daily call presentation

Vedhæftede filer: Pacer - Daily Status Update - Oct 16 - vSent.pdf
DocumentIsArchived: 0



Pacer - Daily Status Update - ...

All,

Ahead of the 10:00 call, please find the daily status presentation.

Kind regards,

Peter Obling

Nordea | Markets | Investment Banking | Advisory

Tel: +45 3333 3947 | Mob: +45 6155 0015
E-mail: peter.obling@nordea.com
Web: nordeamarkets.com

Making it possible

Nordea Bank Danmark A/S, Business registration number 13522197, Copenhagen, Denmark

This e-mail may contain confidential information.

If you receive this e-mail by mistake, please inform

the sender, delete the e-mail and do not share or copy it.

624-301

Peter Fredslund Jensen

Fra: jesper.kirkemoe@nordea.com
Sendt: 17. oktober 2013 09:35
Til: [redacted]obias.Akermark@morganstanley.com; anzha@dongenergy.dk; [redacted]; Anne Pontoppidan Sørensen; BECRI@dongenergy.co.uk; [redacted]; Zlati.Christov@morganstanley.com; jbm@atp.dk; clw@atp.dk; [redacted]; Harald.Gron@nordea.com; 'gs-pacer@gs.com'; christianhansen@nordea.com; Frank.Hermelink@morganstanley.com; jik@pfa.dk; [redacted]k; jsp@plesner.com; JDE@pfa.dk [redacted] jlk@pfa.dk; [redacted] JOHLI@dongenergy.dk; jbh@atp.dk; 'Anders.Krantz@nordea.dk; MJ.Cunningham@morganstanley.com; 'migbu@dongenergy.dk'; [redacted]; morwe@dongenergy.dk; Peter.Obling@nordea.com; 'pacer@plesner.com'; dldkProjectPacer@nordea.com; [redacted]; RASME@dongenergy.dk; Rasmus Lønborg; [redacted] thl@plesner.com; Tuomas.Toiviainen@morganstanley.com;

Emne: Pacer: Daily Call Presentation

Vedhæftede filer: Pacer - Daily Status Update - Oct 17 - vSent.pdf
DocumentIsArchived: 0



Pacer - Daily Status Update - ...

Dear all,

Ahead of the call at 10:00 o'clock please find attached the daily presentation update.

Best

Jesper

Jesper Kirkemoe Jørgensen

Nordea | Markets | Investment Banking | Advisory
 Visiting address: Strandgade 3, Copenhagen
 Mailing address: PO Box 850, 0900 Copenhagen C
 Tel: +45 3333 4105 | Mob: +45 6122 4562
 E-mail: jesper.kirkemoe@nordea.com

Web: nordeamarkets.com

Making it possible

Nordea Bank Danmark A/S, Business registration number 13522197, Copenhagen, Denmark

This e-mail may contain confidential information. If you receive this e-mail by mistake, please

inform the sender, delete the e-mail and do not share or copy it.

624 - 303

Peter Fredslund Jensen

Fra: Morten Weicher [MORWE@dongenergy.dk]
Sendt: 18. oktober 2013 15:14
Til: Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen
Emne: FW: Company Business Plan

Vedhæftede filer: Company Business Plan_18_10_2013.pdf
DocumentIsArchived: 0



Company Business
Plan_18_10_20...
fyi

Med venlig hilsen
Morten Weicher
Senior Director
Head of Group M&A and Financial Planning & Analysis

DONG Energy
Tlf. +45 99 55 74 70

From: Morten Weicher
Sent: Friday, October 18, 2013 3:17 PM
To: 'Wolff, Andrew'; 'Hintze, Martin'; 'Butland, Richard'; 'Bruun, Michael'; Claus Wiinblad (clw@atp.dk); 'cbm@atp.dk'; 'Jesper Langmack (jlk@pfa.dk)'
Cc: Henrik Poulsen; Marianne Wiinholt; Anders Zoëga Hansen; Rasmus Errboe; Andreas Kofoed Larsen; Morten Weicher
Subject: Company Business Plan

Dear all -

[REDACTED]

On Monday pls do let us know if you have any further comments.

Best Morten

Med venlig hilsen
Morten Weicher
Senior Director
Head of Group M&A and Financial Planning & Analysis

DONG Energy
Nesa Allé 1
2820 Gentofte
Tlf. +45 99 55 74 70

morwe@dongenergy.dk
www.dongenergy.com









624-304

Peter Fredslund Jensen

Fra: Henrik Rossing Lønberg - hrl [hrl@plesner.com]
Sendt: 18. oktober 2013 16:15
Til: Peter Brixen; Rasmus Lønberg; Anne Pontoppidan Sørensen; 'MORWE@dongenergy.dk'; 'RASME@dongenergy.dk' (RASME@dongenergy.dk); Anders Zoëga Hansen; Ulrik Jarlov (ULJAR@dongenergy.dk); Ben Critchley (BECRI@dongenergy.co.uk); 'Miguel Buxó' (MIGBU@dongenergy.dk) (MIGBU@dongenergy.dk); Tonny Søgaard
Cc: [Redacted] Pacer Plesner
Emne: Pacer: Draft Corporate Documents [PLESNER-Active.FID845707]

Vedhæftede filer: image001.jpg; Compare - AOA.PDF; Updated 1 draft AOA (4).doc; EGM Notice - 1 Draft (6).doc; EGM Minutes - 1 Draft (4).doc; Draft Announcement Exhibits 28.3.1 - 28.3.2.docx; Draft Announcement Exhibits 28.3.3 - 28.3.4.docx; #5327148v1_Active_ - Exhibit 12 1(ii) - Rules of Procedure - PLESNER DRA....doc; Compare RoP.PDF

DocumentIsArchived: 0

-  Compare - AOA.PDF (140 KB)
-  Updated 1 draft AOA (4).doc (3...)
-  EGM Notice - 1 Draft (6).doc (...)
-  EGM Minutes - 1 Draft (4).doc ...
-  Draft Announcement Exhibits
-  Draft Announcement Exhibits
-  #5327148v1_Active_ - Exhibit 1...
-  Compare RoP.PDF (265 KB)

Dear all

Attached for your review and comments please find drafts of the following corporate documents that are Exhibits to the Investment Agreement:

- [Redacted]
- [Redacted]
- [Redacted]
- [Redacted]
- [Redacted]

To facilitate your review of the drafts, attached also please find a compare version reflecting the proposed changes to the current Articles of Association and Rules of Procedure.

In accordance with the Term Sheet, we have kept the proposed changes to the Articles of Association and the Rule of Procedure to what is strictly required to implement the transactions contemplated by the Investment Agreement and the Shareholders Agreement.

Given that an extraordinary general meeting of shareholders is being convened and as a matter of corporate housekeeping, Pacer Legal has suggested that we also include a proposal [REDACTED]

The attached drafts are being sent in the interest of time and have not been reviewed by Pacer Legal.

[REDACTED]

We would remain grateful for your comments to the attached drafts at your earliest convenience and if at all possible no later than Monday (October 21, 2013) in order to be able to send revised drafts (reflecting any comments that you may have) to [REDACTED]

We are of course available if you have any questions or comments to the attached. Many thanks.

Best regards

Henrik

HENRIK ROSSING LØNBERG
Attorney-at-Law, LL.M., Partner

DIR TEL

+45 36 94 15 34

MOBILE

+45 29 99 30 21

HRL@PLESNER.COM

cid:image001.jpg@01CEC49A.233CD500

PLESNER
LAW FIRM
WWW.PLESNER.COM

AMERIKA PLADS 37
2100 COPENHAGEN
DENMARK

TEL

+45 33 12 11 33

FAX

+45 33 12 00 14

VAT

42 93 85 13

Law Firm of the Year 2010 and 2013 for Denmark (Chambers Europe)
Law Firm of the Year 2007, 2010, 2011 and 2012 for Denmark (International Financial Law Review)
Tax Firm of the Year 2009, 2010, 2011, 2012 and 2013 for Denmark (International Tax Review)
Client Choice Award 2012 for Denmark (International Law Office - ILO)
Gold Award 2011 - *Best Nordic Law Firm* (International Legal Alliance Summit & Award)

This email and any attachments are confidential and may also be privileged. If you are not the intended recipient, please notify us immediately and delete this email and any attachments without retaining copies or disclosing the contents to anyone.