



## Talepunkter

---

20. april 2015

### Samrådsspørgsmål Q-S om bud på DONG Energy

- Spørgsmål Q: Kan ministeren bekræfte, at den værdiforøgelse, der lå i de kontrakter på havvindmøller, Dong var på vej til at få, ikke blev indregnet i værdien af Dong og dermed i prisen på de aktier, der blev solgt?
- Spørgsmål R: Vil ministeren oplyse, hvorfor der i salgsforhandlingerne ikke blev taget højde for den værdiforøgelse af Dong, som kontrakter på havvindmøller ville medføre?
- Spørgsmål S: Vil ministeren oplyse, hvad Finansministeriet vidste om kontraktforhandlingerne om havvindmøller i Storbritannien før salget af aktier i Dong?

### Talepunkter

#### *Indledning*

- Jeg vil i mit indledende indlæg adressere alle tre samrådsspørgsmål vedr. DONG Energys havvindmølleprojekter.
- Først vil jeg svare kort på spørgsmålene vedr. indregningen af havmølleprojekterne i værdiansættelsen af DONG Energy. Derefter vil jeg redegøre lidt nærmere for kapitaludvidelsesprocessen.

#### *Indregning af havmølleprojekterne i værdiansættelsen (kort version)*

- Grundlaget for kapitaludvidelsen var en forretningsplan, der sammen med mange andre forhold indeholdt forventningerne til havvindmølleområdet.
- Mere specifikt indgik det i forretningsplanen, at selskabet frem mod 2020 vurderede at kunne udbygge havvindmølleområdet til 6,5 gigawatt.

- De tre havvindmølleparker i Storbritannien, Burbo Bank Extension, Walney Extension og Hornsea, indgik sammen med andre havvindmølleprojekter i denne plan. Herunder i øvrigt også Horns Rev 3, som DONG Energy som bekendt endte med ikke at vinde.
- De potentielle investorer kunne således foretage en vurdering af sandsynligheden for gennemførelsen af selskabets havvindmøllestrategi og indregne det i deres bud. Herunder også tildelingen af eventuel støtte til de britiske havvindmølleprojekter.
- De tre britiske havvindmølleparker indgik ligeledes i Finansministeriets værdiansættelse som et element i DONG Energys samlede strategi om at opføre 6,5 gigawatt i 2020.
- Det vil altså sige, at der i værdiansættelsen af DONG Energy var taget højde for den værdiforøgelse, som havvindmølleprojekterne potentielt kunne medføre.

#### *Baggrund for kapitaludvidelsen*

- Jeg synes, at baggrunden for kapitaludvidelsen fortjener et par ord. Det kan være nyttigt at repetere denne baggrund.
- Som følge af særligt udviklingen i energipriserne oplevede DONG Energy på linje med mange andre europæiske energiselskaber i 2011 og 2012 en markant forværring i indtjeningen. Selskabets investeringsprogram indebar samtidig betydelige investeringer inden for havvind og efterforskning og produktion af olie og naturgas.
- Kombinationen af faldende pengestrømme fra driften og stigende gæld som følge af investeringsprogrammet var uholdbar. Det betød bl.a., at DONG Energys kreditvurderinger og dermed adgang til lånemarkederne blev udfordret.
- Denne udfordring kunne være imødegået ved, at DONG Energy havde undladt at foretage nye investeringer. Det ville imidlertid samtidigt have fjernet en væsentlig del af grundlaget for den fremtidige vækst i selskabets indtjening og dermed været en dårlig løsning for selskabets aktionærer.

- Derfor nåede vi i samarbejde med DONG Energy frem til en model, hvor selskabet for det første skulle tilføres ny egenkapital for mindst 6-8 mia. kr. fra nye eller eksisterende aktionærer. For det andet skulle selskabet gennemføre betydelige omkostningsbesparelser, frasalg af ikke-kerneaktiviteter samt frasalg af andele af kerneaktiviteter – dvs. andele i havvindmølleparker.
- Denne finansielle handlingsplan lå til grund for den aftale i DONG- forligskredsen, som vi indgik i slutningen af februar 2013, og som herefter blev offentliggjort af DONG Energy.

#### *Processen for kapitaludvidelsen*

- Det vil altså sige, at der var behov for kapitaltilførslen, som var en forudsætning for de fortsatte investeringer i havvindmøller. Desuden var forligskredsen enige om, at kapitalen skulle rejses fra nye investorer.
- Det var med dette udgangspunkt, at DONG Energy og Finansministeriet tilrettelagde en struktureret budproces med det formål at skabe den bedst mulige løsning for staten og de øvrige eksisterende aktionærer såvel som for DONG Energy. Navnligt var formålet at sikre den bedst mulige salgspris.
- Første skridt i processen var, at der blev taget kontakt til et stort antal investorer i såvel indland som udland, ligesom det var åbent for alle at melde sig på banen.
- Investorer, der ønskede det, fik mulighed for at modtage en mere dybtgående præsentation af selskabet, der også indeholdt en række ikke-offentliggjorte informationer.
- Den strukturerede budproces skulle sørge for, at der kunne tiltrækkes kapital til DONG Energy på de bedst mulige vilkår for staten og de øvrige eksisterende aktionærer.
- De potentielle investorer konkurrerede med hinanden om at give det bedste bud. Denne konkurrence skulle sikre, at den fulde værdi af selskabet blev afspejlet i buddene. Hvis en investor ikke indregnede den forventede værdi fra alle selskabets projekter, ville inve-

storen jo risikere ikke at blive udvalgt.

#### *Havvindmølleprojekterne*

- Som nævnt indgik de tre britiske havvindmølleprojekter i DONG Energy forretningsplan, hvor målet var at udbygge havvindmølleområdet til 6,5 gigawatt frem mod 2020.
- DONG Energy havde på tidspunktet for kapitaludvidelsen dog ikke truffet investeringsbeslutning på nogen af de tre projekter.
- Det er ligeledes værd at bemærke, at der knytter sig en række væsentlige risici til sådanne store investeringsprojekter. Store anlægsprojekter indebærer notorisk betydelige risici i form af forsinkelser, budgetoverskridelser mv. Jeg er sikker på, at I alle kan komme i tanke om vej-, bane- og broprojekter med sådanne overskridelser og forsinkelser. På DONG Energys investeringsområde er disse usikkerheder meget udtalte.
- Der knyttede sig endvidere usikkerhed til støtteregimet, hvilket jeg vil komme tilbage til.
- Disse forhold indebærer i sagens natur, at den fremtidige potentielle indtjening fra disse projekter var forbundet med usikkerhed.
- Ligesom de nye investorer gennem deres investering på i alt 11 mia. kr. i DONG Energy påtog sig risiciene ved de øvrige dele af DONG Energy's forretning, fx markedspriser, konstruktionsrisici i forbindelse med nye projekter, genforhandling af olie og gaskontrakter og opførelse af Hejre-plattformen i den danske Nordsø. Eksempelvis har olie- og gaspriserne som bekendt udviklet sig særdeles ugunstigt for DONG Energy. Selskabet har således i 2014 tabt 6,6 mia. kr. i 2014 på nedskrivning af værdien af selskabets olie- og gasaktiviteter.
- Kapitaludvidelsen var således baseret på de forskellige investorers vurderinger af det samlede selskabs værdi, herunder planen om at udbygge havvindmølleområdet til 6,5 gigawatt frem mod 2020 og endvidere øvrige planer for Dong Energys andre forretningsområder.

- Den pris, der lå til grund for kapitaludvidelsen (31,5 mia. kr.), var dermed en markedsmæssig vurdering af selskabets værdi på daværende tidspunkt givet både risici og potentielle gevinster.
- Det er værd at bemærke, at både statens finansielle rådgiver og DONG Energys finansielle rådgivere vurderede, at det valgte bud afspejlede den aktuelle markedsværdi af selskabet.
- Disse vurderinger var bl.a. baseret på forholdet mellem markedsværdien og indtjeningen i sammenlignelige, børsnoterede energiselskaber på det aktuelle tidspunkt.

#### *CfD-kontrakterne og værdien heraf*

- Lad mig gå lidt mere i detaljer med de tre havvindmølleprojekter og særligt tildelingen af støttekontrakter.
- På tidspunktet for kapitaludvidelsen var det usikkert, hvilket støttere regime parkerne, hvis de bliver opført, vil blive drevet under.
- I det hidtidige britiske støttere regime er producenterne i højere grad eksponeret overfor prisudviklingen på elmarkedet og på markedet for grønne certifikater.
- De britiske myndigheder igangsatte udbuddet af de såkaldte CfD-kontrakter i marts 2013.
- Disse CfD-kontrakter indebærer, at DONG Energy får en fast afregningspris i 15 år for den strøm, havvindmølleparkerne producerer.
- DONG Energy indgav en ansøgning om støtte under dette støttere regime til de tre britiske havvindmølleparker den 1. juli 2013.
- På tidspunktet for kapitaludvidelsen i slutningen af 2013 havde DONG Energy ikke kendskab til udfaldet af de britiske myndigheders tildeling af CfD-støttekontrakter. Ligesom DONG Energy heller ikke havde kendskab til, at selskabet ikke ville blive tildelt Horns Rev 3.

- Den 23. april 2014 fik DONG Energy af de britiske myndigheder tildelt tilskud til de tre projekter med en samlet effekt på 2,1 GW. Tildelingen var betinget af EU-Kommissionens godkendelse, som kom 23. juli 2014.
- Tildelingen af CfD-kontrakterne reducerede usikkerheden om støttereget, hvilket naturligtvis kan tillægges en vis værdi.
- DONG Energy anslår denne værdi til 2-3 mia. kr. Selskabet vurderer, at dette er merværdien af, at de tre projekter tildeles støtte i form af CfD-kontrakterne i stedet for det hidtidige britiske støtte-regime.
- I deres beregning tager DONG Energy højde for den fortsat betydelige risiko, der er forbundet med projekterne.
- De tre projekter forventes opført frem mod 2020, og DONG Energy vil således først få en indtjening fra de tre havvindmølleparker, når de tages i brug. Indtil da vil de tre projekter indebære meget betydelige investeringsudgifter for DONG Energy.

#### *Endelig aftale*

- Til sidst vil jeg gerne knytte et par kommentarer til udvælgelsen af budet.
- I forlængelse af den strukturerede budproces, som jeg har gennemgået i korte træk, valgte vi det samlet set bedste bud for staten og for DONG Energy.
- I medierne er der for nyligt blevet fremført nogle spekulationer om, at PensionDanmark skulle have afgivet et bedre bud.
- Som jeg forstår det, er hovedtrækkene i PensionDanmarks bud blevet lidt af en offentlig hemmelighed. Medierne har således tidligere gengivet et notat til bestyrelsen for PensionDanmark.
- [Særligt interesserede kan bl.a. læse mere på TV 2's hjemmeside.]
- Der er ikke noget nyt i denne diskussion. Jeg har da også tidligere orienteret Finansudvalget nærmere om sagen i fortrolighed.

- Sagen er kort sagt den, at tilbuddet fra PensionDanmark havde karakter af et lån. Det fremgår således også af det offentligt tilgængelige notat, at staten ifølge tilbuddet skulle garantere et minimumsafkast for hele det investerede beløb.
- En sådan struktur ville altså betyde, at PensionDanmark ikke kunne lide et tab på investeringen.
- Tilbuddet adskilte sig således grundlæggende fra udgangspunktet for kapitaludvidelsen, som jo var at tilføre ny egenkapital til DONG Energy.
- Jeg vil i øvrigt også gerne knytte et par kommentarer til nogle andre spekulationer, der for nyligt har optrådt i medierne. Det har været fremført, at der i starten af 2014, hvor Finansudvalget tiltrådte aktstykket, ikke var et presserende behov for kapitaludvidelsen.
- Som jeg forstår det, så bygger argumentet i medierne på, at salget af havvindmølleparken London Array havde en positiv effekt på selskabets finansielle nøgletal.
- For det første vil jeg gerne slå fast, at den finansielle handlingsplan, der blev fremlagt i forbindelse med DONG Energys årsregnskab for 2012, indeholdt flere elementer. Ifølge planen var der brug for både frasalg og kapitaltilførsel for at sikre den nødvendige finansielle stabilitet i DONG Energy.
- Frasalget af London Array havde været kendt længe. Salget af denne ejerandel har fra starten indgået som et element i de drøftelser mellem DONG Energy og Finansministeriet, der påbegyndtes i starten af 2013, og dermed i Finansministeriets vurdering af behovet for at tilføre kapital til DONG Energy.
- Frasalget ændrede dermed ikke på, at der også var et behov for at gennemføre en kapitaludvidelse i DONG Energy.
- For det andet skal man være varsom med at drage konklusioner ud fra et øjebliksbillede.

- Det er klart, at salget af London Array havde en effekt på DONG Energys finansielle nøgletal. Det følger rent mekanisk.
- Men et selskabs finansielle stabilitet kan ikke vurderes alene ud fra et øjebliksbillede af et bestemt finansielt nøgletal. Kreditvurderingsbureauerne og andre markedsaktører lægger også forventningerne til et selskabs finansielle udvikling til grund i deres vurderinger, ligesom de ser på et selskabs robusthed ift. at håndtere uventede begivenheder.
- Frasalget ændrede dermed ikke på rationalet for kapitaludvidelsen eller timingen heraf.
- Jeg kan da også konstatere, at kapitaludvidelsen var en del af begrundelsen for, at kreditvurderingsbureauerne S&P og Fitch ændrede deres udsigter for DONG Energy fra såkaldt "negativ" til "stabil" i månederne efter, at kapitaludvidelsen blev vedtaget.
- Hvis processen var blevet udskudt ville det have skabt usikkerhed om statens vilje til at sikre ny kapital til DONG Energy. Dette ville altså have haft betydning for kreditvurderingsbureauernes vurdering af selskabet.
- At løbe disse risici uden form for sikkerhed for, at der ville kunne skabes et for staten bedre alternativ, ville have været at spille hårdt med DONG Energy.

### *Afrunding*

- Helt afslutningsvist vil jeg i øvrigt tillade mig at glæde mig over, at DONG Energys aktiviteter på vindenergiområdet er succesfulde. Den gevinst, der måtte komme fra de britiske havvindmølleprojekter, kommer alle aktionærer, herunder i særdeleshed staten til gode, når staten som bekendt fortsat ejer 59 pct.
- Kapitaludvidelsen blev netop gennemført for at gøre det muligt at fastholde selskabets strategi med markante investeringer inden for bl.a. havvindmøller.