

16/2016

STATSREVISORERNE  
RIGSREVISIONEN



Rigsrevisionens beretning om

# kapitaludvidelsen i DONG Energy A/S og den efterfølgende børsnotering

afgivet til Folketinget med Statsrevisorernes bemærkninger



1849  
147.281  
237  
1976  
114.6  
22.480  
908

16 /  
2016

---

# Beretning om kapitaludvidelsen i DONG Energy A/S og den efterfølgende børsnotering

Statsrevisorerne fremsender denne beretning med deres bemærkninger til Folketinget og vedkommende minister, jf. § 3 i lov om statsrevisorerne og § 18, stk. 1, i lov om revisionen af statens regnskaber m.m.

*København 2017*

---

Denne beretning til Folketinget skal behandles ifølge lov om revisionen af statens regnskaber, § 18: Statsrevisorerne fremsender med deres eventuelle bemærkninger Rigsrevisionens beretning til Folketinget og vedkommende minister.

Finansministeren afgiver en redegørelse til beretningen.

Rigsrevisor afgiver et notat med bemærkninger til ministerens redegørelse.

På baggrund af ministerens redegørelse og rigsrevisors notat tager Statsrevisorerne endelig stilling til beretningen, hvilket forventes at ske i oktober 2017.

Ministerens redegørelse, rigsrevisors bemærkninger og Statsrevisorerens eventuelle bemærkninger samles i Statsrevisorerens Endelig betænkning over statsregnskabet, som årligt afgives til Folketinget i februar måned – i dette tilfælde Endelig betænkning over statsregnskabet 2016, som afgives i februar 2018.

---

Henvendelse vedrørende  
denne publikation rettes til:

Statsrevisorerne  
Folketinget  
Christiansborg  
1240 København K  
Telefon: 33 37 59 87  
Fax: 33 37 59 95  
E-mail: [statsrevisorerne@ft.dk](mailto:statsrevisorerne@ft.dk)  
Hjemmeside: [www.ft.dk/statsrevisorerne](http://www.ft.dk/statsrevisorerne)

Yderligere eksemplarer kan  
købes ved henvendelse til:

Rosendahls Lager og Logistik  
Herstedvang 10  
2620 Albertslund  
Telefon: 43 22 73 00  
Fax: 43 63 19 69  
E-mail: [distribution@rosendahls.dk](mailto:distribution@rosendahls.dk)  
Hjemmeside: [www.rosendahls.dk](http://www.rosendahls.dk)

ISSN 2245-3008  
ISBN 978-87-7434-521-3

---

# Statsrevisorernes bemærkning

## BERETNING OM KAPITALUDVIDELSEN I DONG ENERGY A/S OG DEN EFTERFØLGENDE BØRSNOTERING

Statsrevisorerne har anmodet om denne beretning ud fra et ønske om at få en faktisk beskrivelse af kapitaludvidelsen i 2014 og børsnoteringen i 2016 af DONG Energy A/S. Statsrevisorerne har anmodet om en undersøgelse, der kan offentliggøres. Rigsrevisor har ved at afveje hensynet til private og offentlige økonomiske interesser vurderet, hvilke oplysninger der er fortrolige og derfor ikke indgår i beretningen.

Finansministeriet har ageret som selskabsejer og har haft en styrende rolle under kapitaludvidelsen og børsnoteringen af DONG Energy A/S.

Målsætningen for DONG Energy A/S er i henhold til de politiske aftaler om selskabet, at det skal drives kommercielt. Staten indgik den 29. november 2013 aftale med Goldman Sachs, ATP og PFA om en kapitaludvidelse på 11 mia. kr. I juni 2016 blev DONG Energy A/S børsnoteret til en samlet værdi på 98 mia. kr. DONG Energy A/S' værdi er i perioden november 2013 - juni 2016 steget med 119 %.

**Statsrevisorerne finder det meget utilfredsstillende, at Finansministeriet ikke har levet op til god forvaltningsskik, idet flere centrale dokumenter ikke findes på Finansministeriets sager, og centrale overvejelser om kapitaludvidelsen ikke er tilstrækkeligt dokumenteret. En skærpende omstændighed er, at der er tale om en meget væsentlig økonomisk transaktion.**

**Statsrevisorerne kritiserer, at Finansministeriets beslutningsgrundlag til regeringens Økonomiudvalg og forligskredsen om kapitaludvidelsen i flere tilfælde var ufuldstændige.**

**Statsrevisorernes kritik er bl.a. baseret på:**

- at væsentlige dele af budet fra Goldman Sachs, der omhandlede værdiansættelsen af DONG Energy A/S og investeringens størrelse, ikke blev afgivet skriftligt, selv om det var et krav, at investorernes bud skulle være skriftligt
- at de afsluttende forhandlinger med Goldman Sachs og ATP ikke er fuldt ud dokumenteret
- at Finansministeriet ikke – via konkrete beregninger eller detaljerede analyser – har dokumenteret, hvordan man nåede frem til indstillinger til regeringens Økonomiudvalg og forligskredsen om valg af investorer.

**STATSREVISORERNE,**

den 17. maj 2017

Peder Larsen  
Henrik Thorup  
Klaus Frandsen  
Søren Gade  
Henrik Sass Larsen  
Villum Christensen

Statsrevisorerne konstaterer, at investorerne ønskede et incitamentsprogram i forbindelse med kapitaludvidelsen. Undersøgelsen viser, at brugen af incitamentsprogrammer er i overensstemmelse med statens ejerskabspolitik.

Statsrevisorerne konstaterer, at årets resultat for DONG Energy A/S blev 13,2 mia. kr. i 2016. Det er første gang siden 2011, at DONG Energy A/S har præsteret et overskud. For 2016 fik staten udbetalt 1.264 mio. kr. i udbytte, og de øvrige aktionærer fik udbetalt 1.258 mio. kr.

---

## INDHOLDSFORTEGNELSE

<b>1. Introduktion og konklusion</b>	<b>1</b>
1.1. Formål og konklusion	1
1.2. Baggrund	5
1.3. Revisionskriterier, metode og afgrænsning	8
<b>2. DONG Energy's økonomiske situation i 2012</b>	<b>10</b>
2.1. Udviklingen i DONG Energy's økonomiske situation og kreditvurdering i 2012	12
2.2. DONG Energy's overvejelser om konsolidering af kapitalstrukturen	16
2.3. Finansministeriets overvejelser og indstilling til regeringens Økonomiudvalg og forligskredsen	18
<b>3. Forberedelse og gennemførelse af kapitaludvidelsen</b>	<b>24</b>
3.1. Tilrettelæggelse af kapitaludvidelsen	27
3.2. Finansministeriets håndtering af de indikative bud og de endelige bud	30
3.3. De afsluttende forhandlinger	34
3.4. Incitamentsprogram for ledere og medarbejdere i DONG Energy	39
<b>4. Børsnoteringen og udviklingen i DONG Energy's økonomi</b>	<b>43</b>
4.1. Aftaler om hensigten om at børsnotere DONG Energy og indledende strategiske overvejelser	44
4.2. Forberedelse og gennemførelse af børsnoteringen	48
4.3. DONG Energy's økonomiske udvikling og status efter årsregnskabet for 2016	55
Bilag 1. Statsrevisorernes anmodning	62
Bilag 2. Ordliste	64

---

Undersøgelsen er en statsrevisoranmodning, og Rigsrevisionen afgiver derfor beretningen til Statsrevisorerne i henhold til § 8, stk. 1, og § 17, stk. 2, i rigsrevisorloven, jf. lovbekendtgørelse nr. 101 af 19. januar 2012.

Rigsrevisionen har revideret regnskaberne efter § 2, stk. 1, nr. 1, jf. § 3 i rigsrevisorloven for så vidt angår materiale vedrørende Finansministeriet.

Rigsrevisionen har gennemgået regnskaberne efter § 4, stk. 2, jf. § 6 i rigsrevisorloven for så vidt angår materiale vedrørende DONG Energy A/S.

Beretningen vedrører finanslovens § 7. Finansministeriet.

I undersøgelsesperioden har der været følgende ministre:

Bjarne Corydon: oktober 2011 - juni 2015

Claus Hjort Frederiksen: juni 2015 - november 2016

Kristian Jensen: november 2016 -

Beretningen har i udkast været forelagt Finansministeriet, hvis bemærkninger er afspejlet i beretningen.

---

# 1. Introduktion og konklusion

## 1.1. FORMÅL OG KONKLUSION

1. Denne beretning handler om kapitaludvidelsen i DONG Energy A/S (herefter DONG Energy) i 2014 og børsnoteringen af selskabet i 2016. Undersøgelsen er iværksat på baggrund af en anmodning fra Statsrevisorerne i september 2016. Statsrevisorernes anmodning fremgår af bilag 1.

Formålet med undersøgelsen har været at give en faktuel beskrivelse af kapitaludvidelsen og børsnoteringen. Rigsrevisionen har derfor som udgangspunkt beskrevet, men ikke vurderet sagens faktuelle forløb. Rigsrevisionen har vurderet Finansministeriets ejerskabsrolle og ministeriets efterlevelse af god forvaltningsskik.

2. Statsrevisorerne har anmodet om en undersøgelse, der kan offentliggøres. Det er rigsrevisor, der endeligt beslutter, hvilke oplysninger der kan offentliggøres i beretningen. Det er i nogle tilfælde en vanskelig vurdering. Rigsrevisor har i den forbindelse afvejet hensynet til private og offentlige økonomiske interesser med hensynet til at kunne afgive en sammenhængende beretning, der kan belyse forløbet. Finansministeriets og DONG Energy's vurdering af oplysningerne har indgået i afvejningen. Finansministeriet har vurderet, at væsentlige dele af sagen er omfattet af fortrolighed. Rigsrevisionen har ikke alle steder kunnet følge Finansministeriets begrundelser for, at oplysningerne skulle være fortrolige, og har derfor ad flere omgange drøftet vurderingen af fortrolighed med ministeriet. Rigsrevisor har i sidste ende valgt at efterleve Finansministeriets vurdering, da Rigsrevisionen ikke har haft oplysninger, som har kunnet tilsidesætte ministeriets endelige vurdering, og da oplysningerne bl.a. omfatter tredjepart. Det har betydet, at Rigsrevisionen i beretningen flere steder beskriver sagen på et mere overordnet niveau. Andre steder er informationerne udeladt, fx investorers navne, beløb og forhandlingspositioner. Det vil fremgå af afsnittene, når væsentlige oplysninger er udeladt på grund af fortrolighed.

Statsrevisorerne har endvidere bedt Rigsrevisionen om at have fokus på at afdække forhold, der ikke tidligere har været belyst via spørgsmål i Folketinget og på samråd. Rigsrevisionen har på baggrund af Statsrevisorernes anmodning og sagens karakter fundet det relevant at beskrive kendt information sammen med nye oplysninger. Det har dermed været et særskilt formål, at sagen blev belyst samlet, i det omfang hensynet til fortrolighed tillod det. Spørgsmålet om fortrolighed har ikke påvirket Rigsrevisionens adgang til materiale hos Finansministeriet.

### **DONG ENERGY A/S**

DONG Energy A/S er en delvist statsejet energikoncern, der producerer og handler med energi. DONG Energy er resultatet af en fusion fra 2006, hvor det statsejede DONG blev lagt sammen med 5 mindre energiselskaber.

De 5 energiselskaber, som DONG fusionerede med, er Elsam, Energi E2, NESA, Københavns Energi (elaktiviteterne) og Frederiksberg Forsyning (elaktiviteterne).

DONG Energy er det største danske aktieselskab med statslige ejerandele.



3. Statsrevisorerne har bedt Rigsrevisionen beskrive forberedelsen af aktiesalget, salget og den efterfølgende børsnotering. Rigsrevisionen har for at belyse sagen samlet også beskrevet de overvejelser i DONG Energy, som lå til grund for selskabets henvendelse til Finansministeriet om behovet for en kapitaludvidelse, og ministeriets vurdering heraf.

Statsrevisorerne har også bedt Rigsrevisionen beskrive ledelsens og Finansministeriets rolle i forbindelse med værdiansættelsen, herunder eventuelle incitamentsstrukturer i forhold til værdiansættelsen og incitamentsprogrammer for medarbejdere i DONG Energy. Rigsrevisionen har beskrevet parternes roller i forhold til værdiansættelsen af DONG Energy, forhandlingerne med investorerne og tilblivelsen af incitamentsprogrammet. Dermed belyser Rigsrevisionen, hvem der har haft den styrende rolle i kapitaludvidelsesprocessen. Rigsrevisionen vurderer ikke, om værdiansættelsen af DONG Energy og dermed om prisen på aktierne var den rigtige.

Derudover har Statsrevisorerne ønsket en beskrivelse af Finansministeriets ejerskabsrolle efter kapitaludvidelsen og børsnoteringen, herunder forhold vedrørende aktionærernes muligheder for indflydelse på DONG Energy, efter selskabet har ændret status til børsnoteret selskab. Rigsrevisionen har i den forbindelse vurderet, om Finansministeriet har ageret som en aktiv ejer ud fra principperne i statens ejerskabspolitik i hele sagsforløbet, og beskrevet ministeriets tilsynsrolle efter børsnoteringen. Endelig har Statsrevisorerne ønsket en beskrivelse af en række forhold vedrørende DONG Energy's økonomi siden 2012 samt udbytte til Goldman Sachs og staten siden kapitaludvidelsen. Det præcise udbytte til navngivne aktionærer ud over staten kan Rigsrevisionen ikke svare på, da Rigsrevisionen ikke har adgang til disse oplysninger.

---

## KONKLUSION

Rigsrevisionen vurderer samlet, at Finansministeriet har ageret som aktiv ejer og haft en styrende rolle under kapitaludvidelsen og den efterfølgende børsnotering af DONG Energy. Det var intensive processer, hvor Finansministeriet og DONG Energy havde et tæt samarbejde med bistand fra rådgivere.

Rigsrevisionen konstaterer, at flere centrale dokumenter ikke findes på Finansministeriets sager om kapitaludvidelsen, og at ministeriets overvejelser ikke i alle tilfælde er tilstrækkeligt dokumenteret. Det finder Rigsrevisionen meget utilfredsstillende, særligt fordi der var tale om en økonomisk væsentlig transaktion, og fordi den mangelfulde dokumentation vedrører vigtige dele af sagens forløb. Finansministeriet har dermed ikke sikret tilstrækkelig gennemsigtighed i beslutningsgrundlaget, hvilket ikke er i overensstemmelse med god forvaltningskik.

Rigsrevisionens samlede vurdering er baseret på følgende:

DONG Energy henvendte sig i december 2012 til Finansministeriet vedrørende et behov for et kapitalindskud for at undgå en nedgradering i kreditvurderingen. Finansministeriet vurderede, at en kapitaludvidelse på 6-8 mia. kr. i samspil med en række andre initiativer kunne løse DONG Energy's udfordringer. Rigsrevisionens sags gennemgang viser, at Finansministeriet havde grundige og dokumenterede overvejelser om behovet for et kapitalindskud.

Finansministeriet indstillede til regeringens Økonomiudvalg og efterfølgende forligskredsen, at det ville være i statens interesse at forsøge at rejse kapital fra private investorer. Det fremgår dog også af beslutningsoplægget, at Finansministeriet vurderede, at en ren kommerciel betragtning umiddelbart kunne tale for et statsligt kapitalindskud. De kommercielle forskelle og økonomiske konsekvenser for staten som investor ved et statsligt eller et privat kapitalindskud eller en kombination heraf fremgår ikke eksplicit af sagen. En række overvejelser førte samlet set til, at Finansministeriet i første omgang anbefalede at søge kapital fra private investorer. Forligspartierne indgik en politisk aftale i februar 2013 om en kapitaludvidelse på mindst 6-8 mia. kr.

Kapitaludvidelsesprocessen blev indledt med, at rådgiverne kontaktede en bred skare af investorer. En række investorer afgav et indikativt bud i slutningen af juni 2013. Finansministeriet vurderede bl.a. buddene ud fra en værdiansættelse af DONG Energy. Finansministeriet har vurderet, at oplysningerne om de konkrete værdiansættelser er fortrolige, og beløbene er derfor udeladt. Danske Bank udarbejdede flere forskellige beregninger for Finansministeriet, bl.a. i januar/februar og juni 2013. Finansministeriet har oplyst, at ministeriet baserede sin samlede vurdering af DONG Energy's værdi på disse beregninger. Finansministeriets samlede vurdering af værdien var et smallere interval end Danske Banks værdiansættelse i juni 2013. Det redegjorde Finansministeriet for på et meget overordnet niveau i en indstilling til Økonomiudvalget. Rigsrevisionens gennemgang af sagen viser, at Finansministeriets overvejelser om den samlede vurdering af værdiansættelsen af DONG Energy er mangelfuldt dokumenteret. Rigsrevisionen kan ikke af sagens dokumenter se, hvordan Finansministeriet ud fra beregningerne kom frem til den samlede vurdering af værdien af DONG Energy.

Et mindre antal investorer kom med et endeligt bud i starten af september 2013. Goldman Sachs var den eneste, der ville deltage i kapitaludvidelsen med en tilstrækkelig stor investering til, at kapitalbehovet kunne dækkes. Væsentlige dele af budet fra Goldman Sachs vedrørende værdien af DONG Energy og investeringens størrelse blev ikke afgivet skriftligt, selv om det fremgik af procesbrevene til investorerne, at budet skulle være skriftligt. Finansministeriet har oplyst, at Goldman Sachs afgav et mundtligt bud på et møde, men der er ikke et referat fra mødet. Finansministeriet har oplyst, at værdiansættelsen i budet fra Goldman Sachs blev afgivet som et interval og fremgår af beregninger fra Danske Bank den 2. september 2013 og af indstillinger til Økonomiudvalget medio september 2013. Finansministeriet har efterfølgende – med bistand fra Kammeradvokaten – oplyst, at Goldman Sachs' mundtlige bud kan betragtes som et endeligt bud i overensstemmelse med betingelserne for budprocessen, bl.a. fordi der var vide rammer for salgsprocessen, og ministeriet i procesbreve, som investorerne havde fået, havde forbeholdt sig ret til at ændre processen. Rigsrevisionen vurderer, at så centralt et element i kapitaludvidelsesprocessen burde have været dokumenteret mere omhyggeligt, så der ikke efterfølgende kunne opstå tvivl om, hvorvidt der var afgivet et bud inden for rammerne af den proces, der var tilrettelagt.

Rigsrevisionens gennemgang af sagsmaterialet viser, at forløbet vedrørende de afsluttende forhandlinger ikke er fuldt ud dokumenteret. Finansministeriet har vurderet, at udvalgte oplysninger om forhandlingsforløbet er fortrolige af hensyn til bl.a. statens økonomiske interesser. Finansministeriet vurderer endvidere, at en offentliggørelse af detaljer fra forløbet kan skade investorernes forretningsinteresser. Rigsrevisionen kan konstatere, at Finansministeriet kontaktede ATP for at finde et alternativ, hvis Goldman Sachs ikke ønskede at gå videre med investeringen. Finansministeriet bad efter en række drøftelser med Goldman Sachs og ATP om mandat fra Økonomiudvalget til at indgå aftale med Goldman Sachs, hvis de accepterede statens krav, og med ATP, hvis Goldman Sachs ikke accepterede statens krav. Samtidig vurderede Finansministeriet på grund af statsstøttereglernes principper om ligebehandling og gennemsigtighed, at en aftale med ATP kun var en reel mulighed, hvis Goldman Sachs trak sig fra forhandlingerne.

Finansministeriet har oplyst, at der var tale om uformelle sonderinger med ATP. ATP's direktør bekræftede i et brev til finansministeren i august 2015, at ATP ikke afgav et nyt bud. Finansministeriet har desuden oplyst, at indstillingen til Økonomiudvalget var upræcist formuleret, da intentionen var at få mandat til at indlede forhandlinger med ATP, hvis Goldman Sachs trak sig. Finansministeriet har endelig oplyst, at en aftale med ATP under alle omstændigheder ville have krævet en helt ny salgsproces, hvilket dog ikke fremgik af indstillingen til Økonomiudvalget.

Det fremgik også af indstillingen til Økonomiudvalget, at Finansministeriet ikke kunne anbefale et statsligt kapitalindskud, bl.a. på grund af udfordringer med at overholde statsstøtterejerne.

Staten indgik den 29. november 2013 aftale med Goldman Sachs, ATP og PFA om en kapitaludvidelse på 11 mia. kr. Folketingets Finansudvalg tiltrådte aftalen den 30. januar 2014 med aktstykke 37. Den samlede kapitaludvidelse omfattede også et kapitalindskud fra de eksisterende mindretalsaktionærer og medarbejderne i DONG Energy og udgjorde i alt 13,3 mia. kr.

Kapitaludvidelsen omfattede et incitamentsprogram efter ønske fra investorerne. Statsrevisorerne har bedt Rigsrevisionen afdække eventuelle incitamentsstrukturer i forhold til værdiansættelsen og incitamentsprogrammet. Rigsrevisionens sagsgennemgang viser, at incitamentsprogrammet blev udformet i samarbejde mellem DONG Energy og Finansministeriet og godkendt af aktionærene og bestyrelsen i DONG Energy. Anvendelse af incitamentsprogrammer er i overensstemmelse med statens ejerskabspolitik. Gevinsten af incitamentsprogrammet blev udregnet på baggrund af værdistigningen frem til børsnoteringen og dermed med udgangspunkt i værdiansættelsen af DONG Energy i 2013. Værdien af selskabet i 2013 blev forhandlet mellem investorerne og Finansministeriet og dermed ikke af ledelsen i DONG Energy.

Forløbet vedrørende børsnoteringen i juni 2016 var tilrettelagt af Finansministeriet og DONG Energy sammen med deres respektive rådgivere. Udbudskursen blev 235 kr. pr. aktie, hvilket svarer til, at værdien af DONG Energy på børsnoteringstidspunktet var 98 mia. kr. Dermed var DONG Energy's værdi steget med 119 % siden kapitaludvidelsen. Staten solgte aktier for 8,2 mia. kr. i forbindelse med børsnoteringen. Rigsrevisionen finder, at Finansministeriet havde grundige og relevante overvejelser om bl.a. timing og kursinterval, og disse fremgår tydeligt af sagsmaterialet.

Aktionærers muligheder for indflydelse på et selskab og adgangen til information om selskabet ændres efter en børsnotering. Dette er reguleret i den relevante selskabs-, regnskabs- og børslovgivning. Rigsrevisionen konstaterer, at DONG Energy's ændrede status til børsnoteret selskab dermed har medført, at tidligere aftaler mellem de større aktionærer om adgang til information om selskabet, vetorettigheder mv. er bortfaldet.

De væsentligste økonomiske nøgletal for undersøgelsesperioden viser, at DONG Energy's økonomi ved indgangen til 2017 var markant forbedret i forhold til de foregående år. Således var 2016 det første år siden 2011, hvor DONG Energy havde et positivt resultat. Generalforsamlingen i marts 2017 besluttede på baggrund heraf at udbetale 6 kr. pr. aktie i udbytte, hvilket har givet et udbytte til staten på ca. 1,3 mia. kr.

## 1.2. BAGGRUND

4. Statens målsætning med ejerskabet af DONG Energy A/S er kommercielt i henhold til de politiske aftaler om selskabet. Det indebærer, at DONG Energy skal sikre størst mulig værdi for selskabets aktionærer, herunder staten.

Finansministeriet varetager rollen som ejer af DONG Energy på statens vegne. Staten ejede 80 % af aktiekapitalen før kapitaludvidelsen i 2014. Andelen blev reduceret til 59 % med kapitaludvidelsen i 2014, der skete ved en aktieemission. Ved børsnoteringen solgte aktionærer, herunder staten, aktier. Efter børsnoteringen i 2016 er statens ejerandel 50,1 %. Staten er dermed fortsat majoritetsaktionær i DONG Energy.

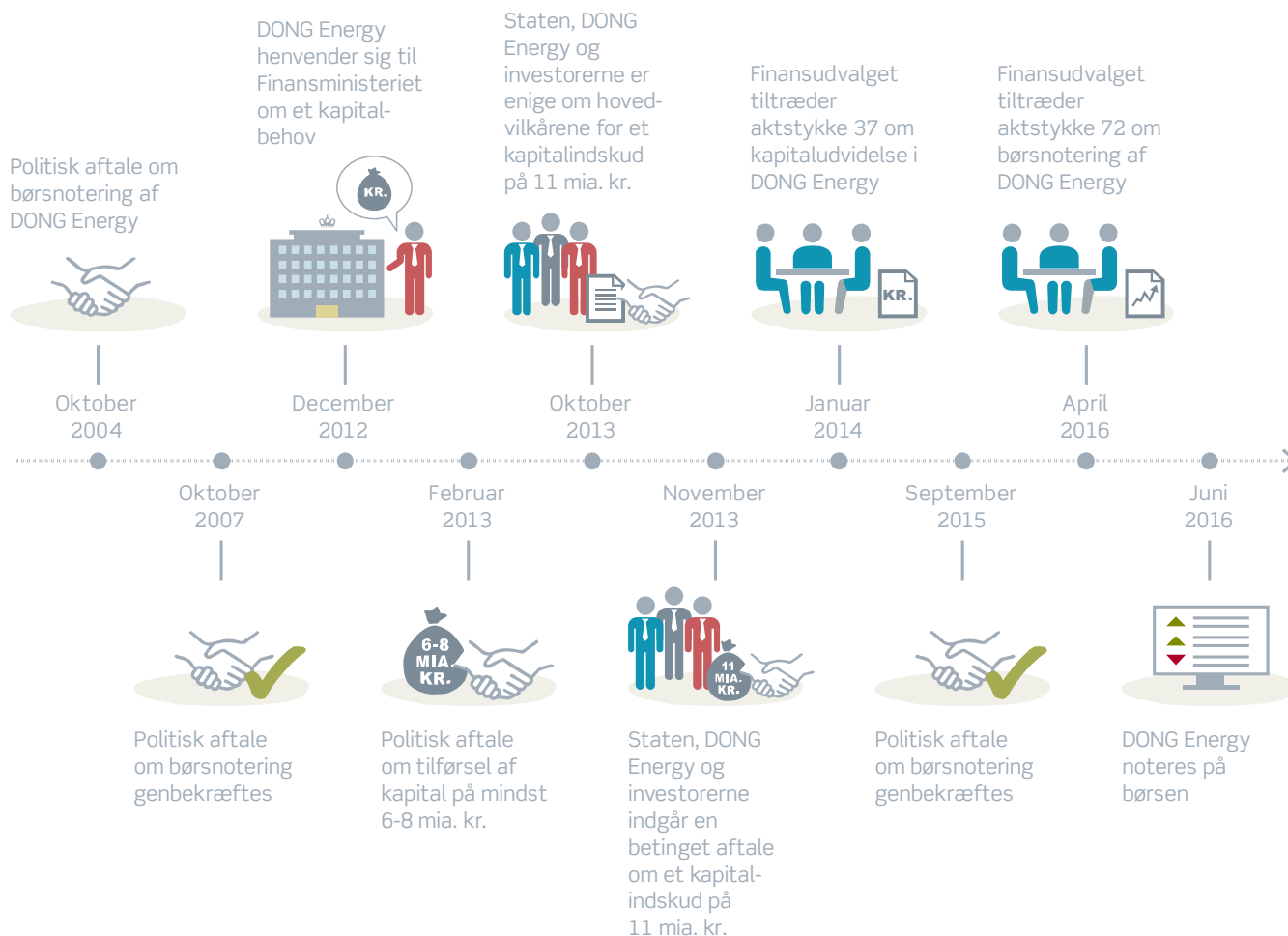
Figur 1 viser en række vigtige nedslagspunkter fra den politiske aftale i 2004 om at børsnotere DONG Energy til den endelige børsnotering i 2016. Rigsrevisionens undersøgelse har fokus på perioden fra 2012, hvor DONG Energy vurderer, at der er behov for en kapitaludvidelse, til 2016, hvor DONG Energy børsnoteres.

### STATENS KLIMA- OG ENERGIPOLITISKE MÅLSÆTNINGER

Statens klima- og energipolitiske målsætninger er indkapslet i sektorreguleringen og skal dermed ikke opnås gennem ejerskabet af DONG Energy.

FIGUR 1

## VÆSENTLIGE TIDSPUNKTER I SAGEN I PERIODEN 2004-2016



Kilde: Rigsrevisionen på baggrund af materiale fra Finansministeriet.

Det fremgår af figur 1, at der siden 2004 har været indgået flere politiske aftaler om DONG Energy, hvor hensigten om at privatisere selskabet har været et centralt punkt.

5. Statens ejerskabspolitik fra 2015 beskriver en række krav, som ejerministerierne skal leve op til som led i en aktiv ejerskabsudøvelse. Ministerierne skal bl.a. udarbejde en overordnet strategisk ramme og finansielle mål mv. for hvert enkelt selskab.

Strategien for DONG Energy er at fortsætte omstillingen af koncernen til grøn energi og at gå forrest i omstillingen til mere bæredygtige energisystemer. Forretningsaktiviteterne i DONG Energy's koncern er fordelt på 4 forretningsområder, jf. boks 1.

## BOKS 1

**DONG ENERGY'S FORRETNINGSOMRÅDER**

- **Wind Power (Vindenergi)**  
Udvikling, opførelse og drift af havvindmølleparker.
- **Oil & Gas (Olie & Gas)**  
Produktion af olie og naturgas (tidligere kaldet Exploration & Production – efterforskning efter og produktion af olie og naturgas).
- **Bioenergy & Thermal Power (Bioenergi & Termisk produktion)**  
Produktion af el og fjernvarme på kraftvarmeværker.
- **Distribution & Customer Solutions (Distribution & Kundeløsninger)**  
Distribution og salg af el og gas på engros- og detailmarkederne samt optimering og afdækning af koncernens energiportefølje.

Kilde: DONG Energy.

6. Aktiviteterne under forretningsområdet Olie & Gas forventes afhændet inden udgangen af 2017. Herefter vil DONG Energy kun have 3 forretningsområder. Vindenergi vil fremadrettet være det primære forretningsområde i DONG Energy.

Udskillelsen af forretningsområdet Olie & Gas er afspejlet i DONG Energy's årsrapport for 2016. Her rapporterer DONG Energy på henholdsvis de fortsættende aktiviteter (Vindenergi, Bioenergi & Termisk produktion og Distribution & Kundeløsninger) og på de ikke-fortsættende aktiviteter (Olie & Gas). I 2016 omsatte DONG Energy for 61,2 mia. kr. på de fortsættende aktiviteter og 10,5 mia. kr. på de ikke-fortsættende aktiviteter.

7. Finansministeriet følger udvalgte finansielle mål hos DONG Energy som led i statens ejerskabsudøvelse:

- et flerårigt afkastmål (målt ved nøgletallet justeret ROCE), da DONG Energy har en forretningsmæssig målsætning og derfor skal fokusere på at skabe langsigtet værdi for selskabets ejere
- FFO
- EBITDA.

**JUSTERET ROCE**

Justeret ROCE er et udtryk for afkastet af den investerede kapital justeret for nedskrivninger.

**FFO**

FFO (Funds From Operations) er de penge, et selskab genererer fra driften gennem produktion og salg af produkter og ydelser.

**EBITDA**

EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortisation) er udtryk for et selskabs indtjening og opgøres før renter, skat, afskrivninger og nedskrivninger.

### 1.3. REVISIONSKRITERIER, METODE OG AFGRÆNSNING

#### Revisionskriterier

8. Beretningen giver først og fremmest en faktuel beskrivelse af sagsforløbet vedrørende kapitaludvidelsen og børsnoteringen af DONG Energy. Vi har desuden undersøgt, om Finansministeriet har været en aktiv ejer i overensstemmelse med statens ejerskabspolitik. Det indebærer bl.a., at finansministeren skal føre et overordnet tilsyn med udviklingen i DONG Energy og skal reagere, hvis udviklingen i selskabet tilsiger det, fx hvis der er tegn på, at statens midler i selskabet er truet.

Det følger af god forvaltningsskik, at myndigheder bør dokumentere beslutningsgrundlaget. Vi har derfor undersøgt, om Finansministeriet har dokumenteret forløbet, bl.a. ved at sikre, at vigtige input til ministeriets overvejelser og indstillinger er dokumenteret på sagen. Vi har lagt til grund, at dokumentationen afspejler konklusioner og beslutninger mv. på det tidspunkt, disse er truffet. Vi har derfor undersøgt, om dokumentationen indeholder relevante analyser, overvejelser og/eller beregninger, da en sådan dokumentation bidrager til at skabe gennemsigtighed i forvaltningen og dermed vished om, at staten har ageret hensigtsmæssigt. Det er særligt vigtigt i en sag om transaktioner til flere milliarder kroner.

#### Metode og afgrænsning

9. Rigsrevisionens undersøgelse er primært baseret på gennemgang af dokumenter og møder med Finansministeriet.

10. Rigsrevisors revisionsadgang i DONG Energy har ændret sig med børsnoteringen af selskabet. Inden børsnoteringen den 9. juni 2016 kunne rigsrevisor kræve regnskaber til gennemgang direkte fra DONG Energy, jf. rigsrevisorlovens § 4, stk. 2. Efter børsnoteringen har Rigsrevisionen kun adgang til offentliggjort materiale og materiale, som Finansministeriet havde i forvejen. Dette gælder også materiale, der vedrører perioden før børsnoteringen. Det betyder i forhold til DONG Energy's materiale, at Rigsrevisionen som udgangspunkt kun har kunnet basere undersøgelsen på materiale, som Finansministeriet har modtaget fra DONG Energy som led i ministeriets udøvelse af ejerskabet i perioden før og efter børsnoteringen.

11. Rigsrevisionen har derudover haft adgang til alt materiale om kapitaludvidelsen og børsnoteringen, der har været tilgængeligt i Finansministeriet som led i ministeriets ejerskabsudøvelse. Det vedrører bl.a. Finansministeriets notater, indstillinger og politiske aftaler samt materiale vedrørende ministeriets generelle ejerskabsudøvelse.

Finansministeriet har vurderet, at en stor del af materialet indeholder oplysninger, hvor en offentliggørelse kan være i strid med hensynet til at beskytte private og offentlige interesser. Dette hensyn omfatter både oplysninger i materialet fra DONG Energy, rådgivere, potentielle købere mv. og oplysninger i Finansministeriets interne materiale, i det omfang det indeholder fortrolige oplysninger fra tredjepart og/eller fortrolige oplysninger vedrørende fx forhandlingspositioner.

12. Rigsrevisionen har i enkelte tilfælde anmodet DONG Energy om at stille materiale til rådighed for undersøgelsen. DONG Energy har imødekommet disse anmodninger, medmindre selskabets forpligtelser over for tredjepart eller andre tungtvejende hensyn vedrørende selskabets forretningsforhold har forhindret, at selskabet har kunnet give adgang til materialet. KPMG har derudover på vegne af Rigsrevisionen gennemgået udvalgte bestyrelsesmødereferater og revisionsprotokollater vedrørende 2012. Rigsrevisionen har ikke haft adgang til korrespondance mellem DONG Energy og selskabets rådgivere eller lignende materiale.

13. Vi har i undersøgelsen gjort brug af eksterne eksperter. KPMG har som uafhængigt revisionsfirma med erfaring med kapitaludvidelses- og børsnoteringsprocesser mv. ydet sparring og deltaget i drøftelser af konkrete problemstillinger i løbet af undersøgelsesperioden. Vi har desuden fået bistand fra en professor fra CBS til en nærmere forståelse af kreditvurderinger og incitamentsprogrammer.

14. Undersøgelsen er afgrænset fra de elementer, Rigsrevisionen tidligere har behandlet i beretning nr. 4/2012 om DONG Energy A/S fra januar 2013 og i opfølgende notater, som blev afgivet til Statsrevisorerne den 7. maj 2013 og den 31. august 2015.

Rigsrevisionen har ikke undersøgt, om DONG Energy's ledelse har efterlevet forpligtelser i henhold til selskabsloven, da dette ligger uden for Rigsrevisionens mandat på grund af DONG Energy's status som børsnoteret selskab.

15. Undersøgelsesperioden starter i 2012, hvor DONG Energy's kapitalbehov blev identificeret, og slutter i foråret 2017, hvor DONG Energy's generalforsamling tog stilling til udbytte til aktionærerne for 2016.

16. Revisionen er udført i overensstemmelse med standarderne for offentlig revision. Standarderne fastlægger, hvad brugerne og offentligheden kan forvente af revisionen, for at der er tale om en god faglig ydelse. Standarderne er baseret på de grundlæggende revisionsprincipper i rigsrevisionernes internationale standarder (ISSAI 100-999).

17. Statsrevisorernes spørgsmål og angivelse af, i hvilke kapitler spørgsmålene bliver besvaret, fremgår af bilag 1. Bilag 2 indeholder en ordliste, der forklarer udvalgte ord og begreber.



## 2. DONG Energy's økonomiske situation i 2012

### DELKONKLUSION

DONG Energy vurderede i efteråret 2012, at selskabet havde behov for kapital for at undgå en nedgradering i kreditvurderingen hos Standard & Poor's. Ifølge Finansministeriet var de finansielle udfordringer af midlertidig karakter og vedrørte perioden 2013-2016, mens DONG Energy's strategiske fokusområder var under opbygning. Herefter forventede Finansministeriet og DONG Energy, at indtjeningen ville stige betydeligt. Der var dog også en række usikkerhedselementer, som kunne påvirke kapitalstrukturen i både positiv og negativ retning.

En nedgradering ville ifølge Finansministeriet bl.a. betyde, at den forventede værdiskabelse kunne falde betydeligt, fordi et stort antal investeringer måtte opgives, hvilket kunne få store konsekvenser for DONG Energy og for forfølgelsen af selskabets strategi. På baggrund af rådgivning fra Danske Bank vurderede Finansministeriet, at det var nødvendigt at håndtere DONG Energy's kapitalstruktur. Finansministeriets overvejelser om behovet for kapital er dokumenteret og begrundet, herunder med dokumentation for analyser, beregninger og rådgivning fra Danske Bank. Rigsrevisionen vurderer, at Finansministeriet har haft en aktiv ejerrolle, eftersom ministeriet har været i tæt dialog med DONG Energy om den økonomiske situation og løbende har fulgt op på økonomien i selskabet, herunder udviklingen i væsentlige nøgletal, bl.a. for kapitalstrukturen.

DONG Energy anbefalede et kapitalindsud på et niveau, som ifølge Finansministeriet var for højt. Finansministeriets vurdering havde baggrund i flere overvejelser og rådgivning fra Danske Bank. Finansministeriet indstillede til regeringens Økonomiudvalg og forligskredsen, at der blev arbejdet videre med en kapitaludvidelse på 6-8 mia. kr. DONG Energy havde desuden igangsat en række andre initiativer, bl.a. frasalgs af ikke-kerneaktiviteter og effektiviseringer, med henblik på at forbedre kapitalstrukturen.

Finansministeriet indstillede til Økonomiudvalget og forligskredsen, at det ville være i statens interesse i første omgang at arbejde med et kapitalindskud fra private investorer. Argumentet var bl.a., at en privat investor kunne give DONG Energy's ledelse et med- og modspil og ville øge chancerne for, at oppositionen ville tilslutte sig kapitaludvidelsen. Det fremgår dog også af beslutningsoplægget, at en ren kommerciel betragtning umiddelbart kunne tale for et statsligt kapitalindskud. Det skyldtes, at Finansministeriet fandt, at tidspunktet for et salg var dårligt på grund af DONG Energy's økonomiske situation i 2012, men at selskabet havde et stort forretningspotentiale, som dog også var forbundet med en række risici. Finansministeriet har oplyst, at Danske Banks rådgivningsmateriale bl.a. blev anvendt til at vurdere det økonomiske potentiale for både et privat og et statsligt kapitalindskud. Rigsrevisionens sagsgennemgang viser, at Danske Bank bl.a. beregnede de forskellige værdier af DONG Energy ved en børsnotering af selskabet efter nogle år for hvert scenarie, som DONG Energy havde lagt frem som løsningsforslag på kapitalstrukturen. Finansministeriet fik dog ikke eksplicit beregnet de kommercielle forskelle og økonomiske konsekvenser for staten som investor, fx hvordan afkastet af forskellige statslige ejerandele ville se ud ved de forskellige scenarier og i forhold til størrelsen på den statslige ejerandel.

Det fremgik desuden af Finansministeriets indstilling til Økonomiudvalget, at et statsligt kapitalindskud også kunne give udfordringer i henhold til EU's statsstøtteregler. Finansministeriet har oplyst, at ministeriet ville undersøge statsstøttereglerne nærmere, hvis der blev truffet politisk beslutning om et statsligt kapitalindskud.

Indstillingen til forligskredsen resulterede i en politisk aftale om en kapitaludvidelse på mindst 6-8 mia. kr. Partierne var enige om at søge en løsning med deltagelse af såvel nye som eksisterende aktionærer, herunder staten, idet en kapitaludvidelse ud over det angivne interval forudsatte deltagelse fra andre investorer end staten.

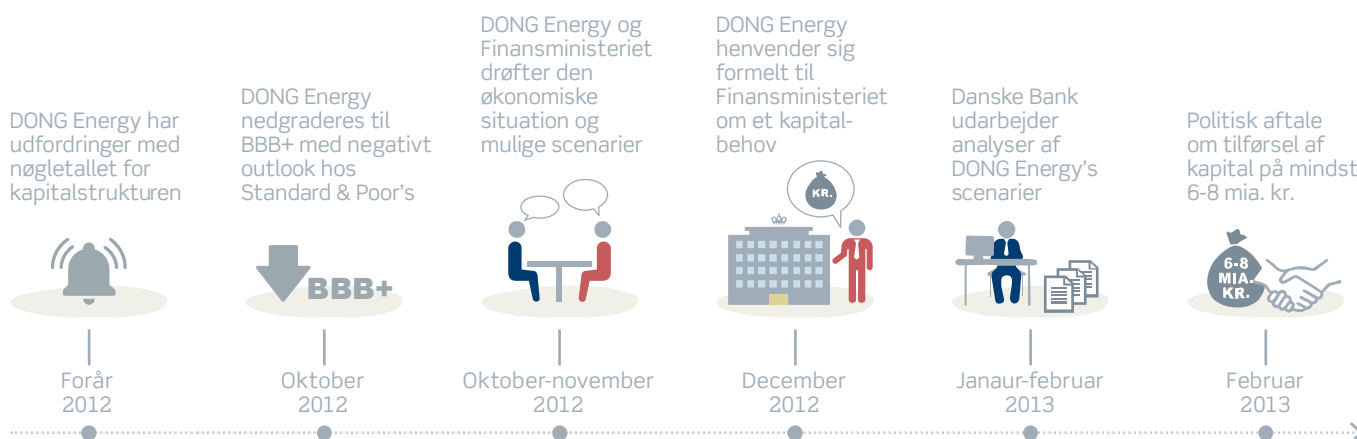
18. Dette kapitel handler om DONG Energy's økonomiske situation i 2012, der var afgørende for selskabets ønske om at styrke kapitalstrukturen. Vi har undersøgt:

- DONG Energy's økonomiske situation og kreditvurdering i 2012
- DONG Energy's overvejelser om konsolidering af kapitalstrukturen
- Finansministeriets overvejelser om modeller for genopretning af kapitalstrukturen i DONG Energy og indstilling til regeringens Økonomiudvalg og forligskredsen.

19. Rigsrevisionen har tidligere behandlet DONG Energy's økonomi i beretning nr. 4/2012 om DONG Energy A/S, der blev afgivet til Statsrevisorerne i januar 2013. Det fremgik af beretningen, at DONG Energy's indtjening – bortset fra i 2008 og 2010 – ikke havde været tilstrækkelig til at sikre et positivt afkast, der kunne dække kapitalomkostningerne. Det fremgik også af beretningen, at det måtte forventes, at afkastet af investeret kapital ville være relativt lavt i en periode med højt investeringsniveau, men stige med tiden. Rigsrevisionen konkluderede i beretningen, at det høje investeringsniveau i 2012 kombineret med faldende indtjening betød, at DONG Energy på en række centrale økonomiske parametre og sammenlignet med andre energiselskaber var under pres.

Figur 2 viser væsentlige tidspunkter i sagen fra foråret 2012 til februar 2013.

FIGUR 2

**VÆSENTLIGE TIDSPUNKTER I SAGEN FRA FORÅRET 2012 TIL FEBRUAR 2013**

Kilde: Rigsrevisionen på baggrund af materiale fra Finansministeriet.

## 2.1. UDVIKLINGEN I DONG ENERGY'S ØKONOMISKE SITUATION OG KREDITVURDERING I 2012

### KREDITVURDERINGS-BUREAUER

Kreditvurderingsbureauer – også kaldet ratingbureauer – vurderer sandsynligheden for, at et land eller et selskab vil være i stand til at tilbagebetale sin gæld. De 3 største ratingbureauer er Standard & Poor's, Moody's og Fitch.

20. DONG Energy lægger stor vægt på sin kreditvurdering, fordi selskabets rating spiller en central rolle for selskabets lånemuligheder og lånevilkår. Det fremgår fx af DONG Energy's årsrapport for 2012, at en nedgradering til BBB- eller Baa3 eller derunder hos henholdsvis Standard & Poor's og Moody's ville betyde, at de finansielle låneinstitutioner kunne kræve lån på 15,7 mia. kr. tilbagebetalt. Generelt gælder det, at jo bedre rating, jo billigere kan et selskab låne penge, hvilket kan være med til at mindske selskabets kapitalomkostninger. Kreditvurderingen påvirker også DONG Energy's fleksibilitet til at indgå i partnerskaber i forbindelse med fremtidige investeringer på attraktive vilkår, ligesom kreditvurderingen ifølge DONG Energy har betydning for de vilkår, hvorunder selskabet kan handle og afdække sine energi- og valutaeksponeringer.

### JUSTERET RENTE-BÆRENDE NETTOGÆLD

I opgørelsen af den justerede rentebærende nettogæld tillægges den rentebærende nettogæld 50 % af hybridkapitalen samt nutidsværdien af operationelle leasingydelse og retableringsforpligtelser.

21. DONG Energy havde i 2012 en målsætning om en rating på mindst BBB+ hos Standard & Poor's og Baa1 hos Moody's. Standard & Poor's kreditvurdering har særlig vægt på nøgletallet for kapitalstrukturen, som omhandler forholdet mellem FFO og den justerede rentebærende nettogæld.

**Økonomisk udvikling i 2012**

22. DONG Energy's resultat for 2012 blev påvirket negativt af en række faktorer, jf. boks 2.

**BOKS 2****UDDRAG AF FORKLARINGER PÅ DONG ENERGY'S ØKONOMISKE UDVIKLING I 2012**

- **Nedskrivning på gasfyrede kraftværker**

På grund af prisudviklingen nedskrev DONG Energy i august 2012 værdien af 2 gasfyrede kraftværker med 2 mia. kr. Det skyldtes meget lave priser for CO<sub>2</sub> og kul, hvilket betød, at de kulfyrede kraftværker blev prissættende.

- **Reduceret værdi af gaslagre**

Færre sæsonudsving i gaspriserne gjorde det mindre fordelagtigt at anvende gaslagre til ekstra indtjening ved køb og salg af gas. Det betød, at DONG Energy hensatte knap 3 mia. kr. til tab på tabsgivende gaslagerkontrakter i udlandet.

- **Olie- og gaspriser**

Priserne på olie og gas havde historisk set udviklet sig parallelt, men de seneste år var olieprisen steget, og gasprisen faldet. Gasprisen i DONG Energy's langsigtede gaskøbskontrakter var knyttet til olieprisen, hvilket betød, at DONG Energy's køb af gas blev dyrere. DONG Energy's salg af gas afhænger typisk af priserne på gasbørserne, hvor priserne faldt.

- **Elpriser**

Elprisen faldt med 29 % i 1. halvår 2012 i forhold til 1. halvår 2011. Det skyldtes mildt vejr, lav økonomisk aktivitet og højt udbud af billig strøm fra norske og svenske vandkraftværker, som var med til at presse elprisen ned.

- **Siri-plattformen**

Reparation af Siri-plattformen i 2012 var medvirkende til, at DONG Energy's olieproduktion var lavere end normalt. Omkostningerne til reparationen var på 3,5 mia. kr. i 2012.

- **Faldende gasmængder fra Nordsøen**

Gasmængderne fra kontrakter i forbindelse med Dansk Undergrunds Consortiums produktion af gas i Nordsøen, som tidligere havde bidraget positivt til regnskabet, var aftagende, hvilket betød, at der var færre indtægter herfra.

Note: En række yderligere forklaringer er ikke medtaget af hensyn til fortrolighed.

Kilde: DONG Energy's kvartalsrapporter og årsrapport for 2012 og Finansministeriets interne regnskabsnotitser i 2012.

**STANDARD & POOR'S (S&P) OG MOODY'S SKALAER FOR KREDITVURDERING**

	S&P	Moody's
Investment grade	AAA	Aaa
	AA+	Aa1
	AA	Aa2
	AA-	Aa3
	A+	A1
	A	A2
	A-	A3
	BBB+	Baa1
	BBB	Baa2
BBB-	Baa3	
Non-investment grade	BB+	Ba1
	BB	Ba2
	BB-	Ba3
	B+	B1
	B	B2
	B-	B3
	CCC+	Caa1
	CCC	Caa2
	CCC	Caa3
CC	Ca	
C	C	

Ratingbureauerne anvender outlooks, som udtrykker deres forventning til den næste kreditvurdering. Det udtrykkes ved et negativt, positivt eller stabilt outlook for selskabets rating.

Kilde: Standard & Poor's og Moody's.

23. DONG Energy nedjusterede flere gange forventningerne til indtjeningen – også kaldet EBITDA – i løbet af 2012. Årsresultatet for EBITDA i 2012 endte 40 % under EBITDA i 2011.

### **Investeringsniveau og finansiering**

24. DONG Energy havde et stort investeringsprogram, hvilket også er behandlet i den tidligere beretning om DONG Energy A/S fra 2013. DONG Energy's investeringsprogram var i udgangspunktet fastlagt, så kravet til kapitalstrukturnøgletallet blev overholdt. Finansministeriet vurderede dog i august 2012, at DONG Energy's investeringsprogram var omfattende – set i relation til selskabets størrelse – og at investeringsprogrammet var tæt på det maksimale inden for selskabets eksisterende kapitalstruktur.

Investeringerne skulle bl.a. finansieres ved frasalg af ikke-kerneaktiviteter og ejerandele. Det fremgår af den tidligere beretning, at DONG Energy i perioden 2007-2011 havde realiseret investeringer for i alt 80,9 mia. kr. I samme periode blev der gennemført frasalg for i alt ca. 20 mia. kr., dvs. at ca. ¼ af investeringerne i perioden var finansieret gennem frasalg.

Ifølge Finansministeriet kunne DONG Energy ikke i samme grad som tidligere finansiere investeringerne via pengestrømme fra driftsaktiviteter og frasalg, hvilket betød, at en større del af investeringerne skulle finansieres gennem øget låntagning. Øget låntagning ville påvirke nøgletallet for kapitalstrukturen og dermed kreditvurderingen af DONG Energy.

25. Såvel DONG Energy som Finansministeriet var i løbet af 2012 opmærksomme på, at DONG Energy's investeringsstrategi ikke kunne fortsætte, uden at det ville påvirke kapitalstrukturen. Finansministeriet forventede, at investeringsniveauet og nettogælden ville stige frem mod 2018 som følge af investeringsprogrammet, hvilket betød, at kapitalstrukturnøgletallet ville være presset.

### **Påvirkning af DONG Energy's kreditvurdering**

26. DONG Energy havde en rating hos Standard & Poor's på A- frem til efteråret 2012, hvor Standard & Poor's krævede, at kapitalstrukturnøgletallet skulle ligge i intervallet 25-30 % for at bevare en rating på A-. DONG Energy forventede i foråret 2012, at nøgletallet ville ligge under intervallet i 2012.

27. I juli 2012 tilkendegav Standard & Poor's over for DONG Energy, at de for en kort periode kunne acceptere mindre afvigelser fra nøgletallet. En afvigelse fra nøgletallet flere år i træk kunne dog få konsekvenser, hvis der ikke blev tilført ekstern egenkapital eller gennemført andre tiltag.

I august 2012 kom DONG Energy på Standard & Poor's observationsliste med risiko for en nedgradering til BBB+, hvor kravet til kapitalstrukturnøgletallet på dette tidspunkt var på 20-25 %. Finansministeriet vurderede, at en nedgradering til BBB+ ikke ville være kritisk for DONG Energy, og at DONG Energy var et solidt selskab på trods af den øgede risikoprofil som følge af de markante investeringer.

I oktober 2012 blev DONG Energy nedgraderet hos Standard & Poor's til BBB+ med et negativt outlook. Finansministeriet konstaterede, at BBB+ fortsat var i overensstemmelse med DONG Energy's mål for kreditværdighed, men vurderede, at en yderligere nedgradering var sandsynlig, og at der var behov for tiltag, som kunne styrke selskabets kapitalstruktur.

28. Samtidig med nedgraderingen til BBB+ skærpede Standard & Poor's kravene til energisektoren på grund af de økonomiske udfordringer og de usikre markedsforhold. Det betød, at nøgletallet for kapitalstrukturen nu skulle ligge på 25-30 % mod tidligere 20-25 % for at bevare en rating på BBB+.

29. De fleste europæiske energiselskaber havde en rating på A- i 2012, mens enkelte selskaber lå på A+ eller BBB+. DONG Energy var ifølge Finansministeriet det eneste europæiske energiselskab med en rating på BBB+, som også havde et negativt outlook i 2012. Det skyldtes ifølge Finansministeriet, at DONG Energy havde en større risikoprofil og et omfattende investeringsprogram som led i selskabets vækststrategi, der også blev betragtet som en risikofaktor. DONG Energy adskilte sig fra de øvrige traditionelle europæiske energiselskaber på grund af selskabets strategi om en grøn omstilling. Dog var der flere europæiske energiselskaber, som også blev nedgraderet i 2012 på grund af de generelt vanskeligere vilkår på energimarkedet.

30. Finansministeriet vurderede i november 2012, at DONG Energy's kreditvurdering alt andet lige måtte forventes at blive nedgraderet yderligere til en rating på BBB, bl.a. som følge af de skærpede krav til kapitalstrukturen.

En rating på BBB ville påvirke DONG Energy's muligheder for at indgå i vindmøllepartnerskaber negativt, ligesom langsigtede energisalgskontrakter ville blive påvirket negativt. Derudover kunne en nedgradering til BBB ifølge Finansministeriet betyde, at DONG Energy ville få sværere ved at optage nye lån på tilfredsstillende vilkår samt øgede finansieringsomkostninger. Ifølge Finansministeriet blev energisektoren ramt bredt af de skærpede krav, og forventningen var, at kreditorerne i en vis grad ville indrette sig derefter. På den baggrund vurderede Finansministeriet, at en nedgradering ikke ville få alvorlige konsekvenser for DONG Energy's drift. Ifølge Danske Bank, der var statens rådgiver, ville en nedgradering til BBB betyde øgede finansieringsudgifter på DONG Energy's lån.

En yderligere nedgradering til BBB- kunne forringe DONG Energy's forhandlingsposition i forhold til at indgå nye internationale aftaler om energisalgskontrakter, og der kunne opstå tvivl om, hvorvidt det stadig var muligt at indgå i vindmøllepartnerskaber. En nedgradering til BBB- var derfor ikke acceptabel for DONG Energy.

31. Finansministeriet vurderede i januar 2013, at nøgletallet for kapitalstrukturen ville ligge under intervallet på 25-30 % i 2012, men at det ville rette sig op i de følgende år. Det var Finansministeriets vurdering, at der primært var tale om en midlertidig udfordring for DONG Energy's kapitalstruktur og ratings i perioden 2013-2016, mens selskabets strategiske fokusområder – havvind og Olie & Gas – var under opbygning. Herefter forventede Finansministeriet, at indtjeningen ville øges markant. Finansministeriet var samtidig opmærksom på en række væsentlige risikoelementer på længere sigt som følge af den relativt store stigning i nettogælden på grund af det høje investeringsniveau. Finansministeriet bemærkede, at de langsigtede investeringer ville binde store mængder kapital.

#### **STIGENDE LÅNE- OMKOSTNINGER VED LAVERE RATING**

I forbindelse med DONG Energy's nedgradering fra A- til BBB+ i oktober 2012 forventede selskabet en begrænset stigning i finansieringsomkostningerne på 0,06 % pr. år, svarende til 9,4 mio. kr. årligt. DONG Energy forventede, at finansieringsomkostningerne ville stige betydeligt mere ved en nedgradering til BBB eller BBB-.

På kort sigt var der desuden en række elementer, som kunne resultere i både positive og negative effekter på pengestrømme og gæld. På lidt længere sigt var der ifølge Finansministeriet en række yderligere risici, som kunne påvirke udviklingen i kapitalstrukturnøgletallet. Det drejede sig bl.a. om risikoen for et langsigtet fald i gaspriserne på 25 %, risikoen for forsinkelse af ibrugtagning af Hejre-feltet og risikoen for permanent lukning af Siri-feltet.

Ifølge Finansministeriet vurderede DONG Energy, at selskabet kunne håndtere en nedgradering til BBB for en kortere periode, forudsat at der var en klar plan for konsolidering af kapitalstrukturen. Finansministeriet har oplyst, at det kan være vanskeligt at blive opgraderet i rating igen – også selv om selskabets nøgletal ligger i det ønskede interval.

## 2.2. DONG ENERGY'S OVERVEJELSER OM KONSOLIDERING AF KAPITALSTRUKTUREN

### DONG ENERGY'S OVERVEJELSER OM STYRKELSE AF KAPITALSTRUKTUREN

- Frasalg af forretningsaktiviteter
- Sænkning af investeringsniveauet eller standsning af alle planlagte investeringer
- Eksternt kapitalindskud i enten moderselskabet eller i forretningsområdet Vindenergi
- Udstedelse af ny hybridkapital.

### HYBRIDKAPITAL

Hybridkapital er et lån med en meget lang løbetid (typisk 1.000 år) til en høj rente. Da der er tale om en meget lang løbetid, kan lånet i praksis helt eller delvist betragtes som egenkapital.

32. DONG Energy overvejede i 2012 forskellige strategier for, hvordan kapitalstrukturen kunne genoprettes.

33. DONG Energy's samlede likviditetsreserve udgjorde 25,8 mia. kr. ultimo 2012, og DONG Energy's økonomiske udfordringer omhandlede dermed ikke selskabets likviditet. Problemet omhandlede derimod størrelsen på FFO i forhold til nettogælden, dvs. nøgletallet for kapitalstrukturen. DONG Energy kunne ikke rette op på kapitalstrukturen ved at optage nye lån. Nye lån er isoleret set neutralt for kapitalstrukturnøgletallet, da gæld og likvider øges ligeligt og dermed ikke påvirker nøgletallet. Ved at optage nye lån øges kapitalomkostningerne dog, hvilket påvirker FFO negativt. Derfor påvirker nye lån samlet set kapitalstrukturnøgletallet negativt.

34. Finansministeriet og DONG Energy's bestyrelse havde i løbet af 2. halvår 2012 flere møder om udviklingen i økonomien og kapitalstrukturnøgletallet, herunder mulige initiativer til genopretning af økonomien.

Én af de muligheder, som blev drøftet mellem DONG Energy's bestyrelse og Finansministeriet, var udstedelse af ny hybridkapital. Standard & Poor's betragtede hybridkapital som 100 % egenkapital. Ny hybridkapital kunne derfor bidrage til at rette op på DONG Energy's kapitalstruktur. I november 2012 ændrede Standard & Poor's dog holdning. Fremadrettet kunne ny hybridkapital maksimalt opnå 50 % egenkapitalvægt og var dermed ikke længe så effektivt et redskab til at genoprette nøgletallet for kapitalstrukturen.

Desuden overvejede DONG Energy, om et kapitalindskud i et datterselskab (Project Red) kunne løse problemerne med kapitalstrukturnøgletallet. DONG Energy vurderede dog, at et kapitalindskud i et datterselskab ikke ville have den samme effekt på kapitalstrukturnøgletallet. Dette skyldtes bl.a., at DONG Energy også havde behov for finansiering inden for andre forretningsområder.

Tankerne bag Project Red er beskrevet i boks 3.

### BOKS 3

#### PROJECT RED

Project Red var betegnelsen for et investeringsprogram, hvor investeringerne i havvind skulle fordobles. Project Red indebar udskillelse af udenlandske vindaktiviteter i et datterselskab, som skulle tilføres ekstern egenkapital. Project Red blev drøftet både i 2011 og 2012, dvs. forud for, at problemerne med kapitalstrukturen blev kendt. Finansministeriet vurderede, at Project Red var for risikobetonet.

De havvindprojekter, der var i DONG Energy's pipeline på tidspunktet for Project Red, er efterfølgende blevet forfulgt. Flere af projekterne var dog i 2012 og 2013 i en meget tidlig fase. Derfor endte nogle af disse ultimativt med ikke at blive udviklet. Tankerne bag ekspansionen inden for havvind, som eksisterede på tidspunktet for Project Red, blev dog videreført og er i dag en central del af DONG Energy's strategi. Grundidéen bag Project Red, nemlig at ekspandere inden for havvind, er derfor endt med at blive realiseret – bare på en måde, som DONG Energy vurderede var mere effektiv end Project Red.

Kilde: Finansministeriet.

35. DONG Energy overvejede i efteråret 2012 også en række øvrige initiativer, som skulle styrke kapitalstrukturen. I forbindelse med offentliggørelsen af kvartalsrapporterne for 3. kvartal 2012 oplyste DONG Energy, at selskabet for at forbedre indtjeningsniveauet og styrke kapitalstrukturen inden udgangen af 2012 ville iværksætte en fremadrettet effektiviseringsplan, der skulle reducere omkostningerne med 1 mia. kr. årligt. DONG Energy oplyste samtidig, at selskabet forventede at gennemføre frasalg for 10 mia. kr. i 2013 og 2014.

Da disse initiativer ikke var tilstrækkelige til at løse problemerne med kapitalstrukturen, henvendte DONG Energy's bestyrelse sig formelt til Finansministeriet i december 2012 om en kapitaltilførsel for at kunne forfølge sin strategiske retning. DONG Energy præsenterede i henvendelsen en række scenarier for den videre drift af selskabet. Scenarierne handlede bl.a. om et stop for investeringer, forskellige størrelser af kapitalindsud og frasalg af dele af selskabets kerneaktiviteter. Rigsrevisionen har fået indblik i disse scenarier, der dog af hensyn til DONG Energy's forretningsmæssige forhold ikke uddybes her.

36. DONG Energy og Finansministeriet vurderede, at hvis selskabet fortsatte uden at iværksætte nye tiltag, ville der være risiko for at blive nedgraderet med 2 trin til BBB-, hvilket er ét trin før "non-investment grade".

Et investeringsstop ville ifølge DONG Energy være nedbrydende for selskabets værdi og potentiale i fremtiden og dermed også nedbrydende for aktionærernes værdier i selskabet. DONG Energy vurderede, at det ville være en stor fejltagelse at opgive de strategiske muligheder inden for forretningsområderne Olie & Gas og Vindenergi, idet selskabet havde en global førerposition inden for vindenergi. DONG Energy forventede, at markedet ville vokse markant frem mod 2020.



37. DONG Energy anbefalede et kapitalindskud, som var større end de 6-8 mia. kr., der efterfølgende blev grundlaget for kapitaludvidelsesprocessen. Ifølge DONG Energy ville et kapitalindskud bedst udnytte det forretningsmæssige potentiale, som bl.a. var forbundet med de betydelige investeringer, der var igangsat.

DONG Energy ønskede en hurtig afklaring, så den finansielle handlingsplan kunne offentliggøres primo 2013 forud for offentliggørelsen af årsregnskabet for 2012.

### 2.3. FINANSMINISTERIETS OVERVEJELSER OG INDSTILLING TIL REGERINGENS ØKONOMIUDVALG OG FORLIGSKREDSEN

38. I starten af januar 2013 igangsatte Finansministeriet en proces med henblik på at vurdere, hvilke af de foreslåede scenarier fra DONG Energy der skulle forfølges.

#### Vurdering af scenarier og størrelse af et kapitalindskud

39. Finansministeriet engagerede Danske Bank til at vurdere scenarierne for genopretning af kapitalstrukturen fra DONG Energy, herunder de bagvedliggende forudsætninger, beregninger og scenariernes effekter på kapitalstruktur og rating.

Danske Bank vurderede i januar/februar 2013, at DONG Energy's fremstilling af den økonomiske situation og scenarier var retvisende. Ud fra et aktionærssynspunkt vurderede Danske Bank, at det ville være hensigtsmæssigt at genoprette kapitalstrukturen gennem tilførsel af kapital.

Danske Bank vurderede, at danske pensionskasser kunne være interesserede i et kapitalindskud, men fandt det ikke realistisk, at pensionskasserne alene kunne rejse kapital i den størrelse, som DONG Energy efterspurgte. Der var efter Danske Banks vurdering for lange udsigter til en børsnotering af DONG Energy til, at kapitalfonde, hedgefonde mv. ville have interesse i et kapitalindskud. Derfor vurderede Danske Bank, at det ikke var muligt at rejse privat kapital på det niveau, DONG Energy anbefalede. Det ville kræve, at staten deltog i kapitaludvidelsen.

40. En kapitaludvidelse med private investorer kunne ifølge Danske Bank ske enten gennem en børsnotering af DONG Energy eller gennem en private placement-proces. Danske Bank vurderede, at en børsnotering ikke var attraktiv på grund af DONG Energy's daværende økonomiske situation. Private placement ville sandsynligvis kræve et konsortium af investorer på grund af kapitalindskuddets størrelse. Ifølge Danske Bank har investorerne typisk relativt høje afkastkrav ved private placement, da der er tale om illikvide aktier (unoterede aktier). Derudover opstillede Danske Bank en række regneeksempler, der viste forskellige værdiansættelser af DONG Energy ud fra de scenarier, som DONG Energy havde opstillet.

#### PRIVATE PLACEMENT

Private placement henviser til salg af værdipapirer (fx aktier), der tilbydes investorer. Investor køber værdipapirer (fx aktier) i selskabet, der derved indgår som en del af selskabets egenkapital. Private placement adskiller sig fra en børsnotering, hvor aktierne i forbindelse med et salg optages til handel på et marked.

Processen for private placement indebærer typisk, at selskabet retter henvendelse til et antal indenlandske og udenlandske investorer, fx pensionselskaber, statsejede investeringsfonde og kapitalfonde samt investeringsbanker om investeringsmuligheden.

41. Finansministeriet lagde særligt vægt på 2 forhold i spørgsmålet om størrelsen af kapitalindskuddet. For det første ville statens eksponering ved en kapitaludvidelse reelt svare til det samlede kapitalindskud. Dette skyldtes, at private investorer formentlig ville kræve, at aftalen om et kapitalindskud omfattede en salgsret, hvor investorerne ville få ret til at sælge aktierne tilbage til staten efter nærmere aftalte betingelser. I lyset heraf vurderede Finansministeriet, at det ikke var hensigtsmæssigt med et kapitalindskud på det niveau, DONG Energy havde anbefalet. For det andet skulle kapitalindskuddet være stort nok til at ændre på DONG Energy's udfordring vedrørende kapitalstrukturen og dermed risikoen for en nedgradering hos Standard & Poor's. Samlet set vurderede Finansministeriet, at en kapitaludvidelse på 6-8 mia. kr. ville være hensigtsmæssig, og at kapitaludvidelsen skulle ske gennem private placement. Da Finansministeriet anbefalede et kapitalindskud, der var væsentligt mindre end DONG Energy's ønske, kunne selskabet ifølge ministeriet blive nødt til at frasælge dele af sine kerneaktiviteter for at opnå den ønskede effekt på kapitalstrukturen.

42. Det var væsentligt for DONG Energy, at en udmelding om en kapitaludvidelse gav stor sikkerhed for, at selskabet ville blive tilført mindst 6 mia. kr. Udmeldingen skulle overbevise ratingbureauerne om troværdigheden af DONG Energy's finansielle handlingsplan, så selskabet kunne undgå en nedgradering.

### **Finansministeriets overvejelser om et statsligt kapitalindskud**

43. Finansministeriet overvejede bl.a. muligheden for, at et kapitalindskud helt eller delvist kunne komme fra staten. DONG Energy havde behov for en meget tydelig opbakning fra staten som hovedaktionær for at få en tilstrækkelig solid løsning på plads, så ratingbureauerne havde tiltro til genopretningsplanen. Da markedet ikke var testet for interessen i en investering i DONG Energy, var det vigtigt med et kapitaltilsagn fra staten for at skabe sikkerhed for kapitaltilførslen.

Finansministeriet var opmærksom på Europa-Kommissionens retningslinjer for statsstøtte, der bl.a. betød, at staten skulle handle i overensstemmelse med det markedsøkonomiske investorprincip. Staten skulle endvidere kunne bevise dette i tilfælde af en sag om statsstøtte. Uddrag af retningslinjerne for statsstøtte er beskrevet i boks 4.

### **SALGSRET (PUT-OPTION)**

En salgsret er en ret til under visse betingelser at kunne sælge aktierne til staten.

Aktierne kan enten sælges til staten ved deres handelsværdi eller ved et garanteret minimumsafkast eller ved en kombination af begge. Da DONG Energy på dette tidspunkt ikke var børsnoteret, skulle en eventuel handelsværdi fastsættes af uafhængige investeringsbanker, mens et garanteret minimumsafkast kunne være, at investoren fx sælger 60 % af aktierne til staten, fastsat som anskaffelsesprisen tillagt en årlig fast rente på fx 3,25 %. 40 % af aktierne sælges til deres handelsværdi.

**BOKS 4****EUROPA-KOMMISSIONENS RETNINGSLINJER FOR STATSSTØTTE**

Der er tale om statsstøtte, hvis støtten tildeles af et medlemsland til selskaber, der udøver økonomisk aktivitet, og hvis følgende 5 kumulative kriterier er opfyldt:

- Ydes ved hjælp af statsmidler
- Tildeler en fordel til virksomheden
- Er selektiv (kun vedrører udvalgte virksomheder eller produktioner)
- Forvrider eller truer med at forvride konkurrencen
- Har effekt på samhandlen.

Ifølge statsstøttereglerne kan et medlemsland indskyde midler i et selskab, så længe landet handler i overensstemmelse med det markedsøkonomiske investorprincip. Det går ud på, at en privat markedsøkonomisk investor under tilsvarende omstændigheder ville have handlet på samme måde. Det er medlemslandene, der skal dokumentere, at det markedsøkonomiske investorprincip er efterlevet.

For at det markedsøkonomiske investorprincip efterleves ved en privat kapitaltilførsel, skal salget være åbent, transparent og konkurrenceudsat. En åben og gennemsigtig proces betyder bl.a., at transaktionen er ordentligt publiceret både nationalt og hvis relevant internationalt. Derudover skal aktivet sælges til den højest mulige pris. Endelig skal byderne have tid og informationer nok til at kunne gennemføre en ordentlig værdiansættelse af selskabet. Hvis disse forhold er iagttaget, kan et salg gennemføres uden forudgående notifikation til Europa-Kommissionen.

Kilde: Statsstøttehåndbog og tjekliste til brug for vurdering af statsstøtte, udarbejdet af Erhvervsministeriet i 2017, og Finansministeriets interne notater.

**FAIRNESS OPINION**

En fairness opinion er en kvalificeret vurdering af salgsprisen for et selskab i forbindelse med et købstilbud. Det er ofte en investeringsbank eller et revisionsfirma, der udarbejder en fairness opinion på baggrund af en række data om det pågældende køb. Typisk bygger vurderingen af salgsprisen i en fairness opinion på de samme oplysninger, som køber har adgang til i forbindelse med salget.

44. Finansministeriet vurderede, at der var en reel risiko for, at Europa-Kommissionen ville tage sagen op, hvis staten indskød kapital i DONG Energy, og finde, at det markedsøkonomiske investorprincip ikke var opfyldt. Derudover vurderede Finansministeriet, at der var risiko for indirekte statsstøtte til de eksisterende mindretalsaktionærer ved et rent statsligt kapitalindskud. Det skyldtes, at mindretalsaktionærerne kunne få fordele af en statslig kapitaludvidelse, som de ikke ville have fået på markedsvilkår. Finansministeriet vurderede derfor, at det i praksis kunne være meget vanskeligt at overholde statsstøttereglerne. Finansministeriet nævnte, at en fairness opinion, som var udarbejdet af en uafhængig investeringsbank, kunne være med til at styrke statens bevis for at have handlet som en markedsøkonomisk investor.

Ved et delvist statsligt kapitalindskud kunne der ifølge Finansministeriet også være udfordringer med statsstøttereglerne. Det kunne fx have væsentlig indflydelse på investorerne investeringsbeslutninger, hvis staten på forhånd garanterede et kapitalindskud til et selskab. Finansministeriet var opmærksom på, at en præcis og bindende udmelding til markedet om, at staten ville garantere det samlede kapitalindskud, kunne give problemer med statsstøttereglerne.

Ifølge Finansministeriet var der mulighed for at tage uformel kontakt til Europa-Kommissionen om, hvorvidt det markedsøkonomiske investorprincip ved et statsligt kapitalindskud ville være opfyldt. En uformel henvendelse ville dog ikke nødvendigvis give en indikation af Europa-Kommissionens holdning til den konkrete sag. Det ville kræve en formel notifikation, der forventedes at tage mindst 2 måneder.

Flere gange i løbet af kapitaludvidelsesprocessen beskrev Finansministeriet de vanskeligheder, som et statsligt kapitalindskud kunne medføre i forhold til statsstøttereglerne. I én af indstillingerne til regeringens Økonomiudvalg fremgik det bl.a., at Finansministeriet ikke kunne anbefale et statsligt kapitalindskud, bl.a. på grund af statsstøttereglerne. Finansministeriet har oplyst, at ministeriet ikke fandt det relevant at undersøge spørgsmålet nærmere, da forligskredsen siden 2004 havde været enig om at søge yderligere privat medejerskab af DONG Energy. Finansministeriet ville undersøge mulighederne for et statsligt kapitalindskud nærmere, hvis det blev politisk besluttet.

### **Finansministeriets indstilling til Økonomiudvalget om kapitaludvidelsen**

45. Finansministeriet orienterede den 17. februar 2013 Økonomiudvalget om, at ministeriet med bistand fra Danske Bank og Kammeradvokaten havde vurderet DONG Energy's situation og var enig med selskabet om behovet for ny kapital.

Finansministeriet har vurderet, at detaljer vedrørende indstillingen til Økonomiudvalget er fortrolige, og vi har derfor beskrevet denne del af sagen mere overordnet.

46. Finansministeriet vurderede, at en række hensyn – ud over DONG Energy's interesser – måtte indgå i vurderingen af, om staten skulle tilslutte sig et kapitalindskud og i givet fald størrelsen på indskuddet samt fordele og ulemper ved at søge kapital fra nye investorer. Finansministeriet lagde vægt på følgende:

- statens kommercielle interesser, dvs. hvordan det bedst mulige forhold mellem forventet afkast og risiko på statens aktiepost i DONG Energy kunne sikres
- hensynet til de eksisterende mindretalsaktionærer, som ministeriet vurderede ikke kunne/ville deltage i kapitaludvidelsen, herunder mindretalsaktionærernes ret til at sælge deres daværende aktiebeholdning til staten, som ville betyde en udgift for staten og en øget ejerandel til staten
- den politiske aftale fra 2004 om børsnotering af DONG Energy, som ministeriet fandt krævede enighed mellem parterne om en kapitaludvidelse
- krav fra statsstøttereglerne om dokumentation for salg til markedspris ved salg af aktier til nye investorer og efterlevelse af det markedsøkonomiske investorprincip, hvis staten deltog i kapitaludvidelsen.

Finansministeriet vurderede, at det overordnet set var et dårligt tidspunkt at sælge ud af statens ejerandel. Det var begrundet med, at der var en relativt lav markedsvurdering af DONG Energy på grund af usikkerheden om selskabets fremtidige udvikling, som ville kunne presse den kurs, nye investorer ville være villige til at betale for nye aktier. DONG Energy havde dog samtidig et stort forretningspotentiale. Finansministeriet forventede, at værdien af DONG Energy med overvejende sandsynlighed ville stige i de kommende år, navnlig i takt med at store investeringsprojekter inden for forretningsområderne Vindenergi og Olie & Gas blev afsluttet, men der var også en række risici relateret til DONG Energy's forretningsplan og økonomi.

### **REGERINGENS ØKONOMIUDVALG**

Regeringens Økonomiudvalg bestod i 2013 af finansministeren (S), økonomi- og indenrigsministeren (R), erhvervs- og vækstministeren (SF/S), ministeren for forskning, innovation og videregående uddannelser (R), skatteministeren (SF) og beskæftigelsesministeren (S).

Kapitaludvidelsen i DONG Energy blev behandlet i en mindre kreds af Økonomiudvalgets medlemmer, bestående af finansministeren (S), økonomi- og indenrigsministeren (R) og erhvervs- og vækstministeren/skatteministeren (SF).

47. Finansministeriet fandt samtidig, at en ren kommerciel overvejelse formentlig kunne tilsige, at staten påtog sig ansvaret for hele kapitaludvidelsen. Rigsrevisionen konstaterer, at der ikke på sagen er dokumenter, der viser konkrete beregninger eller mere detaljerede analyser, som underbygger denne betragtning yderligere, end Finansministeriets oplysning om DONG Energy's økonomiske situation og forretningspotentiale. Finansministeriet har oplyst, at ministeriets indstilling til Økonomiudvalget i februar 2013 var baseret på en samlet vurdering af flere faktorer, herunder de økonomiske analyser, som ministeriet havde modtaget fra Danske Bank i januar og februar 2013. Disse analyser omhandlede de forskellige scenarier, som DONG Energy overvejede som løsning på udfordringerne med kapitalstrukturen. Rådgivningsmaterialet viser, at Danske Bank opstillede en række regneeksempler, der viste forskellige værdier af DONG Energy ved en børsnotering af selskabet efter nogle år for hvert scenarie, som DONG Energy havde foreslået som led i genopretningen af kapitalstrukturen i selskabet. Finansministeriet har oplyst, at analyserne indeholder den nødvendige dokumentation, der belyser de kommercielle forskelle på et statsligt og et privat kapitalindskud.

Rigsrevisionen konstaterer, at materialet ikke viser de kommercielle forskelle ved et statsligt eller et privat kapitalindskud eller en kombination heraf, fx de konkrete økonomiske konsekvenser for staten som investor med angivelse af statens ejerandele i forhold til gevinstmuligheder ved en investering sammenholdt med forventede risici.

Rigsrevisionens eksterne ekspert (KPMG) er – baseret på det for KPMG forelagte sagsmateriale – enig med Rigsrevisionen i, at den økonomiske indvirkning for staten ved et statsligt eller et privat kapitalindskud eller en kombination heraf ikke fremgår eksplicit af materialet.

Finansministeriet har oplyst, at hvis regeringens Økonomiudvalg eller forligskredsen havde fundet beslutningsoplægget mangelfuldt, ville dette være blevet tilkendegivet, og ministeriet ville have udarbejdet yderligere analyser.

48. I beslutningsoplægget til Økonomiudvalget indstillede Finansministeriet, at staten søgte et privat kapitalindskud på 6-8 mia. kr., idet ministeriet så følgende fordele:

- At der blev etableret en markedsfølsom pris, hvilket ville være en klar fordel i forhold til mindretalsaktionærerne og EU-retten.
- Større chance for, at oppositionen ville give sin tilslutning til kapitaludvidelsen.
- Nye private aktionærer ville kunne bidrage til at give DONG Energy's ledelse et med- og modspil i fremtiden.

49. Finansministeriet indstillede til Økonomiudvalget, at der skulle arbejdes på, at DONG Energy offentligt kunne melde ud, at selskabet ville gennemføre en kapitaludvidelse, og at staten som hovedaktionær ville bakke op herom. Dette skulle senest offentliggøres den 27. februar 2013 samtidig med DONG Energy's årsregnskab.

### Finansministeriets indstilling til forligskredsen om kapitaludvidelsen

50. Finansministeriet vurderede, at den politiske aftale om børsnotering af DONG Energy fra oktober 2004 kun vedrørte salg af aktier i selskabet gennem en børsnotering. Derfor var det Finansministeriets vurdering, at en kapitaludvidelse krævede enighed mellem forligspartierne.

51. Forligskredsen blev præsenteret for 2 mulige scenarier på et møde den 20. februar 2013: et kapitalindskud på 6-8 mia. kr. eller et investeringsstop. Ifølge Finansministeriet var en kapitaludvidelse at foretrække. Et investeringsstop ville betyde en række nedskrivninger og yderligere tilpasninger i organisationen samt reducere den fremtidige værdiskabelse i DONG Energy. Dette scenarie var ifølge Finansministeriets beslutningsgrundlag ikke et attraktivt alternativ ud fra et aktionærssynspunkt.

52. I lighed med indstillingen til Økonomiudvalget orienterede Finansministeriet forligskredsen om, at en ren kommerciel overvejelse formentlig kunne tilsige, at staten påtog sig ansvaret for hele kapitaludvidelsen. Finansministeriet orienterede også om, at der var en række forhold, som talte for private investorer i en kapitaludvidelse, og redegjorde for, hvordan en kapitaludvidelse med private investorer kunne foregå. En model med et rent statsligt kapitalindskud blev ikke behandlet nærmere i indstillingen.

Beslutninger fra økonomiudvalgsmøder og forligskredsmøder fremgår ikke af denne del af sagen. Det fremgår af Finansministeriets sag, at oppositionen i forligskredsen havde tilkendegivet en præference for en privat løsning, men at en statslig løsning kunne blive nødvendig.

53. På et nyt møde den 26. februar 2013 indgik de 6 forligspartier en aftale om at skabe grundlaget for, at DONG Energy i løbet af 2013 kunne gennemføre en kapitaludvidelse på mindst 6-8 mia. kr. Samtidig blev hensigten om at børsnotere DONG Energy, når forudsætningerne var til stede, genbekræftet.

Boks 5 viser Finansministeriets pressemeddelelse af 26. februar 2013 om forligskredsens aftale om kapitaludvidelsen i DONG Energy.

#### BOKS 5

### UDDRAG AF FINANSMINISTERIETS PRESSEMEDDELELSE OM FORLIGSKREDSENS AFTALE OM KAPITALUDVIDELSEN I DONG ENERGY

Parterne (Socialdemokraterne, Socialistisk Folkeparti, Radikal Venstre, Venstre, Dansk Folkeparti og Det Konservative Folkeparti) bag aftalen af 7. oktober 2004 om vilkår for salg af aktier i DONG A/S er enige om at skabe grundlaget for, at DONG Energy A/S i løbet af 2013 kan gennemføre en kapitaludvidelse på mindst 6-8 mia. kr., idet det er hensigten at søge en løsning med deltagelse af nye såvel som eksisterende aktionærer, herunder den danske stat, idet en kapitaludvidelse ud over det angivne interval forudsætter deltagelse fra andre investorer end staten.

Kilde: Finansministeriet.

### FORLIGSKREDSEN

Forligskredsen bestod af V, K, DF, R, S og SF. Finansministeriet inddrog forligspartierne i starten og i slutningen af processen. Første gang var i forbindelse med beslutningen om at rejse kapital til DONG Energy, og anden gang var i forbindelse med, at forligspartierne skulle orienteres, da aftalerne med Goldman Sachs, ATP og PFA var indgået.

DF forlod forligskredsen i 2014.

54. Den 27. februar 2013 holdt DONG Energy et pressemøde og offentliggjorde selskabets finansielle handlingsplan og hensigten om at gennemføre en kapitaludvidelse på mindst 6-8 mia. kr.

# 3. Forberedelse og gennemførelse af kapitaludvidelsen

## DELKONKLUSION

Forberedelsen og gennemførelsen af kapitaludvidelsen blev varetaget af Finansministeriet og DONG Energy i fællesskab med bistand fra deres rådgivere Danske Bank og Morgan Stanley/Nordea. Kapitaludvidelsen fulgte en faseopdelt procesplan, der indebar 2 budrunder – et indikativt bud og et endeligt bud. En bred skare af investorer blev inviteret til første fase for at høre nærmere om investeringen. Et mindre antal investorer valgte at afgive et indikativt bud. Buddene varierede betydeligt i forhold til værdiansættelse og krav til aftalevilkår. Enkelte investorer ønskede enten ikke at imødekomme Finansministeriets krav eller fravalgte investeringsmuligheden. Denne del af processen, fra de potentielle investorer kontaktes til og med drøftelserne med investorerne om de indikative bud, er vel-dokumenteret i Finansministeriets sagsmateriale.

Finansministeriet vurderede de indkomne bud ud fra en værdiansættelse af DONG Energy, som var angivet inden for et interval. I starten af 2013 udarbejdede Danske Bank foreløbige beregninger af værdien af DONG Energy og en mere grundig værdiansættelse i juni 2013. Finansministeriet har oplyst, at ministeriets vurdering af DONG Energy's værdi var baseret på en samlet vurdering af disse forskellige værdiansættelser. Danske Banks værdiansættelse i juni 2013 viste et bredere interval end Finansministeriets samlede vurdering af intervallet for værdien. Finansministeriet vurderede, at en række forhold havde betydning for værdien af DONG Energy, og at intervallet derfor skulle være smallere. Det redegjorde Finansministeriet for på et meget overordnet niveau i en indstilling til regeringens Økonomiudvalg. Rigsrevisionen kan dog ikke ud fra sagens dokumenter se, hvordan Finansministeriet ud fra beregningerne kom frem til den samlede vurdering af intervallet for værdien af DONG Energy. Det fremgår af Finansministeriets indstilling til Økonomiudvalget, at Danske Bank var enig i den samlede vurdering af værdien af DONG Energy og dermed, at det smallere interval var retvisende. Danske Banks tilkendegivelse heraf fremgår dog ikke eksplicit af sagen. Finansministeriet har oplyst, at det blev tilkendegivet mundtligt på møder med Danske Bank.

Ifølge procesbrevet skulle investorerne afgive deres endelige bud skriftligt den 2. september 2013. Forud for afgivelsen af endelige bud var investorerne, Finansministeriet, DONG Energy og de respektive rådgivere i dialog om aftalevilkårene for investeringen. Et mindre antal investorer afgav et endeligt bud. Finansministeriet har oplyst, at Goldman Sachs ønskede at investere 8 mia. kr., mens ATP og PFA hver ønskede at investere mindre beløb. Væsentlige dele af budet fra Goldman Sachs, der omhandlede værdiansættelsen af DONG Energy og investeringens størrelse, blev ikke afgivet skriftligt. Finansministeriet har oplyst, at budet blev afgivet mundtligt på et møde den 30. august 2013, men der foreligger ikke et referat fra mødet. Finansministeriet har oplyst, at budet fra Goldman Sachs fremgår af indstillinger til Økonomiudvalget medio september 2013 og af beregninger fra Danske Bank fra 2. september 2013. Beregningerne fra Danske Bank indeholder 2 forskellige værdier af DONG Energy. Finansministeriet har oplyst, at budet fra Goldman Sachs blev afgivet som et interval. Kammeradvokaten har efterfølgende for Finansministeriet vurderet, at Goldman Sachs' bud var i overensstemmelse med betingelserne i budprocessen, bl.a. fordi der var vide rammer for salgsprocessen, og ministeriet i procesbreve, som investorerne havde fået, havde forbeholdt sig ret til at ændre processen. Rigsrevisionen vurderer, at så centralt et element i kapitaludvidelsesprocessen – ud fra et forvaltningsmæssigt synspunkt – burde have været dokumenteret mere omhyggeligt, uanset at Kammeradvokaten finder, at afgivelsen af budet ikke var i strid med betingelserne for budprocessen.

Goldman Sachs' endelige bud, bl.a. værdiansættelsen af DONG Energy, lå uden for Finansministeriets forhandlingsmandat. Finansministeriet har oplyst, at det blev meddelt til Goldman Sachs, at budet skulle hæves, hvis det skulle være relevant for staten. Finansministeriet kontaktede på dette tidspunkt ATP for at afsøge muligheden for en løsning med ATP, hvis Goldman Sachs ikke accepterede statens krav. Rigsrevisionen konstaterer, at der var en række drøftelser med ATP, men kan af hensyn til fortrolighed ikke beskrive disse drøftelser nærmere. Rigsrevisionens gennemgang af sagsmaterialet viser, at forløbet vedrørende de afsluttende forhandlinger ikke er fuldt ud dokumenteret. Rigsrevisionen kan dog konstatere, at Finansministeriet bad om mandat fra Økonomiudvalget til at indgå aftale med Goldman Sachs, hvis Goldman Sachs accepterede statens krav, og at ministeriet samtidig bad om mandat til at indgå en aftale med ATP, hvis Goldman Sachs ikke accepterede statens krav. Det fremgik endvidere af indstillingen, at Finansministeriet – på grund af statsstøttereglerne principper om ligebehandling og gennemsigtighed – vurderede, at en aftale med ATP kun var en reel mulighed, hvis Goldman Sachs takkede nej til statens tilbud.

Finansministeriet har oplyst, at indstillingen til Økonomiudvalget var upræcist formuleret, da intentionen var at få mandat til at indlede forhandlinger med ATP, i tilfælde af at Goldman Sachs ikke accepterede statens krav. Finansministeriet har i øvrigt oplyst, at der var tale om uformelle sonderinger med ATP. Finansministeriet havde i 2015 behov for få klarhed over forløbet med ATP og kontaktede derfor ATP's direktør. ATP's direktør har efterfølgende bekræftet, at der var en dialog med Finansministeriet, som omfattede en række økonomiske skitser, men at dialogen forblev på skitseniveau og ikke førte til, at ATP afgav et nyt egentligt bud. Finansministeriet har oplyst, at en aftale med ATP ville have krævet en helt ny salgsproces, uanset om Goldman Sachs accepterede statens krav eller ej, hvilket dog ikke fremgik af indstillingen til Økonomiudvalget.



I indstillingen til Økonomiudvalget om de afsluttende forhandlinger omtalte Finansministeriet også et statsligt kapitalindskud som en mulighed, men anbefalede ikke, at staten indskød kapital i DONG Energy, bl.a. på grund af udfordringerne med statsstøttereglerne.

Den 2. oktober 2013 tilsluttede forligskredsen sig, at Finansministeriet kunne indgå aftale med Goldman Sachs, ATP og PFA om en kapitaludvidelse på samlet 11 mia. kr. Den endelige investeringsaftale og aktionæroverenskomst mellem Finansministeriet, Goldman Sachs, ATP og PFA blev indgået den 29. november 2013 betinget af Folketingets Finansudvalgs godkendelse.

Kapitaludvidelsen omfattede et incitamentsprogram efter ønske fra investorerne. Anvendelsen af incitamentsprogrammer er i overensstemmelse med statens ejerskabspolitik. Udkast til incitamentsprogrammet blev udformet i samarbejde mellem DONG Energy og Finansministeriet. Incitamentsprogrammet blev godkendt af ejerne og bestyrelsen. Incitamentsprogrammet resulterede i gevinster for lederne og medarbejderne, men indebar også en risiko for deltagerne. Medarbejderne indskød tilsammen 88,2 mio. kr. i DONG Energy og fik en gevinst på 3 gange deres investering efter skat. Lederne indskød tilsammen 133,4 mio. kr. og opnåede en gevinst på 2 gange investeringen.

Finansudvalget tiltrådte aftalen den 30. januar 2014 med aktstykke 37. Den samlede kapitaludvidelse var 13,3 mia. kr. og omfattede også et kapitalindskud fra de eksisterende mindretalsaktionærer og medarbejderne i DONG Energy. Forud for Finansudvalgets tiltrædelse havde Danske Bank afgivet en fairness opinion, hvor den endelige pris på transaktionen blev vurderet til at være fair set fra Finansministeriets side.

55. Dette kapitel handler om kapitaludvidelsen, fra processen med kapitaltilførslen blev tilrettelagt, til de endelige aftaler var på plads. Vi har undersøgt:

- Finansministeriets tilrettelæggelse af kapitaludvidelsen, herunder kontakt til investorer, tidsplan, ministeriets udspil til aftalevilkår for investeringen og værdiansættelse af DONG Energy
- Finansministeriets håndtering af investorernes foreløbige (indikative) bud og endelige bud, herunder tilbagemeldinger til investorerne og statens forhandlingsposition
- Finansministeriets afsluttende forhandlinger og godkendelsen af de endelige aftaler med aktstykke 37
- udarbejdelsen af incitamentsprogrammet for ledere og medarbejdere i DONG Energy.

### 3.1. TILRETTELÆGGELSE AF KAPITALUDVIDELSEN

56. Finansministeriet og DONG Energy tilrettelagde processen for kapitaludvidelsen med rådgivning fra Danske Bank og Morgan Stanley/Nordea. Processen blev opdelt i 3 faser. Boks 6 uddyber indholdet af og den tidsmæssige udstrækning af faserne.

#### BOKS 6

#### KAPITALUDVIDELSENS PROCESPLAN

##### Fase 1 (februar-maj 2013)

Formålet med fase 1 var at vurdere potentialet for en handel på vilkår, der var acceptable for henholdsvis ejer og selskab. I fase 1 identificerede rådgiverne potentielle investorer og kontaktede disse for at afklare, om der var interesse for at investere i DONG Energy. I fase 1 fik investorerne i første omgang begrænset information om selskabet i form af præsentationsmateriale – en såkaldt teaser. Hvis investorerne på baggrund af teaseren fortsat viste interesse, fik de også mulighed for at møde DONG Energy's direktør og finansdirektør.

Hvis Finansministeriet stadig vurderede, at der var basis for en kapitaludvidelse med de tilkendegivelser, investorerne havde givet i første fase, gik man videre til udførelsesfasen, som var delt op i fase 2 og 3.

##### Fase 2 (maj-juni 2013)

Formålet med fase 2 var at starte en dialog med de investorer, der havde vist interesse for investeringsmuligheden, og åbne op for mere information om DONG Energy, så investorerne fik tilstrækkelig viden til at kunne give et indikativt bud. I denne fase havde investorerne mulighed for en begrænset due diligence af DONG Energy, idet investorerne fik adgang til selskabets forretningsplan. Investorerne fik desuden mulighed for at drøfte de enkelte forretningsområder med de pågældende ledere.

På baggrund af investorernes indikative bud skulle Finansministeriet vurdere, om der fortsat var basis for at gå videre med private placement-processen – og i givet fald, hvilke investorer der havde givet et bud, som var godt nok til, at de kunne inviteres videre til fase 3. Ud fra de indikative bud skulle Finansministeriet udvælge én eller flere ankerinvestorer, som ministeriet og DONG Energy kunne indgå forhandlinger med. Finansministeriet tillod på dette tidspunkt ikke, at investorerne indgik i et konsortium, da ministeriet ønskede at sikre en tilstrækkelig konkurrence mellem investorerne.

##### Fase 3 (juli-september 2013)

Formålet med fase 3 var at forhandle en investeringsaftale og aktionæroverenskomst på plads med én eller flere ankerinvestorer. Når en sådan aftale var på plads, kunne andre interesserede, mindre investorer inviteres med på samme vilkår. Rådgiverne vurderede, at det var bedst, at der i denne fase var 3-5 investorer, som indgik i forhandlingerne, for at sikre et vist niveau af konkurrence i forhandlingerne om vilkår og krav. I fase 3 fik investorerne mulighed for at foretage en udvidet due diligence af DONG Energy. Investorerne fik adgang til et datarum med detaljerede data om DONG Energy og en række såkaldte VDD-rapporter, som selskabet udarbejdede for at give investorerne et mere detaljeret indblik i udvalgte områder af selskabet. På den baggrund skulle investorerne afgive deres endelige bud. Herefter skulle investeringsaftalen og aktionæroverenskomsten forhandles endeligt på plads.

Kilde: Rigsrevisionen på baggrund af materiale fra DONG Energy og Finansministeriet.

#### UDGIFTER TIL RÅDGIVNING I FORBINDELSE MED KAPITALUDVIDELSEN

Finansministeriet havde i 2013 udgifter på 14,1 mio. kr. til finansiel og juridisk rådgivning. Hertil kommer DONG Energy's udgifter til rådgivning.

#### DUE DILIGENCE

Due diligence er betegnelsen for de undersøgelser, som en potentiel køber foretager af den virksomhed, køberen påtænker at investere i. Due diligence giver den potentielle køber indsigt i virksomhedens forhold forud for gennemførelse af investeringen.

Ved kapitaludvidelsen fik investorerne en begrænset due diligence i fase 2 og en udvidet due diligence i fase 3.

#### FORRETNINGSPLAN

Indeholder bl.a. DONG Energy's overordnede tal for de nuværende og fremtidige indtægter og omkostninger på forretningsområder og projekter.

#### DATARUM

Indeholder informationer om selskabsretlige forhold, aktionæranliggender, finansiering, kontraktforhold, myndighedstilladelser og godkendelser, skat, regnskaber, budgetter, retssager og andre tvister mv.

#### VDD-RAPPORTER (VENDOR DUE DILIGENCE)

En finansiel, kommerciel og juridisk gennemgang af udvalgte forretningsområder, herunder eventuelle særlige aktiver i selskabet.

**ANKERINVESTOR**

En ankerinvestor er kendetegnet ved at være den investor eller gruppe af investorer, som ejeren aftaler krav og betingelser med.

I forbindelse med DONG Energy's kapitaludvidelse blev ankerinvestor defineret som en investor, der var villig til at investere min. 15-20 % af den efterspurgte kapital. En ankerinvestor skulle således investere min. 0,9-1,2 mia. kr.

57. Finansministeriet har vurderet, at antallet af investorer, der blev kontaktet, antallet af bud, der blev afgivet, og detaljerede informationer om forhandlingspositioner og aftalevilkår er fortrolige.

58. Fase 1 blev indledt med at identificere interesserede investorer. Rådgiverne Danske Bank og Morgan Stanley/Nordea sammensatte en liste med en bred skare af potentielle investorer. Listen blev efterfølgende godkendt af Finansministeriet og DONG Energy. Finansministeriet forventede ikke, at alle investorer ville være interesserede i investeringen, men de blev kontaktet alligevel for at sikre tilstrækkelig transparens i processen af hensyn til statsstøttereglerne. Investorerne modtog en teaser, der var baseret på offentligt tilgængelig information.

59. Omkring halvdelen af investorerne takkede nej til investeringsmuligheden. De øvrige deltog i en indledende investorpræsentation med DONG Energy's direktør og finansdirektør for at få yderligere indblik i selskabet og kapitaludvidelsen.

Et antal investorer valgte herefter at fortsætte processen, mens de øvrige investorer tilkendegav, at de ikke på daværende tidspunkt ville gå ind i processen. De ønskede at lade andre lede processen og ville overveje muligheden for at investere på et senere tidspunkt, når udfaldet var kendt. Finansministeriet har oplyst, at disse investorer ikke blev kontaktet senere, da ministeriet vurderede, at kapitalbehovet ville kunne dækkes af de investorer, der valgte at gå videre med investeringsmuligheden.

60. Primo juni 2013 indrykkede DONG Energy annoncer for kapitaludvidelsen i Financial Times og Wall Street Journal. Det fremgår ikke af sagen, hvilke overvejelser der ligger bag timingen af annonceringen, som skete ca. 14 dage før deadline for modtagelse af de indikative bud. Det fremgår imidlertid af statsstøttereglerne, der er beskrevet tidligere, at transaktionen kan publiceres nationalt – og hvis relevant internationalt – og at byderne bør have tid nok til at kunne gennemføre en ordentlig værdiansættelse af selskabet. DONG Energy offentliggjorde den 27. februar 2013, at selskabet ville søge at rejse kapital. Denne meddelelse blev ifølge Finansministeriet refereret i såvel danske som internationale medier. Ifølge Finansministeriet var DONG Energy's intention om at rejse kapital således bredt kendt i offentligheden. Finansministeriet har oplyst, at annoncerne i Financial Times og Wall Street Journal blev indrykket for at sikre en bred publicering af investeringsmuligheden.

61. Fase 2 blev indledt i maj 2013 med, at Finansministeriet og DONG Energy i samråd med deres respektive rådgivere udarbejdede et udspil til vilkår for de kommende investorer. DONG Energy og Finansministeriet vurderede, at udspillet skulle give investorerne noget at pejle efter og dermed lette opgaven med at afgive bud. I fase 2 modtog de interesserede investorer oplægget til vilkår og DONG Energy's forretningsplan, der bl.a. viste selskabets forventninger til de fremtidige indtægter og omkostninger fordelt på forretningsområder, investeringsprojekter mv. Investorerne skulle anvende forretningsplanen til at værdiansætte DONG Energy. Udspillet til vilkårene indeholdt en tilkendegivelse af, at der lå en politisk aftale om, at DONG Energy på sigt skulle børsnoteres, og at staten ville beholde aktiemajoriteten for at sikre kontrollen med naturgasinfrastrukturen. Det fremgik desuden, at investorerne kunne forvente en salgsret, hvorved investorerne ville kunne sælge aktierne til staten på nærmere bestemte vilkår, fx hvis DONG Energy ikke blev børsnoteret inden for 5 år. Investorerne kunne desuden forvente en bestyrelsesrepræsentation, der ville være afhængig af ejerandelen, stemme- og vetorettigheder og skadesløsholdelse på udvalget forretningsområder.

Der var tale om en række overordnede tilkendegivelser fra staten om vilkårene for investeringen. De nævnte vilkår ville bortfalde enten ved en børsnotering eller 5 år efter, at en aftale om kapitaludvidelse var indgået. Udspillet var Finansministeriets første forhandlingsudspil.

Boks 7 viser overvejelser, der kan være relevante, når et selskab som DONG Energy skal værdiansættes.

#### BOKS 7

### FORHOLD, DER HAR BETYDNING FOR VÆRDIE AF ET SELSKAB SOM DONG ENERGY

Ved en værdiansættelse vil en investor typisk tage udgangspunkt i den indtjening, som selskabet forventes at have over en længere årrække. Set fra et aktionærsynspunkt er værdien af DONG Energy (og dermed aktierne) højere, jo større selskabets indtjening er. I et selskab med en relativt stabil drift uden væsentlige ændringer i indtægter og omkostninger på længere sigt vil værdien af selskabet kunne opgøres mere entydigt end i selskaber som DONG Energy, der befinder sig på volatile markeder, hvor indtægter og omkostninger fluktuerer, og som har et omfattende investeringsprogram med indtægtsprognoser, der kan være mere eller mindre usikre. Graden af usikkerhed vil bl.a. afhænge af projekternes modenhed, tekniske kompleksitet, status på tildeling af subsidier og status på myndighedsgodkendelser. Investorerne kan desuden have forskellige syn på fremtiden, herunder udviklingen i renteniveauet, olie- og gaspriser, rentabiliteten i de forskellige sektorer mv.

Kilde: Rigsrevisionen.

### VÆRDIANSÆTTELSE, EJERANDELE OG AFKASTKRAV

Værdiansættelsen af DONG Energy har betydning for afkastet af investeringen og for den ejerandel, som investoren opnår.

En lav værdiansættelse medfører, at investoren tegner aktier til en lav kurs, hvorved det potentielle afkast af investeringen bliver større. En lav værdiansættelse medfører også, at investoren opnår en relativt større ejerandel, da investoren kan tegne relativt flere aktier for den investerede kapital.

En kapitalfond opererer typisk med et højt afkastkrav, fx omkring 20 % (årligt).

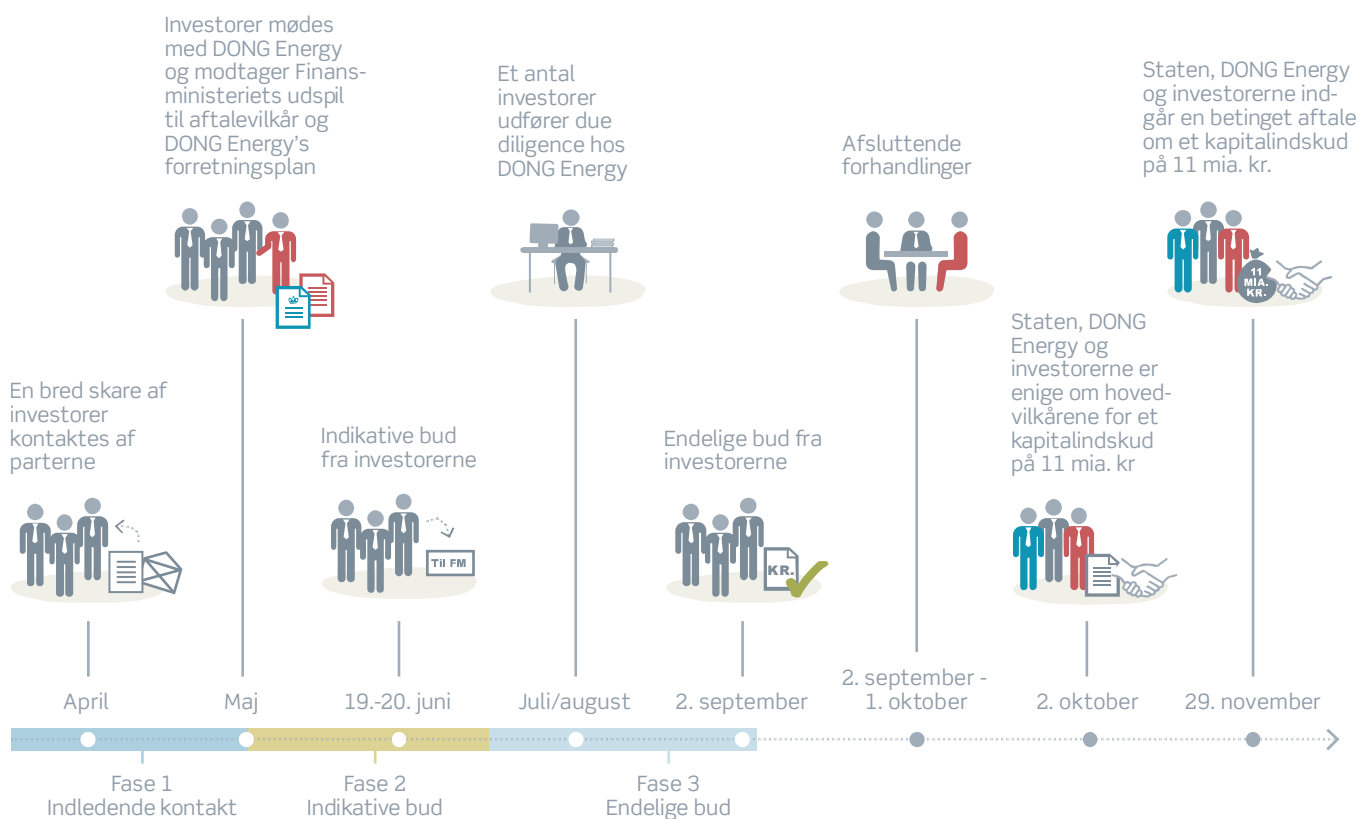
62. Som forudsat i procesplanerne udarbejdede Danske Bank for Finansministeriet en værdiansættelse i juni 2013, der angav et interval for værdien af DONG Energy. Værdiansættelsen var baseret på DONG Energy's forretningsplan og dermed selskabets forventede fremtidige pengestrømme. Værdiansættelsen skulle – i sammenhæng med investorernes udspil til vilkår – give Finansministeriet et grundlag for at vurdere, om de indikative bud var tilstrækkeligt attraktive for staten, og om staten skulle fortsætte processen med én eller flere investorer eller gå efter et statsligt kapitalindsud.

## 3.2. FINANSMINISTERIETS HÅNDTERING AF DE INDIKATIVE BUD OG DE ENDELIGE BUD

63. Figur 3 viser de vigtigste begivenheder i de forskellige faser i kapitaludvidelsen i 2013.

FIGUR 3

### FORLØBET AF KAPITALUDVIDELSEN I 2013



Kilde: Rigsrevisionen på baggrund af materiale fra Finansministeriet.

### De indikative bud

64. Finansministeriet modtog indikative bud fra en række investorer den 19. og 20. juni 2013 sammen med investorenes kommentarer til aftalevilkårene. En enkelt investor valgte ikke at afgive et indikativt bud. Der var meget store forskelle på investorenes værdiansættelse af DONG Energy, størrelsen af de beløb, som investorerne ønskede at investere i DONG Energy, og krav til aftalevilkår. Enkelte investorer oplyste, at investeringens størrelse afhang af den risikoafdækning, som staten kunne tilbyde.

65. Ud fra en gennemgang af de indikative bud og investorenes kommentarer til aftalevilkårene fastlagde Finansministeriet i juni 2013 en forhandlingsposition, der bl.a. indeholdt bestemmelser om vilkår for beslutningen om en børsnotering, udspil til en salgsret for investorerne, udspil til bestyrelsesrepræsentation og udspil til vetorettigheder (mindretalsbeskyttelse).

66. Finansministeriet vurderede de indkomne bud ud fra en værdiansættelse af DONG Energy. Finansministeriet har vurderet, at detaljerede oplysninger om beregningerne og dermed værdiansættelsen af DONG Energy er fortrolige, og beløbene er derfor udeladt.

Danske Bank udarbejdede i januar/februar 2013 beregninger af værdien af DONG Energy, som bl.a. var baseret på sammenligninger af værdien af børsnoterede selskaber i samme branche som DONG Energy (multipel-metoden).

Danske Bank foretog i juni 2013 en mere grundig værdiansættelse af DONG Energy baseret på selskabets forventede fremtidige pengestrømme (DCF-metoden) suppleret med multipel-beregninger. Finansministeriet har oplyst, at ministeriet ud fra en samlet vurdering af Danske Banks beregninger og værdiansættelser fra januar/februar og juni 2013 kom frem til et interval for værdien af DONG Energy, som ministeriet vurderede var retvisende. Danske Banks værdiansættelse fra juni 2013 viste et bredere interval for værdien af DONG Energy end Finansministeriets samlede vurdering af værdien. Finansministeriet vurderede, at en række forhold betød, at intervallet for værdiansættelsen til brug for vurdering af budene skulle indsnævres i forhold til Danske Banks beregninger fra juni 2013. Disse forhold redegjorde Finansministeriet for på et meget overordnet niveau i en indstilling til regeringens Økonomiudvalg. Forholdene omhandlede bl.a. den risiko, en investor måtte forventes at tilegne DONG Energy's forretningsplan, og at den finansielle situation også bidrog til at trykke prisen nedad. Rigsrevisionen konstaterer, at Finansministeriet ikke har udarbejdet opsamlingsnotater e.l., der tydeliggør, hvilke dele af beregningerne og drøftelserne med rådgiverne ministeriet har medtaget i de efterfølgende overvejelser. Rigsrevisionens eksterne ekspert (KPMG) er – baseret på det for KPMG forelagte sagsmateriale – enig med Rigsrevisionen i, at det ikke er veldokumenteret, hvordan Finansministeriet, baseret på materiale fra Danske Bank, kom frem til det værdiinterval, der blev anvendt i den videre proces for kapitaludvidelsen.

Finansministeriet har i indstillingerne til Økonomiudvalget oplyst, at Danske Bank var enig i ministeriets vurdering af intervallet for værdien af DONG Energy, hvilket dog ikke er særskilt dokumenteret på sagen. Finansministeriet har oplyst, at det blev tilkendegivet mundtligt på møder mellem Danske Bank og ministeriet.

67. Det var Finansministeriets overordnede vurdering, at ingen af de indikative bud var acceptable for staten, men attraktive nok til at gå videre med processen. På den baggrund kontaktede DONG Energy's finansielle rådgivere de potentielle investorer og gav en tilbagemelding på deres indikative bud, hvor udgangspunktet var, at investorerne i større eller mindre omfang skulle ændre på enkelte elementer i deres bud for at gå videre til næste fase i processen.

En enkelt investor var ikke villig til at øge sin værdiansættelse af DONG Energy. En anden investor var ikke villig til at ændre sit krav om et minimumsafkast på hele investeringen i forbindelse med salgretten til staten. Finansministeriet vurderede i juli 2013, at der var grundlag for at fortsætte processen med de øvrige investorer. Finansministeriet tilkendegav desuden over for investorerne, at de var velkomne til at samarbejde i den videre proces og eventuelt inddrage andre investorer.

#### **MULTIPEL-METODEN**

Multipel-metoden anvendes til at beregne værdien af selskabet ud fra værdien af andre sammenlignelige børsnoterede selskaber, hvor værdien af selskaberne umiddelbart kan aflæses i aktiekursen.

#### **DCF-METODEN**

DCF (Discounted Cash Flow) er en metode til at værdiansætte et selskab ud fra forventningerne til selskabets fremtidige indtjeningsevne.

Multipel-metoden anvendes normalt som en supplerende metode til DCF-metoden, der er en grundigere analyse baseret på selskabets forretningsplan mv.

Finansministeriet vurderede i juni 2013 – efter modtagelsen af de indikative bud – at staten burde tilbyde en vis risikoafdækning og minimumsafkast af investorenes investering, da dette kunne være med til at sikre en højere værdi af DONG Energy og dermed også en højere statslig ejerandel. Finansministeriet vurderede desuden, at risikoafdækningen i salgsretten sandsynligvis ikke ville betyde noget i praksis. Det skyldtes, at aktierne blev solgt på et dårligt tidspunkt, og at Finansministeriet desuden forventede, at værdien af DONG Energy sandsynligvis ville stige over de næste 5 år.

### **De endelige bud**

68. De tilbageværende investorerne fik mulighed for at foretage en udvidet due diligence i starten af fase 3. Investorerne fik adgang til et datarum med detaljerede data om DONG Energy og en række VDD-rapporter, som DONG Energy udarbejdede for at give investoren et mere detaljeret indblik i udvalgte områder af selskabet. Investorerne fik også mulighed for at spørge ind til DONG Energy's forretning på et møde med ledelsen og nøglemedarbejdere.

Investorerne modtog et procesbrev i juli 2013, hvori rådgiverne bad om konkrete bemærkninger til aftalevilkårene senest den 15. august 2013 og et endeligt og bindende skriftligt bud senest den 2. september 2013 kl. 17.00. Det fremgår endvidere af procesbrevet, at budet skulle indeholde værdiansættelsen af DONG Energy, forudsætninger for investeringen, investeringens størrelse mv. Staten og DONG Energy havde forbeholdt sig retten til at ændre processen på ethvert tidspunkt og til enhver tid at drøfte vilkårene i alle fremsatte forslag/tilbud med de respektive tilbudsgivere.

69. Økonomiudvalget fastlagde en forhandlingsposition den 28. august 2013 efter indstilling fra Finansministeriet. Forhandlingspositionen tog afsæt i, at Goldman Sachs på dette tidspunkt var den mest sandsynlige hovedinvestor, da en anden mulig ankerinvestor havde haft en række forbehold i august 2013 og ikke valgte at forfølge investeringsmuligheden. I oplægget beskrev Finansministeriet derfor, at der tegnede sig en løsning, hvor Goldman Sachs indskød 8 mia. kr. i DONG Energy, og ATP/PFA indskød et mindre beløb. Hertil kom eventuelle investeringer fra de nuværende mindretalsaktionærer. Den samlede investering blev vurderet til at komme op på ca. 11 mia. kr. Alternativet til denne løsning var ifølge Finansministeriet, at staten selv indskød kapital i DONG Energy.

Finansministeriet oplyste til Økonomiudvalget, at Danske Bank vurderede, at værdiansættelsen måtte anses for fornuftig. Finansministeriet vurderede endvidere, at det var vanskeligt at fastsætte en nedre grænse for en acceptabel værdi, men hvis DONG Energy blev værdiansat til under 30 mia. kr., ville det føre til en uforholdsmæssig stor udvanding af statens ejerandel.

70. DONG Energy henvendte sig til Finansministeriet i august 2013 med en anbefaling om at øge kapitalindskuddet. Anbefalingen havde baggrund i de seneste opdateringer af de finansielle nøgletal og ville give DONG Energy en øget buffer i forhold til sin rating. Danske Bank vurderede, at den aftalte kapitaltilførsel burde være tilstrækkelig til at opretholde DONG Energy's rating, men at der sagtens kunne argumenteres for, at selskabet kunne få brug for en øget finansiell buffer. På baggrund af DONG Energy's henvendelse og kommentarerne fra Goldman Sachs til Finansministeriets udspil til aftalevilkår øgede ministeriet kapitalbehovet til 10-12 mia. kr. og fastsatte bl.a. et nyt udspil til en salgsret, herunder risikoafdækningen. Finansministeriet vurderede, at det fastsatte minimumsafkast kunne sikre en tilstrækkelig høj værdiansættelse af DONG Energy.

71. Finansministeriet vurderede i indstillingen til Økonomiudvalget, at det ville være muligt at udarbejde en aftale ud fra de fastsatte vilkår, og at dette ville være en bedre løsning for staten end alternativet, dvs. at staten selv indskød kapital i DONG Energy. I den forbindelse skulle det også lægges til grund, at private investorer ville kunne styrke DONG Energy med en professionel og aktiv ejerskabsvaretagelse.

72. DONG Energy's rådgivere modtog frem til den 2. september 2013 endelige bud fra et mindre antal investorer.

Goldman Sachs' bud på aftalevilkår blev afgivet skriftligt, mens Goldman Sachs' værdiansættelse af DONG Energy og investeringens størrelse ikke blev afgivet skriftligt. Finansministeriet har oplyst, at Goldman Sachs præsenterede sit bud mundtligt på et møde med parterne den 30. august 2013. Der er ikke referat fra mødet.

Finansministeriet har endvidere oplyst, at budet fremgår af Danske Banks beregninger fra den 2. september 2013 og blev gengivet i indstillingerne til Økonomiudvalget medio september. Beregningerne fra Danske Bank indeholder 2 forskellige værdier af DONG Energy. Finansministeriet har oplyst, at budet fra Goldman Sachs blev afgivet som et interval.

73. Finansministeriet har efterfølgende oplyst – efter bistand fra Kammeradvokaten – at kravet om skriftlighed ikke var gjort ufravigeligt eller absolut i traditionel udbudsretlig forstand. Dette skyldes, at det ikke var udtrykkeligt anført, at tilbud, som ikke i det hele forelå skriftligt, ikke efterfølgende og inden for budfristen kunne komplementeres, men ville blive afvist.

Kammeradvokaten vurderer samlet set, at det var i overensstemmelse med de EU-retlige krav om ligebehandling og gennemsigtighed, at Finansministeriet gik videre med tilbuddet fra Goldman Sachs inden for rammerne af den strukturerede budproces, uanset at dele af budet kun var afgivet mundtligt inden for fristen. I den forbindelse lægger Kammeradvokaten vægt på, at de grundlæggende EU-retlige principper giver ganske vide rammer for, at medlemslandene kan vælge fleksible salgsprocesser. Kammeradvokaten lægger desuden vægt på, at den valgte salgsproces for kapitaludvidelsen i DONG Energy samlet set indeholdt en forholdsvis stor grad af fleksibilitet, og at alle investorer var bekendt hermed. Rigsrevisionen vurderer, at så centralt et element i kapitaludvidelsesprocessen burde have været dokumenteret mere omhyggeligt, uanset at Kammeradvokaten finder, at dette ikke var i strid med betingelserne for budprocessen.



### 3.3. DE AFSLUTTENDE FORHANDLINGER

74. Rigsrevisionen kan ikke bringe detaljer fra dokumenterne vedrørende de afsluttende forhandlinger og dermed nærmere uddybe disse. Det skyldes, at Finansministeriet har vurderet, at detaljerne i sagen er fortrolige af hensyn til bl.a. statens økonomiske interesser. Finansministeriet har også lagt til grund, at en offentliggørelse af disse detaljer kan skade investorernes forretningsinteresser.

Rigsrevisionen har haft adgang til alt sagsmaterialet, og gennemgangen viser, at forløbet vedrørende de afsluttende forhandlinger ikke er fuldt ud dokumenteret.

75. Finansministeriet orienterede regeringens Økonomiudvalg om, at Goldman Sachs' endelige bud lå noget uden for rammerne af Økonomiudvalgets forhandlingsmandat fra 28. august 2013, og at Goldman Sachs samtidig pressede på for yderligere indrømmelser på en række andre punkter. Det fremgår af sagens dokumenter, at forhandlingerne med Goldman Sachs på dette tidspunkt var vanskelige. Finansministeriet har oplyst, at ministeriet meddelte Goldman Sachs, at de skulle hæve deres bud, hvis dialogen skulle fortsættes.

Da der ikke var andre investorer, som ønskede at gå ind med en tilstrækkelig stor investering til, at kapitalbehovet kunne dækkes, tog Finansministeriet i starten af september 2013 kontakt til ATP for at undersøge, om et alternativ til Goldman Sachs var muligt. ATP var én af de investorer, som både havde afgivet et indikativt og et endeligt bud.

76. Økonomiudvalget blev den 17. og 23. september 2013 orienteret om status på de afsluttende forhandlinger. Finansministeriet bad i en indstilling til Økonomiudvalget om mandat til at indgå en aftale med Goldman Sachs. Hvis Goldman Sachs ikke accepterede statens krav, indstillede Finansministeriet at få mandat til at indgå aftale med ATP. Finansministeriet vurderede, at en alternativ løsning med ATP under alle omstændigheder kun kunne blive en realitet, hvis Goldman Sachs takkede nej til statens krav, idet det ville være i strid med EU's retningslinjer for salg af aktiver, hvis ministeriet foretrak ATP frem for Goldman Sachs, da ministeriet vurderede, at drøftelserne med ATP var sket uden for rammerne af den proces, der havde været tilrettelagt.

77. Finansministeriet har oplyst, at ministeriet havde formuleret indstillingen til Økonomiudvalget upræcist, da intentionen ikke var at få mandat til at indgå en aftale med ATP. Intentionen var alene at få mandat til at indlede forhandlinger med ATP, i tilfælde af at Goldman Sachs ikke accepterede statens krav. Finansministeriet har oplyst, at der var tale om en uformel dialog, som ministeriet og ATP førte på embedsmandsniveau om mulige alternative strukturer for en løsning med ATP, og at ministeriet ikke i denne proces modtog et nyt egentligt tilbud fra ATP. Finansministeriet har desuden oplyst, at sonderingen med ATP ikke var et alternativ til det strukturerede forløb med Goldman Sachs, men derimod et muligt forløb, hvis staten ikke kunne indgå en aftale med Goldman Sachs.

Finansministeriet tog kontakt til ATP's direktør i 2015 for at afklare, om ATP afgav andre tilbud i forbindelse med kapitaludvidelsen. ATP's direktør har i et brev til Finansministeriet af 21. august 2015 bekræftet, at der var en dialog med ministeriet, som omfattede en række økonomiske skitser, men at dialogen forblev på skitseniveau og ikke førte til, at ATP afgav et nyt egentligt bud. Uddrag af brevet fremgår af boks 8.

#### BOKS 8

#### UDDRAG AF ATP'S BREV TIL FINANSMINISTEREN

[...] Som det ofte er tilfældet i lignende komplekse investeringsprocesser, førte ATP [...] en dialog med sælger omkring alternative strukturer i relation til investeringen i DONG Energy. Denne dialog omfattede bl.a. en række økonomiske skitser vedrørende dels pris, dels størrelsen af investeringen og dels størrelsen af den investeringsmæssige risiko for ATP. ATP's intention med denne dialog var naturligvis en aftale, men dialogen forblev på skitseniveau og førte ikke til, at ATP fremlagde et nyt egentligt tilbud.

Jeg kan i øvrigt henholde mig til den beskrivelse af processen, jeg gav i forbindelse med et interview, der blev bragt i Berlingske Tidende den 17. januar 2014: *"Jeg kender jo kun forløbet fra vores side. Vi oplevede processen som fair, men også som særdeles intens og omfattende. Vi havde flere forslag på bordet, og nogle dage troede vi, at vi var inde, andre dage at vi var ude. Siden april har vi brugt mange dage endda nætter på det her. Før sommerferien virkede dansegulvet ret pakket, men da det kom til stykket, var vores fornemmelse, at det tynkede ud"* [...]

Kilde: Svar på Finansudvalgets spørgsmål nr. 53 (Alm. del – § 7. Finansministeriet) af 1. september 2015.

Finansministeriet har oplyst, at en aftale med ATP, uanset om Goldman Sachs accepterede statens krav eller ej, ville have krævet en helt ny salgsproces med fornyet indhentning af tilbud også fra andre interesserede investorer med angivelse af vilkår mv. for den foreslåede nye model. Dette fremgik dog ikke af indstillingen til Økonomiudvalget. Ifølge Kammeradvokaten ville det være i strid med ligebehandlingsprincippet, hvis ATP havde fået adgang til at afgive tilbud på et væsentligt ændret grundlag end forudsat i den strukturrede proces.

78. Finansministeriet vurderede i øvrigt i indstillingen til Økonomiudvalget, at det eneste andet alternativ til en løsning med Goldman Sachs eller ATP var et indskud fra staten, men at der bl.a. var statsstøtteretlige udfordringer ved en statslig løsning. På baggrund af Finansministeriets overvejelser om statsstøtteproblematikker, som indgik i indstillingen til Økonomiudvalget i februar 2013, kunne ministeriet derfor ikke anbefale et rent statsligt kapitalindskud.

79. Forhandlingerne endte med, at Goldman Sachs accepterede Finansministeriets krav, og at ministeriets udspil fra 28. august 2013 blev udgangspunktet for de endelige aftaler. Forligskredsen blev præsenteret for hovedelementerne i aftalen med Goldman Sachs og tilsluttede sig herefter den 2. oktober 2013, at staten, Goldman Sachs, ATP og PFA kunne indgå en aftale om en aktionæroverenskomst og en investeringsaftale. Herefter blev aktionæroverenskomsten og investeringsaftalen forhandlet endeligt på plads. Aftalerne blev underskrevet af parterne den 29. november 2013. Der var tale om betingede aftaler, som skulle godkendes af Folketingets Finansudvalg.

### Fairness opinion fra Danske Bank

80. Den 2. december 2013 fremsendte Danske Bank sin fairness opinion til Finansministeriet. Hensigten med en fairness opinion er at vurdere, om en transaktion er rimelig (fair) set fra et finansielt synspunkt. Analyser og konklusioner i bankens fairness opinion blev forelagt en intern komité i banken, før den blev afgivet. Løsningen skulle sikre en vurdering, der var uafhængig af bankens rådgivning vedrørende kapitaludvidelsen. Danske Bank udarbejdede en værdiansættelse i november 2013 til brug for bankens fairness opinion i forhold til den endelige aftale mellem staten og investorerne.

Danske Banks vurdering var bl.a. baseret på årsrapporter, direktionens præsentation af DONG Energy ved investormøderne, DONG Energy's forretningsplan, der bl.a. blev brugt til at værdiansætte selskabet, og de aftalevilkår, som parterne forhandlede sig frem til. Danske Bank skrev endvidere, at banken værdiansatte DONG Energy ud fra almindelige metoder til værdiansættelse af selskaber. På den baggrund konkluderede Danske Bank, at tilbudsprisen var rimelig for Finansministeriet set fra et finansielt synspunkt. Rigsrevisionen har haft adgang til Danske Banks præsentationer vedrørende værdiansættelsen, som blev udarbejdet i løbet af processen.

### Finansudvalgets godkendelse af aftalen

81. Finansudvalget tiltrådte aftalen den 30. januar 2014 med aktstykke 37. Aktstykket inddrager en kapitaludvidelse, hvor DONG Energy fik tilført ny kapital for op til ca. 13,6 mia. kr. Goldman Sachs indskød 8 mia. kr., mens ATP investerede 2,2 mia. kr., og PFA investerede 0,8 mia. kr. (i alt 11 mia. kr.). De eksisterende mindretalsaktionærer havde mulighed for at deltage i kapitaludvidelsen med op til 2,6 mia. kr. på samme vilkår som Goldman Sachs, ATP og PFA. Det fremgår af aktstykket, at parterne sigtede mod en børsnotering. Tabel 1 viser udvalgte dele af aktstykket.

TABEL 1

#### UDDRAG AF AKTSTYKKE 37

<b>Salgsret</b>	Investorerne kan sælge aktierne til staten i periode 2 til deres handelsværdi, hvis børsnoteringen ikke gennemføres i periode 1. Investorerne kan vælge at sælge 60 % af deres aktier til en årlig fast rente tillagt 2,25 %. Periode 1 er defineret som perioden frem til den 45. dag efter årsregnskabet for 2017 eller senest den 14. juni 2018. Periode 2 løber, fra periode 1 slutter til og med 2020.
<b>Bestyrelse</b>	<i>Goldman Sachs</i> : 1 bestyrelsesmedlem, 2 observatører og repræsentation i bestyrelseskomitéer. <i>ATP</i> : Ret til at udpege en person, som kan blive valgt på statens stemmer, forudsat at staten kan godkende denne person.
<b>Goldman Sachs' vetorettigheder (mindretalsbeskyttelse)</b>	Vedtægtsændringer, væsentlige afvigelser fra forretningsplanen, opstart af virksomhed på nye forretningsområder eller i nye geografiske områder, udskiftning i direktion (direktør og finansdirektør), væsentlige ændringer i selskabets risikopolitik mv.
<b>Skadesløsholdelse</b>	Hvis værdien af Siri-plattformen falder under værdien forudsat af DONG Energy.

Kilde: Finansudvalgets Akt 37 30/1 2014.

### Generalforsamling og aktionærernes endelige ejerandele

82. Kapitaludvidelsen blev godkendt på DONG Energy's generalforsamling den 20. februar 2014. 4 af de 5 eksisterende mindretalsaktionærer i DONG Energy valgte at deltage i kapitaludvidelsen, og ledere og medarbejdere tegnede aktier som en del af incitamentsprogrammet, der behandles i afsnit 3.4. Tabel 2 viser aktionærernes ejerandele i juni 2014.

TABEL 2

#### AKTIONÆRERNES EJERANDELE I JUNI 2014

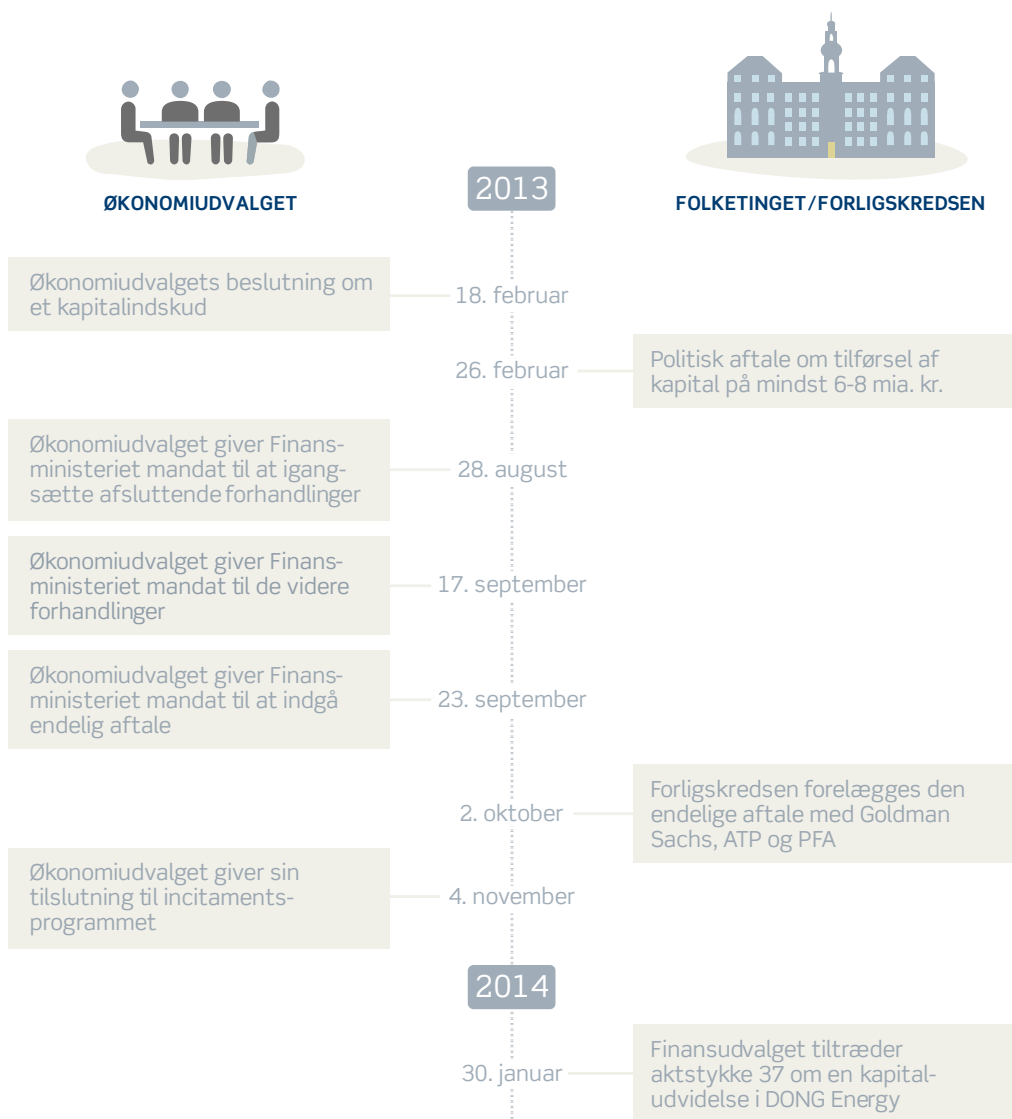
Ejer	Antal aktier	Andel
Staten	245.465.600	58,8 %
SEAS-NVE	45.195.230	10,8 %
SYD ENERGI	14.404.355	3,4 %
Insero Horsen	743.866	0,2 %
Nyfors Entreprise	4.351.212	1,0 %
Galten Elværk	2.660.500	0,6 %
Goldman Sachs	74.592.990	17,9 %
ATP	20.513.072	4,9 %
PFA	7.459.299	1,8 %
Ledere og medarbejdere	2.340.249	0,6 %
<b>I alt</b>	<b>417.726.373</b>	<b>100,0 %</b>

Kilde: Rigsrevisionens beregninger på baggrund af materiale fra Finansministeriet.

83. Figur 4 viser beslutningsprocessen fra beslutningen om at søge kapitalindskud i DONG Energy til den endelige godkendelse af kapitaludvidelsen.

FIGUR 4

**OVERSIGT OVER SAGSFORLØBET I FINANSMINISTERIET, ØKONOMI-  
UDVALGET OG FOLKETINGET/FORLIGSKREDSEN**



Kilde: Rigsrevisionen på baggrund af materiale fra Finansministeriet.

### 3.4. INCITAMENTSPROGRAM FOR LEDERE OG MEDARBEJDERE I DONG ENERGY

84. Aftalen med de nye investorer omfattede et aktiebaseret incitamentsprogram for ledere og medarbejdere. Det fremgår af Finansministeriets sag, at incitamentsprogrammet blev etableret efter ønske fra de nye investorer. Flere investorer havde bragt emnet ind i forhandlingerne hen over sommeren 2013. Formålet med incitamentsprogrammet var at fastholde medarbejderne frem mod en børsnotering.

Finansministeriet var positivt indstillet over for investorernes ønske. Finansministeriet fandt, at et aktiebaseret incitamentsprogram kunne samordne medarbejdernes og aktionærernes interesser, hvis det blev rigtigt udformet.

85. Incitamentsprogrammet var sammensat af et *opkøbsprogram* og et mere langsigtet *bonusprogram*.

- I *opkøbsprogrammet* kunne de ansatte tegne aktier i DONG Energy i forbindelse med kapitaludvidelsen. Incitamentsprogrammet var opdelt i et lederprogram og et medarbejderprogram. I lederprogrammet havde den øverste ledelse (50 ledende medarbejdere) mulighed for at tegne aktier for min. 30 % og maks. 100 % af deres faste årsløn, og 200 nøglemedarbejdere havde mulighed for at tegne aktier for min. 30 % og maks. 60 % af deres faste årsløn. Ledere og nøglemedarbejdere betalte samme pris for aktierne som de nye investorer. I medarbejderprogrammet kunne de øvrige medarbejdere tegne aktier for op til 40.000 kr. med en rabat på 25 %, svarende til, at hver medarbejder betalte 30.000 kr. for aktierne. Medarbejderne blev beskattet af rabatten efter lokale skatteregler.
- I *bonusprogrammet* kunne deltagerne i både lederprogrammet og medarbejderprogrammet opnå gratis aktier ved børsnoteringen eller ved programmets udløb. Andelen af gratis aktier afhang dels af, hvor mange aktier den ansatte havde tegnet under opkøbsprogrammet, dels af DONG Energy's økonomiske udvikling. De ansatte blev beskattet af de gratis aktier og af aktieafkastet efter lokale skatteregler.

#### Udarbejdelse af incitamentsprogrammet

86. DONG Energy udarbejdede med input fra selskabets rådgivere et udkast til incitamentsprogrammet, da selskabets bestyrelse er ansvarlig for direktionens lønforhold og selskabets generelle lønpolitik, og selskabet i øvrigt lå inde med de relevante informationer.

Første udkast til de overordnede vilkår for incitamentsprogrammet lå klar den 20. september 2013. Udkastet blev udarbejdet af DONG Energy med udgangspunkt i det tidligere program fra forberedelsen af børsnoteringen i 2007. Finansministeriet undersøgte andre selskabers incitamentsprogrammer som referencepunkt. Finansministeriet har oplyst, at programmet ikke skulle være lønførende.

#### INCITAMENTS-PROGRAM

Incitamentsprogrammer benyttes i stigende grad i Danmark. Det viser en betænkning om aktielønsordninger fra 2002. Betænkningen peger på, at børsnoterede selskaber i højere grad end tidligere lever af specialister og vidensarbejdere, og at incitamentsprogrammer indgår som en del af aflønningen for at knytte medarbejderne tættere til virksomheden.

**PEER-SELSKABER**

De 10 peer-selskaber er børsnoterede europæiske energiselskaber:

- E.ON
- Electricité de France (EDF)
- RWE
- Iberdrola
- Fortum
- GDF Suez (nu Energie)
- Centrica
- Enel
- Scottish & Southern Energy (SSE)
- Gas Natural

87. Udkastet til de overordnede vilkår for incitamentsprogrammet blev justeret på baggrund af bemærkninger fra Finansministeriet og DONG Energy's bestyrelse. Det betød bl.a., at færre ansatte fik mulighed for at deltage i lederprogrammet. Deltagerne i medarbejderprogrammet fik endvidere 25 % i rabat ved køb af aktier. Incitamentsprogrammet blev også justeret, så de ansatte ikke var sikre på at få deres investering tilbage, hvis DONG Energy ikke blev børsnoteret inden udgangen af 2018.

88. Udmøntningen af bonusprogrammet afhang af DONG Energy's aktionærafkast sammenlignet med 10 børsnoterede europæiske energiselskaber. Aktionærafkastet skulle sammenlignes i perioden fra kapitaludvidelsen til børsnoteringen. Tabel 3 viser, hvor stor bonus i form af gratis aktier medarbejderne kunne opnå, afhængigt af DONG Energy's rangering på børsnoteringstidspunktet.

**TABEL 3****OMFANGET AF GRATIS AKTIER**

DONG Energy's rangering blandt peer-selskaber	Gratis aktier i forhold til den ansattes oprindelige køb
Nr. 1-2	125 %
Nr. 3-4	100 %
Nr. 5-6	75 %
Nr. 7-8	50 %
Nr. 9-10	25 %
Nr. 11	0 %

Kilde: DONG Energy.

Det fremgår af tabel 3, at de ansatte maksimalt kunne opnå 125 % gratis aktier. Hvis aktionærafkastet var mindre end de øvrige selskabers, ville der ikke blive udløst gratis aktier.

Sammensætningen af gruppen af peer-selskaber er ikke nærmere belyst i Finansministeriets sag, men DONG Energy har oplyst, at gruppen bestod af børsnoterede energiselskaber, som selskabet normalt sammenligner sig med på baggrund af bl.a. selskabernes forretningsmix og størrelse. Det var endvidere en forudsætning, at selskaberne var børsnoterede af hensyn til den efterfølgende beregning af aktieafkastet.

89. De nye investorer blev orienteret om incitamentsprogrammets overordnede rammer i november 2013. Det fremgår af investorernes svar, at de ville have været indstillet på en udvidelse af programmet, men at de i øvrigt ikke havde konkrete ændringsforslag.

### Godkendelse af incitamentsprogrammet og udmøntning

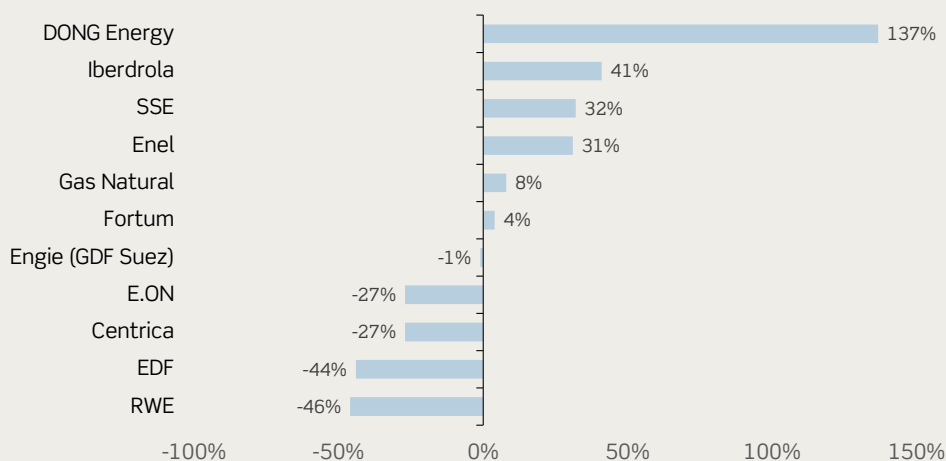
90. Rammerne for incitamentsprogrammet blev tiltrådt af Finansudvalget den 30. januar 2014 med aktstykke 37 om kapitaludvidelsen. Programmet blev endeligt godkendt på den ekstraordinære generalforsamling i DONG Energy den 20. februar 2014.

91. Incitamentsprogrammet gav 6.184 ansatte mulighed for at indskyde op til 450 mio. kr. i DONG Energy. I alt 3.294 medarbejdere og ledere valgte at tegne aktier til en værdi af 222 mio. kr. Medarbejderprogrammet omfattede 3.077 medarbejdere, der tilsammen indskød 88,2 mio. kr. Lederprogrammet omfattede 217 medarbejdere, der tilsammen indskød 133,4 mio. kr. Administrerende direktør Henrik Poulsen havde mulighed for at tegne aktier for 8,7 mio. kr. og tegnede aktier for i alt 6,2 mio. kr. Koncernøkonomidirektør Marianne Wiinholt havde mulighed for at tegne aktier for 4,7 mio. kr. og tegnede aktier for 4 mio. kr. Den øvrige koncernledelse havde mulighed for at tegne aktier for 15,1 mio. kr. og valgte at tegne aktier for 6,8 mio. kr.

DONG Energy's aktionærafkast steg med 137 % fra kapitaludvidelsen til børsnoteringen. Dermed toppede DONG Energy listen i peer-gruppen, hvilket udløste en bonus på 125 % gratis aktier. Figur 5 viser aktionærafkastet for de 11 selskaber i perioden 29. november 2013 - 9. juni 2016.

FIGUR 5

#### AKTIONÆRAFKAST (TSR) I DONG ENERGY SAMMENLIGNET MED DE 10 PEER-SELSKABER



Note: TSR beregnes på baggrund af udviklingen i aktiekursen (slutkurs minus startkurs) plus udbetalt udbytte. TSR for peer-selskaberne er opgjort i perioden 29. november 2013 - 9. juni 2016. TSR for DONG Energy er opgjort i perioden 29. november 2013 - 24. juni 2016, dvs på baggrund af et gennemsnit af DONG Energy's lukkekurs de første 10 handelsdage, hvilket er i overensstemmelse med vilkårene i incitamentsprogrammet.

Kilde: Finansministeriet og DONG Energy.



Deltagerne i medarbejderprogrammet fik en gevinst på 3 gange deres investering efter skat. Fx ville en medarbejder, der købte aktier for 30.000 kr. i opkøbsprogrammet, opnå en aktieportefølje til en værdi af ca. 119.500 kr. efter skat. Gevinsten var dermed ca. 89.500 kr. Beregningen er baseret på, at medarbejderne er skattepligtige i Danmark, at medarbejderne skattemæssigt blev anset for at have erhvervet og solgt de gratis aktier den 24. juni 2016 til lukkekursen (kurs 240).

Lederne opnåede en gevinst på 2 gange investeringen. Den lavere gevinst skyldtes, at deltagerne i lederprogrammet ikke fik rabat i opkøbsprogrammet. Deltagerne i lederprogrammet købte i gennemsnit aktier for ca. 615.000 kr. Deres gennemsnitlige aktieportefølje steg til ca. 1,8 mio. kr. efter skat. Gevinsten var dermed ca. 1,2 mio. kr. Beregningen er baseret på samme forhold som i medarbejderprogrammet.

92. Finansministeriet har oplyst, at incitamentsprogrammet var i overensstemmelse med statens aktionærpolitik, fordi ordningen understøttede den langsigtede værdiskabelse i DONG Energy, og fordi den resultatafhængige del af aflønningen ikke var for dominerende. Ifølge statens ejerskabspolitik skal aflønningen af ledelsen i statslige selskaber være konkurrencedygtig, men ikke lønførende.

## 4. Børsnoteringen og udviklingen i DONG Energy's økonomi

### DELKONKLUSION

Børsnoteringsprocessen blev igangsat i efteråret 2014, hvor en række strategiske overvejelser og analyser gik forud for udarbejdelsen af en køreplan for børsnoteringen. Rigsrevisionens sags gennemgang viser, at Finansministeriet på baggrund af disse analyser har gjort sig en række relevante overvejelser med bistand fra ministeriets rådgivere i forhold til at gøre DONG Energy klar til en børsnotering og dermed sikre den bedste pris.

Finansministeriet har sammen med DONG Energy og parternes rådgivere nøje overvejet fordele og ulemper i forhold til det optimale tidspunkt for børsnoteringen. DONG Energy blev børsnoteret i juni 2016. Den endelige udbudskurs lå på 235 kr. pr. aktie, hvilket svarer til en samlet værdi på 98 mia. kr. DONG Energy er dermed steget 119 % i forhold til værdien på tidspunktet for kapitaludvidelsen. Aktien har ligget rimeligt stabilt siden børsnoteringen. Statens provenu ved børsnoteringen var 8,2 mia. kr.

DONG Energy's økonomi har udviklet sig i en positiv retning på en række væsentlige nøgletal siden 2012, og selskabet præsenterede med årsregnskabet for 2016 et positivt resultat for første gang siden 2011. På den baggrund besluttede generalforsamlingen i marts 2017 at udbetale 6 kr. i udbytte pr. aktie. Det svarer til, at staten fik udbetalt ca. 1,3 mia. kr. i udbytte.

Statsrevisorerne har spurgt til forhold vedrørende aktionærernes muligheder for indflydelse på DONG Energy efter børsnoteringen. Når et selskab børsnoteres, ændres aktionærernes muligheder for at øve indflydelse på og opnå adgang til information om selskabet. Dette er nu reguleret i den relevante selskabs-, regnskabs- og børslovgivning. Rigsrevisionen konstaterer, at DONG Energy's ændrede status til børsnoteret selskab dermed har medført, at tidligere aftaler mellem de større aktionærer om adgang til information om selskabet, vetorettigheder mv. er bortfaldet. Finansministeriet baserer nu primært ejerskabsudøvelsen på den information, aktionærerne får fra DONG Energy, og dialogen med selskabet efter børsnoteringen afspejler dette.

Rigsrevisionen finder, at Finansministeriet på tilfredsstillende vis har dokumenteret relevante beslutninger og overvejelser i forbindelse med de strategiske overvejelser, der gik forud for børsnoteringen og selve forberedelsen og gennemførelsen af børsnoteringen. Det fremgår klart af sagen, hvilke strategiske og økonomiske overvejelser der lå til grund for beslutningen om at igangsætte forberedelsen af selve børsnoteringen, om tidspunktet for børsnoteringen og om fastsættelsen af kursintervallet.

93. Dette kapitel handler om børsnoteringen. Som en del af dette kapitel beskriver vi udviklingen i DONG Energy's økonomiske nøgletal, da den økonomiske udvikling indgik i selskabets og Finansministeriets overvejelser om børsnoteringen. Vi beskriver også, hvad børsnoteringen betyder for aktionærernes muligheder for at øve indflydelse på DONG Energy, herunder Finansministeriets ejerskabsudøvelse i relation til børsnoteringen fra foråret 2014 til foråret 2017. Vi har undersøgt:

- aftalegrundlaget (den politiske aftale og aktionæroverenskomsten) vedrørende hensigten om at børsnotere DONG Energy og de strategiske overvejelser om selskabet forud for beslutningen om børsnoteringen
- forberedelsen og gennemførelsen af børsnoteringen, herunder fastlæggelse af tidspunktet for børsnoteringen, salgspris og aktiekurs efter børsnoteringen samt aktionærernes muligheder for at øve indflydelse på selskabet efter børsnoteringen, herunder Finansministeriets ejerskabsrolle
- DONG Energy's økonomiske udvikling og status ifølge årsregnskabet for 2016 samt udbytteudbetalinger i perioden 2011-2017.

94. Vi har ikke revideret tilblivelsen eller indholdet af selve børsprospektet. Prospektet er godkendt af Finanstilsynet.

#### 4.1. AFTALER OM HENSIGTEN OM AT BØRSNOTERE DONG ENERGY OG INDLEDENDE STRATEGISKE OVERVEJELSER

95. Som beskrevet i kapitel 3 var det hensigten at børsnotere DONG Energy, når forudsætningerne var til stede, hvilket bl.a. fremgår af den politiske aftale fra 2013 om kapitaludvidelsen. Børsnoteringen var også et centralt punkt i aftalen med de nye investorer om kapitaludvidelsen.

Det fremgik af aktionæroverenskomsten af 29. november 2013, at staten sammen med DONG Energy, New Energy Investment og ATP skulle udarbejde en køreplan for børsnoteringen ultimo 2014 eller primo 2015 – et såkaldt IPO roadmap. Dette skulle indeholde et strategisk review af de 4 forretningsområder i DONG Energy, dvs. en analyse af selskabets forskellige forretningsområder, risikoprofiler, indtjeningsmuligheder mv. Reviewet skulle danne grundlag for eventuelle strategiske beslutninger om DONG Energy's retning forud for en børsnotering.

#### DEN FØRSTE AFTALE OM BØRSNOTERING

Processen for børsnoteringen af DONG Energy blev oprindeligt indledt tilbage i 2004, hvor den daværende VK-regering indgik en aftale med Socialdemokraterne, Dansk Folkeparti, Socialistisk Folkeparti og Radikale Venstre (forligskredsen) om at børsnotere selskabet. I forlængelse heraf blev partierne i forligskredsen den 23. oktober 2007 enige om, at det var tid til at børsnotere DONG Energy. Den planlagte børsnotering blev imidlertid sat i bero i 2008, bl.a. som følge af den finansielle krise.

#### NEW ENERGY INVESTMENT

New Energy Investment er et selskab oprettet af Goldman Sachs specifikt til at eje og administrere aktieposten i DONG Energy.

Det fremgik også af aktionæroverenskomsten, at parterne ville arbejde mod en afsluttet børsnotering inden udgangen af det, der i aftalen kaldes periode 1. Periode 1 defineres i aktionæroverenskomsten som perioden frem til den 45. dag efter offentliggørelse af det reviderede årsregnskab for 2017 eller senest den 14. juni 2018.

96. På baggrund af det strategiske review skulle køreplanen for børsnoteringen fastlægges, hvilke strategiske tiltag der kunne bidrage til at øge DONG Energy's værdi og derfor eventuelt gennemføres inden en børsnotering. Finansministeriet, New Energy Investment, ATP og DONG Energy nedsatte en arbejdsgruppe i oktober 2014, der fik ansvaret for at udarbejde køreplanen for børsnoteringen.

DONG Energy's finansielle rådgivere fra J.P. Morgan og juridiske rådgivere fra Kromann Reumert deltog i arbejdsgruppen. Fra foråret 2015 deltog statens finansielle rådgivere fra Rothschild og juridiske rådgivere fra Plesner også i arbejdsgruppen med henblik på at udarbejde uafhængige vurderinger af DONG Energy og statens forskellige handlingsmuligheder.

97. Arbejdsgruppen skulle bl.a. gennemføre det strategiske review af DONG Energy, og parterne nedsatte derfor en arbejdsgruppe for det strategiske review. Arbejdsgruppen mødtes 7 gange i perioden 3. oktober 2014 - 31. august 2015.

J.P. Morgan udarbejdede til hvert af de 7 møder en rapport/et oplæg med vurdering af DONG Energy's forretningsområder for at fastlægge selskabets struktur frem mod en børsnotering. Disse oplæg og møderne i arbejdsgruppen udgjorde tilsammen det strategiske review.

98. Det afsluttende møde i arbejdsgruppen for det strategiske review blev holdt i august 2015. Arbejdsgruppen opstillede i sine anbefalinger flere mulige modeller for DONG Energy's overordnede struktur forud for børsnoteringen. I forlængelse heraf anbefalede arbejdsgruppen en model med børsnotering af et samlet selskab, men hvor muligheden for et salg af forretningsområdet Olie & Gas på et senere tidspunkt blev holdt åben. Børsnoteringen skulle dermed forberedes med afsæt i DONG Energy's eksisterende struktur.

99. Finansministeriet vurderede, at det var centralt for staten, at der hurtigst muligt blev igangsat en børsnoteringsproces, så børsnoteringen kunne ske i 2016 eller 2017 og dermed i god tid inden udgangen af periode 1, og inden de nye aktionærers salgsret (put-optioner) ville kunne anvendes i 1. halvår 2018. Hvis der på dette tidspunkt ikke var gennemført en børsnotering, ville det kunne koste staten op til 25 mia. kr., idet staten i så fald var forpligtet til at købe investorerne ud til en pris baseret på handelsværdien.

## **ROTHSCHILD**

Rothschild var statens finansielle rådgiver i tilknytning til børsnoteringen. Rothschild blev udpeget som rådgiver efter et minudbud mellem de rådgivere, der er omfattet af Finansministeriets rammeaftale.

Rothschild blev valgt, fordi de overordnet har et meget højt erfaringsniveau, herunder solide erfaringer med de centrale brancher i forhold til DONG Energy (Olie & Gas og vind- og forsyningssektoren). Rothschild har også solide erfaringer med at rådgive i forhold til selskaber med offentligt ejerskab.

## **UDGIFTER TIL RÅDGIVNING I FORBINDELSE MED BØRSNOTERINGEN**

Finansministeriet havde i 2015 udgifter på 12,9 mio. kr. til finansiell og juridisk rådgivning vedrørende det strategiske review. I 2016 havde ministeriet udgifter på 23,5 mio. kr. til finansiell og juridisk rådgivning vedrørende forberedelsen af børsnoteringen samt honorar til syndikatbankerne på 58 mio. kr. Hertil kommer DONG Energy's udgifter til rådgivning.

## SALG AF INFRASTRUKTUR

De specifikke infrastrukturaktiver, som skulle søges frasolgt til Energinet.dk:

- naturgasdistributionsnettet i Sydjylland og på Syd- og Vestsjælland
- søledningen fra Tyra-plattformen til Nybro
- søledningen fra Syd Arne-plattformen til Nybro
- søledningen mellem Tyra- og Harald-plattformene
- gasterminalen i Nybro og olierøret (Gorm E-plattformen)
- rørledningen fra platformen til Fredericia
- pumpestationen i Filsø
- separationsfaciliteter under etablering i Fredericia og olieterminalen i Fredericia.

## Strategiske overvejelser om frasalgt af kritiske infrastrukturaktiver forud for en børsnotering

100. Finansministeriet overvejede også mulighederne for det 100 % statsejede Energinet.dk's erhvervelse af kritisk infrastruktur fra DONG Energy. Energinet.dk ejer og driver i forvejen den danske energitransmissionsinfrastruktur. Det drejede sig om følgende infrastrukturaktiver:

- DONG Energy's naturgasdistributionsnet i Sydjylland og på Syd- og Vestsjælland
- opstrømsgasrørledningerne fra Nordsøen til Nybro
- olierøret fra Nordsøen til Fredericia og tilhørende separationsfaciliteter.

DONG Energy og Finansministeriet vurderede, at det af forskellige årsager ikke ville være hensigtsmæssigt at forhandle om frasalgt af alle 3 aktiver på én gang.

101. DONG Energy og Energinet.dk havde siden december 2015 arbejdet på at gennemføre en salgsproces for naturgasdistributionsnettet og olierøret med henblik på salg inden en børsnotering. Den 10. maj 2016 blev det offentligt gjort, at DONG Energy havde solgt naturgasdistributionsnettet til Energinet.dk.

Det fremgår af et notat til forligskredsen fra april 2016, at der opstod en række væsentlige usikkerheder om indtægter og omkostninger forbundet med olierøret. Finansministeriet vurderede derfor, at frasalgt af olierørledningen var for risikabelt på daværende tidspunkt, og fandt det mest hensigtsmæssigt at udskyde dette, indtil der var klarhed om forholdene for olierørledningen.

Det fremgår af prospektet for børsnoteringen, at opstrømsgasrørledningerne og olierørsforretningen forventes solgt til Energinet.dk i 2017.

## Forligskredsens godkendelse af køreplanen og indgåelse af aftale om børsnotering

102. Efter arbejdsgruppens sidste møde i august 2015 og et efterfølgende møde i regeringens Økonomiudvalg orienterede Finansministeriet forligspartierne med henblik på at få en aftale på plads om køreplanen for børsnoteringen. Forligskredsen godkendte køreplanen og indgik en aftale om børsnoteringen den 18. september 2015. I aftalen genbekræftede partierne hensigten om, at DONG Energy skulle børsnoteres, og forligskredsen var enig om at gennemføre børsnoteringen hurtigst muligt givet markedsforholdene.

103. Finansministeriet havde tidligere i et svar til Folketingets Finansudvalg fremhævet de væsentligste forudsætninger for børsnoteringen som følgende:

- at DONG Energy havde udviklet sig som forventet og var klar til en børsnotering
- at forholdene på de finansielle markeder blev vurderet til at kunne understøtte en succesfuld børsnotering, dvs. at der vurderes at være tilstrækkelig efterspørgsel efter de aktier, som skulle sælges i forbindelse med en børsnotering
- at kursen, der forventedes opnået, skulle være rimelig.

Hvis forudsætningerne mod forventning ikke skulle være opfyldt i 2017, måtte den planlagte børsnotering forventes udskudt. Der var ikke en angivelse af tidspunktet for frasalget i den politiske aftale af 18. september 2015 om børsnoteringen.

Forligskredsen var også enig om, at det var centralt, at det blev sikret, at DONG Energy's naturgasinfrastruktur og olie- og gasforretninger fortsat var kontrolleret af staten efter en børsnotering. Det fremgår af aftalen, at dette skulle sikres ved at søge at frasælge disse aktiver til Energinet.dk.

Staten skulle ifølge aftalen bibeholde aktiemajoriteten indtil mindst 2020, medmindre parterne aftaler andet. Statens ejerandele kunne herefter kun ændres yderligere, hvis parterne var enige herom.

104. Samme dag, som aftalen blev indgået i forligskredsen, udsendte DONG Energy en pressemeddelelse, hvoraf det bl.a. fremgik, at selskabet planlagde at gennemføre en børsintroduktion inden for 18 måneder betinget af markedssituationen. Det fremgik også af pressemeddelelsen, at der var lagt en plan for at tilpasse forretningsområdet Olie & Gas til de nye markedsvilkår med faldende oliepriser, og at DONG Energy ville igangsætte et strategisk review af området.

Det fremgik videre, at DONG Energy – i fælles forståelse med staten – på et passende tidspunkt og på markedsvilkår ville sigte mod at frasælge selskabets gasdistributionsforretning og olie- og gasrørledninger til Energinet.dk. DONG Energy pointerede desuden, at staten havde bekræftet, at den ville bevare aktiemajoriteten i selskabet efter en børsintroduktion.

### **Offentliggørelse af DONG Energy's strategiske review af forretningsområdet Olie & Gas**

105. Resultatet af DONG Energy's strategiske review af forretningsområdet Olie & Gas blev offentliggjort den 26. januar 2016. Derudover meddelte DONG Energy, at der ville ske en nedskrivning af Olie & Gas-aktiverne i DONG Energy's årsregnskab for 2015 på ca. 16 mia. kr. af Olie & Gas-forretningens bogførte værdi. Nedskrivningen var forårsaget af det fortsatte fald i olie- og gaspriserne, en reduktion i reserveestimer og projektrelaterede faktorer, navnlig i forhold til Hejre-projektet, som fortsat stod over for markante udfordringer. Finansministeriet fandt, at nedskrivningen på 15,8 mia. kr. var en betydelig nedskrivning for DONG Energy. Finansministeriet henviste til, at DONG Energy i 2014 måtte nedskrive for 8,3 mia. kr., hvoraf de 6,6 mia. kr. vedrørte Olie & Gas, mens selskabet i 2013 måtte nedskrive for 5 mia. kr., primært vedrørende olie- og gasfelter og gasfyrede kraftværker. DONG Energy forventede ikke, at nedskrivningerne ville få indflydelse på det forventede resultat for 2015, da selskabet opererede med en konservativ risikoafdækning.

106. Forligskredsen blev orienteret om resultaterne af DONG Energy's strategiske review af Olie & Gas og nedskrivning den 25. januar 2016. Finansministeriet vurderede ikke, at det strategiske review og nedskrivningen ville påvirke børsnoteringsprocessen, hvilket ministeriet underbyggede i orienteringen til forligskredsen.

## 4.2. FORBEREDELSE OG GENNEMFØRELSE AF BØRSNOTERINGEN

107. Da den politiske aftale om genbekræftelse af børsnoteringen var meldt ud, gik forberedelsen af børsnoteringen i gang.

### Etablering af børsnoteringskomité og kontaktudvalg

108. Finansministeriet, New Energy Investment, ATP og SEAS-NVE nedsatte en børsnoteringskomité i oktober 2015. Komitéen skulle beslutte den nærmere proces og vilkårene for børsintroduktionen og aktieudbuddet, herunder det præcise tidspunkt, udbudstørrelsen og udbudskursen. Komitéen havde bl.a. til opgave at følge DONG Energy's arbejde med udarbejdelsen af et prospekt for børsnoteringen. Komitéen skulle sikre, at prospektet gav et retvisende billede af DONG Energy's strategi og værdier og dermed en retvisende pris.

Det var kun Finansministeriet og New Energy Investment, der havde stemmerettigheder i børsnoteringskomitéen. Der blev i alt afholdt 18 møder i komitéen fra den 20. oktober 2015 til den 8. juni 2016.

109. Referaterne fra møderne tegner et billede af, at tidspunktet for børsnoteringen løbende blev drøftet på møderne. Derudover blev bl.a. resultaterne fra det strategiske review, aktieudbuddet og markedsføringen over for potentielle nye investorer også behandlet på møderne.

110. Foruden børsnoteringskomitéen blev der også nedsat et kontaktudvalg bestående af de eksisterende aktionærer med henblik på at holde dem orienteret om børsnoteringsprocessen.

### Fastlæggelse af tidspunkt for selve børsnoteringen

111. Finansministeriet forventede i august 2015, at børsnoteringsprocessen ville vare godt 1 år fra det tidspunkt, hvor den politiske aftale om børsnotering blev genbekræftet. I december 2015 oplyste Finansministeriet til forligskredsen, at den nærmere timing ville afhænge af en række forskellige forhold, herunder særligt markedsforholdene, idet der ville være en række optimale "vinduer" for børsnoteringen, afhængigt af udviklingen. Ligeledes ville timingen kunne afhænge af DONG Energy's strategiske review af forretningsområdet Olie & Gas.

112. Som en del af processen blev børsnoteringen behandlet i Folketingets Finansudvalg. Aktstykke 72 blev tiltrådt af Finansudvalget den 14. april 2016. Det fremgik af aktstykket, at der skulle arbejdes for at sikre en børsnotering i 2016 eller 2017, når markedsforholdene var rigtige, og når DONG Energy var parat.

### BØRSNOTERINGSKOMITÉENS MEDLEMMER

Finansministeriet var som repræsentant for staten formand for børsnoteringskomitéen. Herudover bestod komitéen af en repræsentant fra DONG Energy (bestyrelsesformanden) og en repræsentant for hver af de største mindretalsaktionærer (New Energy Investment, ATP og SEAS-NVE).

113. Finansministeriet indstillede den 20. april 2016 til regeringens Økonomiudvalg, at en børsnotering ville kunne finde sted i juni 2016, og at der blev arbejdet mod en børsnotering den 9. juni 2016. Finansministeriet lagde vægt på følgende:

- DONG Energy's kommercielle forberedelser af børsnoteringen fulgte tidsplanen. Bl.a. fulgte udarbejdelsen af prospektet tidsplanen, selskabets kapitalstruktur og dividendepolitik var blevet analyseret, og der var truffet beslutning om en dividendepolitik, som ville sikre en solid kapitalstruktur, og som samtidig vurderedes at være attraktiv for nye investorer.
- DONG Energy havde modtaget positive tilbagemeldinger på de indledende investormøder.
- Markedsforholdene havde stabiliseret sig.
- Der var politisk ro omkring DONG Energy.

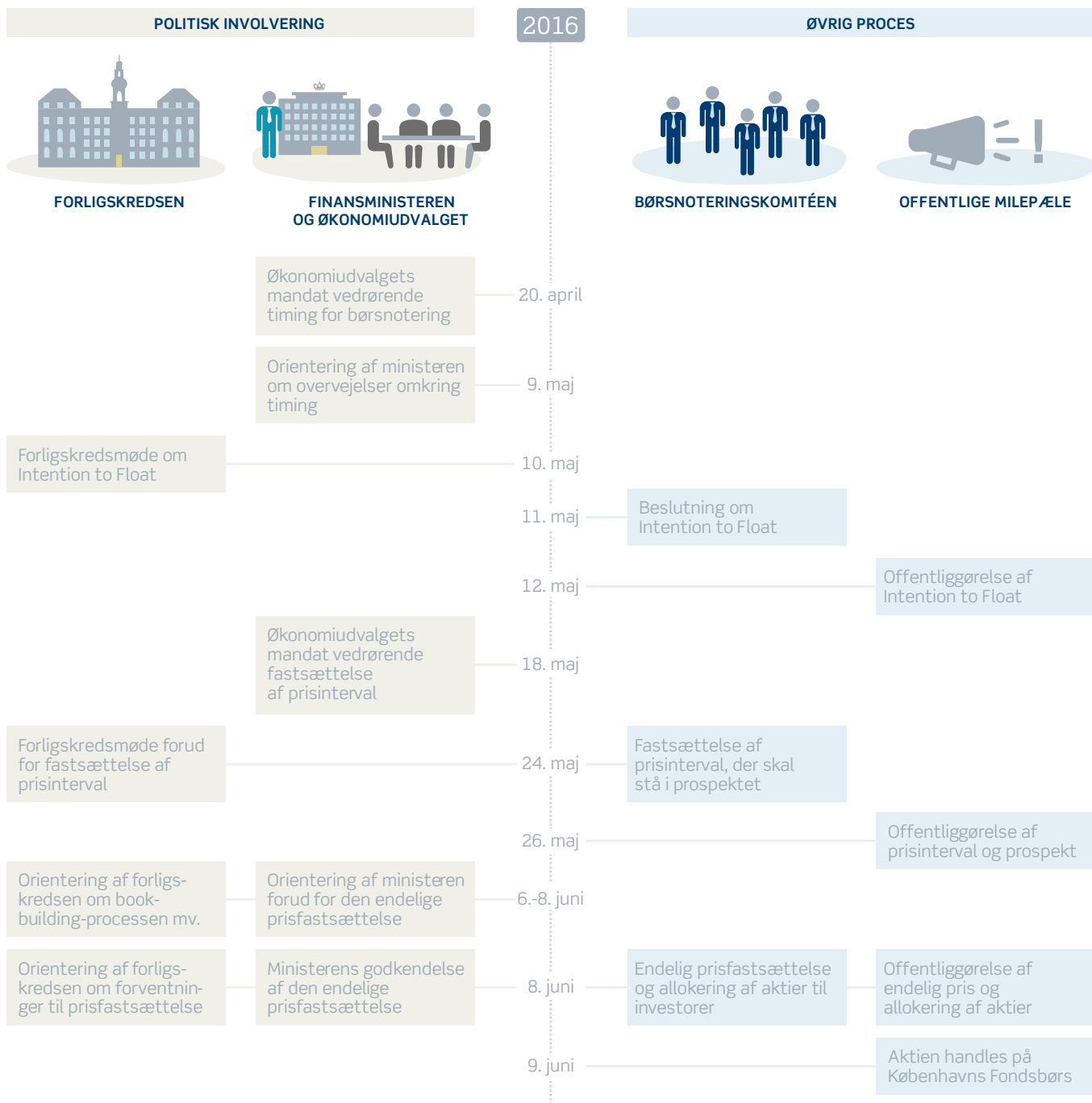
Finansministeriet gjorde Økonomiudvalget opmærksom på, at den kommende afstemning om britisk medlemskab af EU potentielt kunne skabe uro på markederne. Finansministeriet vurderede derudover, at det ville være en fordel at børsnotere inden sommerferien, da ministeriet havde oplysninger, der indikerede, at der senere på året ville være andre børsnoteringer af selskaber i Europa, der kunne give øget konkurrence om investorerne.

114. Den 28. april 2016 godkendte finansministeren tidsplanen for børsnoteringen. Tidsplanen fremgik desuden med enkelte tilføjelser i et notat til brug for et økonomiudvalgs-møde den 18. maj 2016 om processen i forhold til prisfastsættelsen. Figur 6 viser udvalgte tidspunkter i tidsplanen for børsnoteringen, og hvem der blev involveret i processen.



FIGUR 6

TIDSPLAN FOR BØRSNOTERINGEN



Kilde: Rigsrevisionen på baggrund af materiale fra Finansministeriet.

115. En vigtig milepæl i børsnoteringsprocessen var meddelelsen om, at aktionærene havde intention om at børsnotere DONG Energy. I et notat til forligskredsen i maj 2016 vurderede Finansministeriet, at når denne meddelelse var offentliggjort og frem mod offentliggørelse af prospektet, ville det fortsat være muligt at udskyde børsnoteringstidspunktet til fx efter sommerferien, uden at det ville få negative konsekvenser for børsnoteringen (hvis udsættelsen skyldtes ekstraordinær markedsudvikling, fx på grund af den britiske folkeafstemning om EU-medlemskab). Finansministeriet vurderede videre, at når først prospektet var offentliggjort, ville det være mere kritisk ikke at gennemføre børsnoteringen i juni 2016.

116. På et møde i forligskredsen den 10. maj 2016 orienterede Finansministeriet om børsnoteringsprocessen med det formål at opnå støtte til, at DONG Energy kunne udsende meddelelsen om intention om at børsnotere. Finansministeriet lagde vægt på 3 forhold: at aktstykket var godkendt, at de første infrastrukturaktiver var solgt fra, og at selskabet havde udsendt et godt kvartalsregnskab. I den forbindelse blev det fremhævet, at EBITDA for 1. kvartal 2016 var steget med 35 % i forhold til 1. kvartal 2015, og at afkastet på investeret kapital (justeret ROCE) var steget til 14 % i 1. kvartal 2016 i forhold til 5 % i 1. kvartal 2015. Netop afkastet er ét af de centrale nøgletal i relation til Finansministeriets målsætning med ejerskabet af DONG Energy, nemlig at sikre størst mulig værdi for aktionærene. Afkastet er også et væsentligt nøgletal i en børsnoteringssituation, da det viser selskabets evne til at forrente den investerede kapital.

117. På mødet med forligskredsen den 10. maj 2016 orienterede Finansministeriet desuden om processen i forhold til værdifastsættelsen af DONG Energy. Statens rådgiver – Rothschild – havde udarbejdet de indledende analyser og givet Finansministeriet et foreløbigt værdiinterval. Finansministeriet orienterede også om, at syndikatbankerne havde vurderet, at markedet var klar til en børsnotering i juni 2016.

Finansministeriet vurderede, at forudsætningerne for en børsnotering var til stede, dvs. at DONG Energy havde udviklet sig som forventet og var klar til en børsnotering, at markedsforholdene skulle kunne understøtte en succesfuld børsnotering, og at kursen, der kunne forventes opnået, skulle være rimelig.

118. Forligskredsen støttede op om udsendelse af en meddelelse til markedet om, at DONG Energy havde intention om at blive børsnoteret. DONG Energy annoncerede dette til markedet den 12. maj 2016 efter godkendelse i børsnoteringskomitéen. Herved blev det signaleret til markedet, at det var hensigten at børsnotere DONG Energy før sommerferien.

### **Udarbejdelse af prospekt, herunder værdiansættelse (aktiekursinterval) i prospekt**

119. Prospektet præsenterede den forventede pris pr. aktie som et kursinterval, der var fremkommet på baggrund af syndikatbankernes værdiansættelse af DONG Energy. På baggrund af dette interval ville investorer kunne tilkendegive deres interesse i at investere i DONG Energy. Den endelige pris blev bestemt af investorernes efterspørgsel på aktien og investorernes prissætning.

Ud over prisintervallet indeholdt prospektet en lang række detaljerede informationer om DONG Energy og de enkelte forretningsområder. Prospektet skulle udarbejdes i overensstemmelse med prospektbekendtgørelsen (bekendtgørelse nr. 1257 af 6. november 2015), hvoraf det bl.a. fremgår, hvilke krav der er til prospektets udformning, Finanstilsynets godkendelse og offentliggørelse.

### **INTENTION TO FLOAT**

Meddelelse til offentligheden om, at ejere af et selskab har intention om at børsnotere selskabet.

### **SYNDIKATBANKER**

Syndikatbanker er banker, der indgår i et syndikat i forbindelse med en børsnotering. Et syndikat er en midlertidig, professionel finansiel koncern dannet med det formål at håndtere en stor transaktion, der ville være svær eller umulig for de involverede at håndtere individuelt. Syndikatbankernes rådgivningsenheder har bistået med forberedelsen af børsnoteringen af DONG Energy. Syndikatbankerne har også bankanalytikere, som anses for at være uafhængige af syndikatbankernes rådgivningsenheder.

## KURSINTERVAL OG VÆRDANSÆTTELSE

For at få kursintervallet divideres værdiansættelsen med antallet af eksisterende aktier.

120. Syndikatbankerne bistod DONG Energy med udarbejdelsen af prospektet. Dette arbejde gik i gang i december 2015, og status herpå blev løbende drøftet i børsnoteringskomitéen.

121. Finansministeriet orienterede i maj 2016 Økonomiudvalget om syndikatbankernes og de uafhængige bankanalytikeres foreløbige værdiansættelser af DONG Energy. Finansministeriet har vurderet, at oplysninger om værdiansættelsen er fortrolige. Vi beskriver derfor værdiansættelserne på et overordnet niveau. Rigsrevisionen har haft adgang til materialet vedrørende værdiansættelserne.

Værdiansættelserne var angivet i intervaller, hvor intervallerne bund var enslydende, mens toppen af intervallerne var forskellig.

Finansministeriet orienterede samtidig om, at det var normal praksis, at investorerne ikke ville betale den fulde pris for aktien, fordi der var usikkerhed om, hvilken pris markedet ville handle aktien til. Investorerne ville derfor forvente en rabat på aktien. Ifølge Finansministeriet havde syndikatbankerne tilkendegivet, hvad de forventede, at prisintervallet som minimum ville ligge på.

122. Finansministeriet gav også Økonomiudvalget en præsentation af, hvilke forhold der ifølge ministeriet havde bidraget til, at værdien af DONG Energy forventedes at være markant højere, end da aftalen om kapitaludvidelsen blev indgået. Her lagde Finansministeriet bl.a. vægt på følgende:

- DONG Energy's økonomi var blevet genoprettet på grund af gennemførelsen af den finansielle handlingsplan, der blev meldt ud i februar 2013, herunder kapitaludvidelsen.
- Stigningen i DONG Energy's driftsresultat – EBITDA – over de seneste 3 år.
- DONG Energy havde positioneret sig som førende inden for havvind.
- DONG Energy vurderedes at være et selskab med stor investorinteresse.
- Det danske aktiemarked var generelt steget i perioden. Der var tale om en stigning på 56 % i OMX C20 CAP-indekset (herefter C20-indekset).

Det endelige kursinterval, der skulle fremgå af prospektet, ville blive fastsat, når syndikatbankerne havde været i dialog med potentielle investorer. Finansministeriet indstillede til Økonomiudvalget, at ministeriet fik mandat til at fastsætte kursintervallet med en værdi på minimum det, syndikatbankerne havde tilkendegivet som bunden af intervallet.

123. Den 26. maj 2016 offentliggjorde DONG Energy prospektet. Det fremgår af prospektet, at kursintervallet var 200-255 kr. pr. aktie, svarende til en markedsværdi for DONG Energy på mellem 83,5 mia. kr. og 106,5 mia. kr.

Efter offentliggørelsen af prospektet gik udbudsrunderen i gang. I denne proces afgav de institutionelle investorer købsordrer på aktien og angav, hvor meget de var villige til at betale. Dette blev samlet i en "ordrebog", og processen kaldes "bookbuilding". I denne proces arbejdede syndikatbankerne desuden på at sprede aktierne blandt forskellige typer af investorer for at sikre, at der både var langsigtede investorer, der kunne sikre stabilitet, og kortsigtede investorer, der kunne sikre likviditet i aktien efter børsnoteringen. Der til kom de private investorer.

## OMX C20 CAP-INDEKSET

OMX C20 CAP-indekset (C20-indekset) er det ledende danske aktieindeks bestående af de 20 mest omsatte aktier på Nasdaq Copenhagen målt på børsværdi og handelsomfang. Optagelse i indekset sker 2 gange om året og er baseret på 2 kriterier: selskabet skal være blandt de 25 mest værdifulde selskaber på Nasdaq Copenhagen, og selskabet skal være blandt de 20 mest handlede aktier på Nasdaq Copenhagen.

124. Syndikatbankerne havde på baggrund af den første runde med investorerne fået købsordre på alle udbudte aktier (op til 20,1 % af selskabet). Syndikatbankerne vurderede derfor, at prisen på DONG Energy ville blive højere end det minimumsbeløb, der tidligere havde været tale om.

Forligskredsen blev orienteret om bookbuilding-processen og den sidste del af forløbet den 6. juni 2016. Finansministeriet indstillede til forligskredsen at gå videre med børsnoteringen med en forudsætning om, at den pris, syndikatbankerne senest havde vurderet var realistisk, som minimum kunne opnås ved børsnoteringen.

Boks 9 beskriver, hvordan forligskredsen er blevet orienteret om børsnoteringsprocessen.

---

#### BOKS 9

### FORLIGSKREDSSENS ORIENTERING OM BØRSNOTERINGSPROCESSEN

Forligskredsen er løbende blevet orienteret om arbejdet med forberedelsen af børsnoteringen. Der blev afholdt 7 møder i forligskredsen i perioden 1. december 2015 - 6. juni 2016. Forligskredsen blev således informeret om tidsplan, udvælgelse af syndikatbanker, nyt incitamentsprogram og fastlæggelse af prisen på aktierne.

Den 8. juni 2016 – dagen før børsintroduktionen – orienterede Finansministeriet forligskredsen pr. mail om, at børsnoteringskomitéen netop var nået til enighed om en endelig pris for børsnoteringen af DONG Energy.

### Den endelige pris

125. Den fastsatte pris pr. aktie var baseret på de købsordrer, der blev modtaget fra investorer, syndikatbankernes anbefalinger og Rothschilds rådgivning efter offentliggørelse af prospektet. Der blev således truffet beslutning om en endelig pris på 235 kr. pr. aktie, svarende til en værdi på 98 mia. kr. Finansministeriet solgte på vegne af staten 34.755.257 aktier. Dette indebar et provenu til staten på 8,2 mia. kr.

Boks 10 beskriver stigningen i DONG Energy's værdi i perioden november 2013 - juni 2016.

---

#### BOKS 10

### STIGNINGEN I DONG ENERGY'S VÆRDI I PERIODEN NOVEMBER 2013 - JUNI 2016

DONG Energy blev værdiansat til 31,5 mia. kr., svarende til kurs 107, i november 2013, hvor parterne indgik en aftale om kapitaludvidelsen. Efter kapitaludvidelsen på 13,3 mia. kr. var værdien af DONG Energy 44,8 mia. kr. Med et prisinterval på mellem 83,5 mia. kr. og 106,5 mia. kr., som var det, der fremgik af prospektet, indikerede det en stigning i DONG Energy's værdi på 86-138 %. Den endelige udbudskurs på 235 kr. pr. aktie svarer til 98 mia. kr., svarende til en stigning på 119 % i perioden 2013-2016.

### AKTIER I ALT I DONG ENERGY

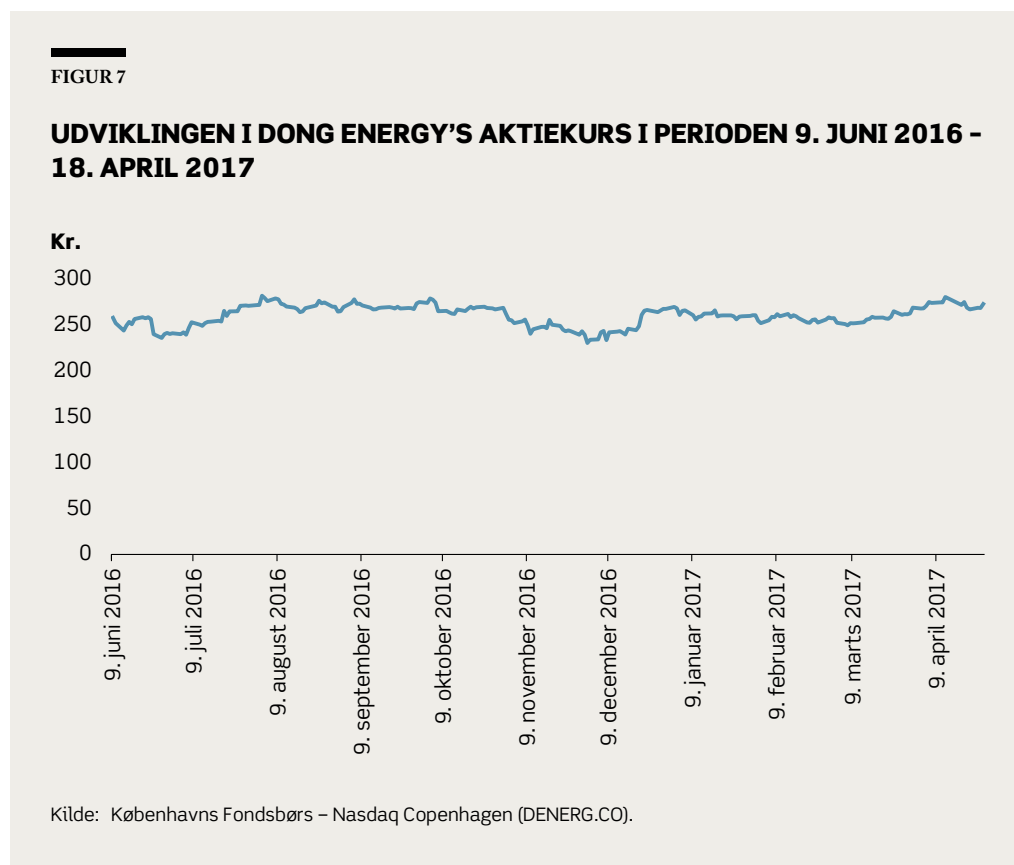
På børsnoteringstidspunktet var selskabets aktiekapital 4.177.263.730 kr. fordelt på 41.726.373 aktier a nominelt 10 kr.

Det fremgår af boks 10, at DONG Energy's værdi steg med 119 % i perioden november 2013 - juni 2016. Til sammenligning steg værdien af selskaberne i C20-indekset i samme periode med 56 % målt på udviklingen i børskurserne. Selskaberne i den øverste kvartil af C20-indekset steg i samme periode med 225 %, og værdien af sammenlignelige selskaber inden for vedvarende energi steg i perioden med 75 %.

DONG Energy har oplyst, at selskabet i perioden fra indgåelse af aftale om kapitaludvidelse til børsnoteringstidspunktet undergik en væsentlig udvikling, hvor en række faktorer udviklede sig mere positivt end forventet i forretningsplanen i 2013 – særligt inden for forretningsområdet Vindenergi. Der var dog også dele af forretningen, der udviklede sig negativt i forhold til forventningerne i forretningsplanen fra 2013, bl.a. inden for forretningsområdet Olie & Gas på grund af bl.a. nedadgående olie- og gaspriser. Rigsrevisionen har fået indblik i disse faktorer, der dog af hensyn til DONG Energy's forretningsmæssige forhold ikke uddybes her.

### Aktiekursen ved børsintroduktionen og kursens udvikling

126. Den 9. juni 2016 blev DONG Energy introduceret på børsen. Aktien sluttede den første dag på 258 kr. Figur 7 viser udviklingen i DONG Energy's aktiekurs siden børsintroduktionen.



Det fremgår af figur 7, at DONG Energy-aktien i perioden 9. juni 2016 - 18. april 2017 lå på mellem 230,50 kr. og 281,90 kr. med en gennemsnitlig kursværdi i perioden på knap 260, svarende til en værdi af DONG Energy på 109,3 mia. kr.

I december 2016 blev aktien optaget i C20-indekset på Københavns Fondsbørs – Nasdaq Copenhagen.

### **Aktionærernes muligheder for indflydelse på selskabet**

127. Børsnoteringen betød, at statens ejerandel blev reduceret fra 58,8 % til 50,4 %. Efter aktieudstedelsen under det tidligere omtalte incitamentsprogram er statens ejerandel i DONG Energy nu 50,1 %. Staten er således fortsat majoritetsaktionær.

Med børsnoteringen blev aktionæroverenskomsten ophævet. Det betød fx, at de særlige rettigheder, som New Energy Investment fik i form af en udvidet mindretalsbeskyttelse på visse områder, bortfaldt, herunder observatørposter.

Børsnoteringen har ligeledes medført, at aftaler om adgang til information om DONG Energy, der blev indgået ved kapitaludvidelsen, er bortfaldet. Det skyldes, at alle aktionærer i et børsnoteret selskab skal have adgang til den samme viden, da ingen aktionærer i et børsnoteret selskab må stilles bedre eller dårligere end andre aktionærer i selskabet. Den information, som staten baserer sin ejerskabsudøvelse på, udspringer således som udgangspunkt alene af børsnoterede selskabers oplysningsforpligtelse, jf. den relevante selskabs-, regnskabs-, og børslovgivning.

### **Finansministeriets ejerskabsrolle fra foråret 2014 til foråret 2017**

128. Rigsrevisionen har konstateret, at Finansministeriet i forbindelse med forberedelsen af børsnoteringen har været meget aktiv i sin ejerskabsudøvelse i 2014, 2015 og 2016, hvilket fx er kommet til udtryk ved deltagelse i arbejdsgruppen for køreplanen for børsnoteringen, det strategiske review og varetagelsen af formandskabet i børsnoteringskomitéen.

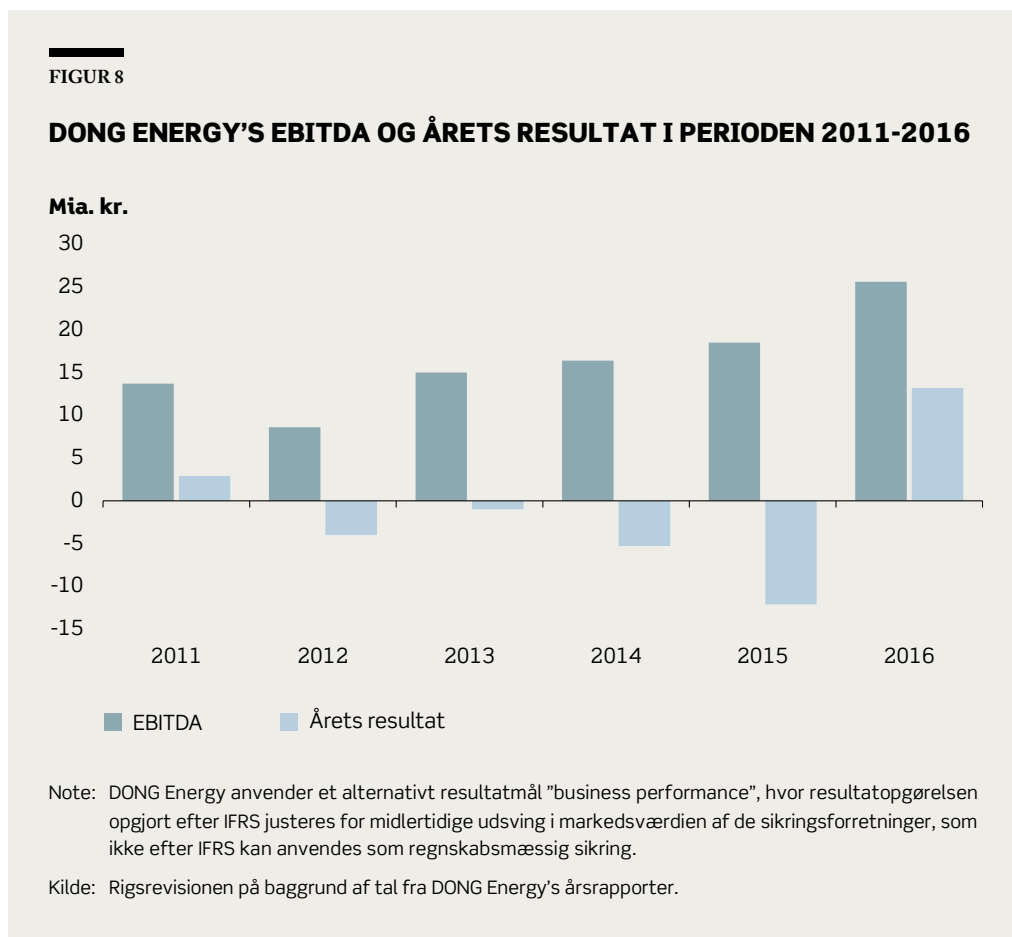
Finansministeriet har derudover løbende fulgt den økonomiske udvikling i DONG Energy med udgangspunkt i kvartalsregnskaberne og årsrapporten. Finansministeriet har i den sammenhæng udarbejdet regnskabsnotitser til finansministeren, der beskriver de væsentligste økonomiske tendenser og opmærksomhedspunkter i DONG Energy. Dialogen mellem DONG Energy og Finansministeriet har efter børsnoteringen ændret karakter i forhold til tidligere som følge af selskabets ændrede status. Finansministeriet har efter børsnoteringen fortsat fulgt selskabets økonomiske rapporteringer og udarbejdet regnskabsnotitser til finansministeren herom.

## **4.3. DONG ENERGY'S ØKONOMISKE UDVIKLING OG STATUS EFTER ÅRSREGNSKABET FOR 2016**

129. Den 2. februar 2017 præsenterede DONG Energy årsregnskabet for 2016. Forretningsområdet Olie & Gas blev præsenteret som ophørende aktiviteter, fordi forretningsområdet forventes solgt i 2017.

Årets resultat efter skat blev samlet på 13,2 mia. kr. Det er første gang siden 2011, at DONG Energy har præsenteret et overskud. DONG Energy omsatte i 2016 for 61,2 mia. kr. på de fortsættende aktiviteter og for 10,5 mia. kr. på forretningsområdet Olie & Gas.

130. Figur 8 viser udviklingen i DONG Energy's indtjening i perioden 2011-2016 udtrykt ved EBITDA sammen med årets resultat for samme periode.



### IFRS

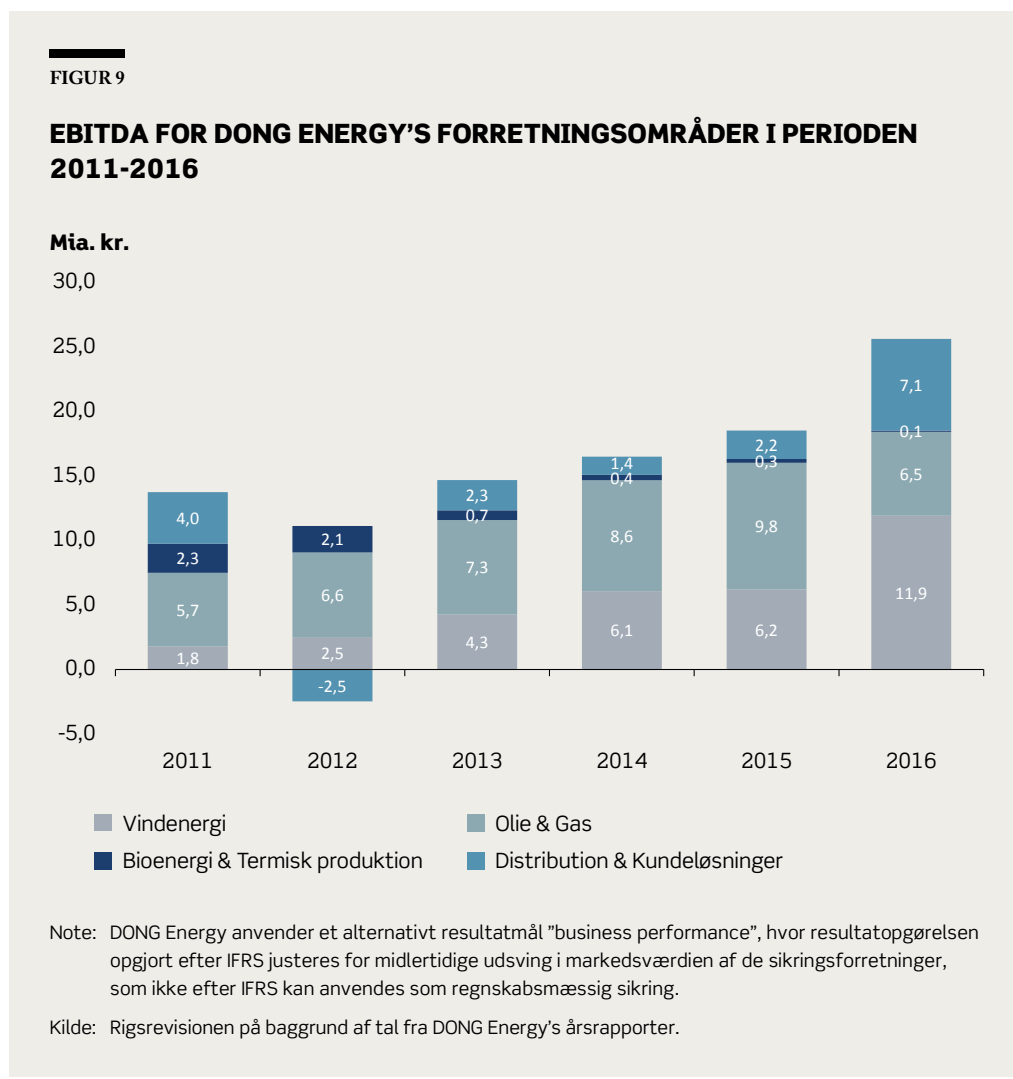
IFRS (International Financial Reporting Standards) er en international regnskabsstandard, som alle børsnoterede selskaber i EU skal afrapportere deres koncernregnskab efter.

### BUSINESS PERFORMANCE

DONG Energy anvender business performance som supplement til IFRS. Business performance udtrykker den underliggende økonomiske effekt af koncernens aktiviteter i rapporteringsperioden, idet resultatet korrigeres for midlertidige udsving i markedsværdien af kontrakter (herunder afdækningsforretninger) vedrørende andre perioder. Forskellen mellem de 2 opgørelser af resultatet udliges, i takt med at kontrakterne udløber. Herudover er der ifølge DONG Energy ingen forskel mellem business performance og IFRS-resultatet.

Det fremgår af figur 8, at årets resultat i 2011 og 2016 var positivt, mens resultatet i perioden 2012-2015 var negativt. EBITDA faldt markant i 2012 for herefter at stige igen i de efterfølgende år. På trods af en stigning i DONG Energy's indtjening forværredes årets resultat frem til 2015. Det lave resultat i 2015 skyldtes særligt en væsentlig nedskrivning på Olie & Gas-forretningen på 15,8 mia. kr. I 2016 steg både EBITDA og årets resultat markant. Ifølge DONG Energy skyldes det en markant øget indtjening i forretningsområdet Vindenergi samt et engangsbeløb fra genforhandlinger fra gaskøbskontrakter.

131. Figur 9 viser EBITDA for hvert forretningsområde i perioden 2011-2016.



Det fremgår af figur 9, at der er stor forskel på, hvor meget de forskellige forretningsområder bidrager til DONG Energy's indtjening. Vindenergi har gennem årene øget sit bidrag til indtjeningen og udgør i 2016 det største område. Distribution & Kundeløsninger har tilsvarende øget sit bidrag til indtjeningen og udgør i 2016 det næststørste område. Bioenergi og Termisk produktion er det mindste område med et faldende EBITDA i perioden. Olie & Gas har set en stigning de foregående år, men falder markant i 2016.



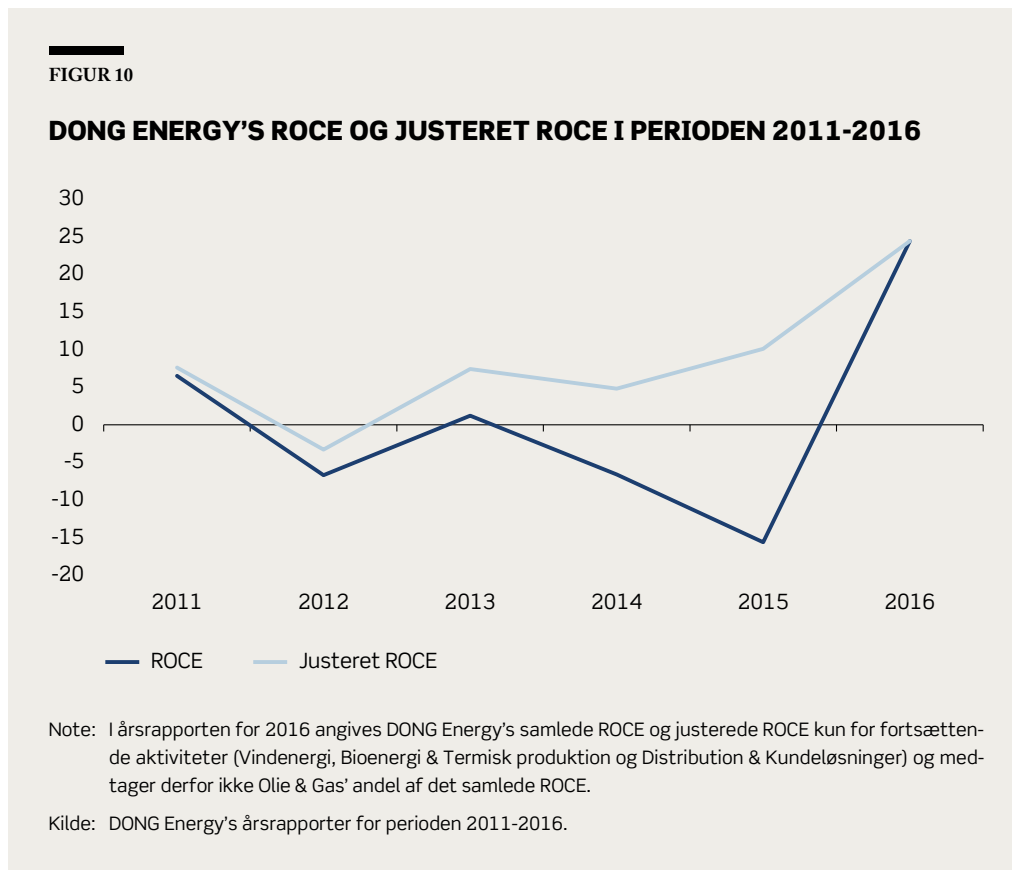
**ROCE**

ROCE er et udtryk for afkastet af den investerede kapital og viser forholdet mellem resultatet af primær drift og den gennemsnitligt investerede kapital.

**JUSTERET ROCE**

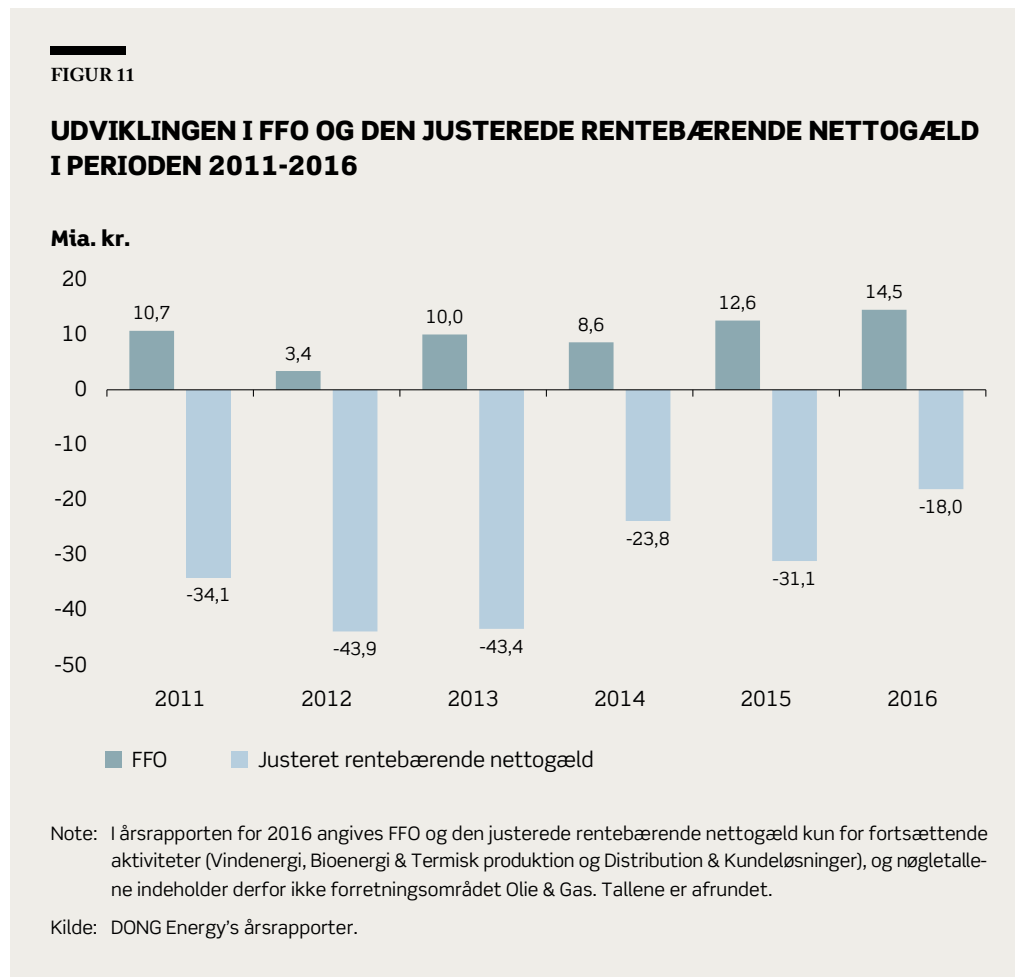
Justeret ROCE er et udtryk for afkastet af den investerede kapital justeret for nedskrivninger.

132. Nøgletallet for afkast (ROCE og justeret ROCE) er også forbedret i 2016. Figur 10 viser udviklingen i DONG Energy's ROCE og justeret ROCE i perioden 2011-2016.



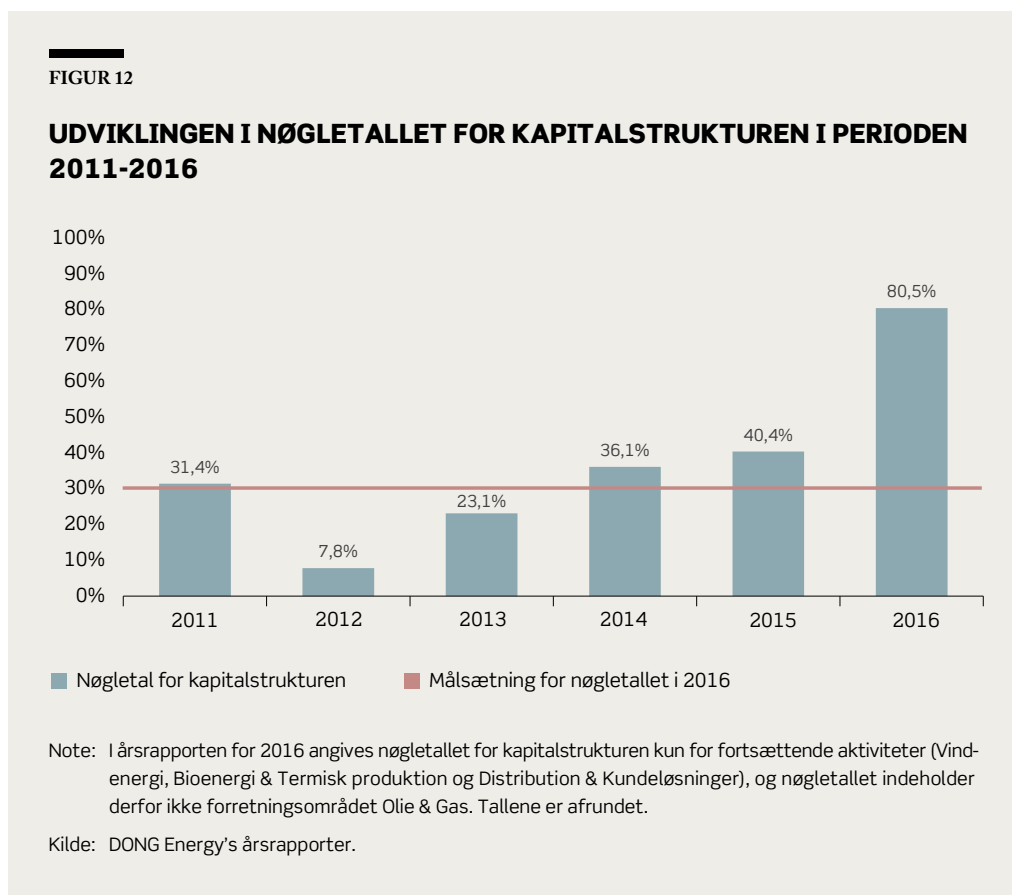
Det fremgår af figur 10, at DONG Energy's evne til at generere afkast af den investerede kapital er markant forbedret i 2016. ROCE udtrykker afkastet på den investerede kapital, og justeret ROCE udtrykker afkastet på den investerede kapital korrigeret for nedskrivninger. Nedskrivningerne i den viste periode relaterer sig primært til gasfyrede kraftværker og olie- og gasfelter. Det er justeret ROCE, som Finansministeriet følger som led i sin ejerskabsudøvelse.

133. Figur 11 viser udviklingen i FFO og den justerede rentebærende nettogæld i perioden 2011-2016.



Det fremgår af figur 11, at den justerede rentebærende nettogæld var på sit højeste i 2012 og nåede det laveste niveau i 2016, hvor den udgjorde 18 mia. kr. Nettogælden faldt i 2014 som følge af de planlagte frasalgs af ikke-kerneaktiviteter og kapitalindsuddet fra de nye aktionærer. Det fremgår også af figuren, at FFO var på sit laveste niveau i 2012, hvor FFO udgjorde 3,4 mia. kr. FFO steg i 2015 og 2016 og udgjorde 14,5 mia. kr. i 2016.

134. Figur 12 viser udviklingen i nøgletallet for kapitalstrukturen i perioden 2011-2016.



Det fremgår af figur 12, at kapitalstrukturnøgletallet faldt i 2012 og er steget fra 23,1 % i 2013 til 81 % i 2016. Udviklingen skyldes øgede pengestrømme og reduceret gæld i perioden. Selv om figuren kun viser kapitalstrukturnøgletallet for de fortsættende aktiviteter, er det værd at bemærke den markante stigning i nøgletallet, som fra 2014 har ligget højere end DONG Energy's målsætning på 30 %.

## Udbytte

135. Ved præsentationen af årsregnskabet meddelte DONG Energy, at der for 2016 ville blive udbetalt udbytte til aktionærene. Dette var også forventet og fremgår af prospektet for børsnoteringen. Generalforsamlingen besluttede i marts 2017 at udbetale 6 kr. i udbytte pr. aktie. Tabel 4 viser DONG Energy's udbyttebetalinger i perioden 2010-2016.

TABEL 4

### DONG ENERGY'S UDBYTTEBETALINGER I PERIODEN 2010-2016

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Udbetalinger vedrørende regnskabsår i kr.</b>							
Udbytte pr. aktie	7,50	5,96	0	0	0	0	6,00
<b>Udbetalinger til aktionærer i mio. kr.</b>							
Staten	1.685	1.114	0	0	0	0	1.264
Øvrige aktionærer	515	386	0	0	0	0	1.258

Kilde: Rigsrevisionens beregninger og oplysninger fra Finansministeriet.

Det fremgår af tabel 4, at staten for 2016 fik udbetalt 1.264 mio. kr. De øvrige aktionærer fik udbetalt tilsammen 1.258 mio. kr. Det præcise udbytte til New Energy Investment (Goldman Sachs) kan ikke opgøres, da information om antallet af aktier ejet af investoren på tidspunktet for opgørelsen af udbyttet ikke er offentligt tilgængelig.

Rigsrevisionen, den 15. maj 2017

Lone Strøm

/Lene Schmidt

## BILAG 1. STATSREVISORERNES ANMODNING

<b>Statsrevisorerne har bedt Rigsrevisionen beskrive</b>	<b>Her besvares spørgsmålet</b>
Forberedelsen af aktiesalget i DONG Energy, salget og den efterfølgende børsnotering.	Kapitel 3 og 4.
Ledelsens og Finansministeriets rolle i forbindelse med værdiansættelsen og aktiesalget, herunder eventuelle incitamentsstrukturer i forhold til værdiansættelsen og incitamentsprogrammer for medarbejdere i DONG Energy A/S i forbindelse med aktiesalget.	Kapitel 3.
Udviklingen i DONG Energy's gældsforhold (væsentlige nøgletal) siden årsregnskabet for 2012, som er behandlet i beretning nr. 4/2012 om DONG Energy A/S <sup>1)</sup> .	Kapitel 2 og 4.
Udviklingen i DONG Energy's økonomi (væsentlige nøgletal) siden aktiesalget.	Kapitel 4.
Udbytte siden aktiesalget til Goldman Sachs og til staten.	Kapitel 4.
Statens ejerskabsrolle efter salget og børsnoteringen.	Kapitel 4.
Ændringen i selskabsstrukturen fra aktieselskab til børsnoteret aktieselskab – forhold vedrørende aktionærernes muligheder for indflydelse på virksomheden.	Kapitel 4.
Udviklingen i DONG Energy's akties værdi i perioden fra børsnoteringen den 9. juni 2016 og frem.	Kapitel 4.

<sup>1)</sup> Beretning nr. 4/2012 om DONG Energy A/S, som Statsrevisorerne afgav til Folketinget den 30. januar 2013.

Der ønskes en faktuel beskrivelse, der omfatter DONG Energy's regnskab for 2016, der foreligger i februar 2017. Såfremt Rigsrevisionen afdækker forhold, der giver anledning til efterfølgende kritik, forventer Statsrevisorerne, at undersøgelsen rapporteres i beretningsform, så ministeren kan afgive en redegørelse til beretningen, og Rigsrevisionen og Statsrevisorerne kan følge op.

Statsrevisorerne anmoder om en undersøgelse, der kan offentliggøres, dvs. at den i udgangspunktet ikke kan indeholde fortrolige oplysninger om virksomheden, der ikke må offentliggøres.

Statsrevisorerne er opmærksomme på, at der allerede er undersøgt og forelagt Folketinget/Finansudvalget mange oplysninger om salget, fx har der været over 200 spørgsmål i Folketinget/Finansudvalget samt en række samråd om emnet. Salget af statslige ejerandele i DONG Energy A/S er en stor og kompleks sag. Fokus i undersøgelsen bør derfor være at afdække de forhold, der eventuelt ikke tidligere er belyst og dermed kan bibringe nyt i sagen.

## **Baggrund**

Folketingets Finansudvalg godkendte i januar 2014 en aftale om kapitalindskud i DONG Energy A/S på ca. 13 milliarder kroner. Indskuddet kom dels fra nye investorer ATP, PFA og Goldman Sachs, og dels fra eksisterende mindretalsaktionærer SEAS-NVE, SYD ENERGI, Insero Horsens og Nyfors Entreprise.

I september 2015 besluttede et politisk flertal, at DONG Energy inden for 18 måneder skulle introduceres på fondsbørsen. Børsintroduktionen fandt sted 9. juni 2016.

Den danske stat ejer også efter børsnoteringen størstedelen af DONG Energy (50,4 %), mens New Energy Investment (indirekte ejet af virksomheder, der kontrolleres af Merchant Banking Division i The Goldman Sachs Group, Inc.), det danske elselskab SEAS-NVE og en række danske pensionskasser og energiselskaber ejer mindre andele.

## BILAG 2. ORDLISTE

<b>Aftalevilkår</b>	De vilkår, som indgår i aftalerne mellem DONG Energy, staten og investorerne i forbindelse med transaktionen, herunder investeringens størrelse, værdiansættelse af DONG Energy, salgsret, bestyrelsesrepræsentation og vetorettigheder.
<b>Ankerinvestor</b>	En ankerinvestor er kendetegnet ved at være den investor eller gruppe af investorer, som ejeren aftaler krav og betingelser med. I forbindelse med DONG Energy's kapitaludvidelse blev ankerinvestor defineret som en investor, der var villig til at investere min. 15-20 % af den efterspurgte kapital. En ankerinvestor skulle således investere min. 0,9-1,2 mia. kr.
<b>Business performance</b>	DONG Energy anvender business performance som supplement til IFRS. Business performance udtrykker den underliggende økonomiske effekt af koncernens aktiviteter i rapporteringsperioden, idet resultatet korrigeres for midlertidige udsving i markedsværdien af kontrakter (herunder afdækningsforretninger) vedrørende andre perioder. Forskellen mellem de 2 opgørelser af resultatet udlignes, i takt med at kontrakterne udløber. Herudover er der ifølge DONG Energy ingen forskel mellem business performance og IFRS-resultatet.
<b>Børsnotering</b>	Ved en børsnotering (eller børsintroduktion) udbydes aktierne i et aktieselskab på en børs, hvorved aktien handles til en opgivet (noteret) pris. Børsnoteringen af DONG Energy foregik ved, at eksisterende ejere solgte ud af deres aktiebeholdning.  Børsnoterede selskaber skal opfylde en række krav til bl.a. kvartals- og årsrapporter og krav om, at børsen skal orienteres om alle væsentlige ændringer i selskabet.
<b>Datarum</b>	Indeholder informationer om selskabsretlige forhold, aktionæranliggender, finansiering, kontraktforhold, myndighedstilladelser og godkendelser, skat, regnskaber, budgetter, retssager og andre tvister mv.
<b>DCF-metoden</b>	DCF (Discounted Cash Flow) er en metode til at værdiansætte et selskab. Ved DCF-metoden prognosticeres de fremtidige indtægter og omkostninger, hvilket giver en samlet vurdering af bl.a. selskabets fremtidige indtjening. Ud fra dette beregnes nutidsværdien af selskabet med en tilbagediskonteringsrente. DCF-metoden er baseret på DONG Energy's forretningsplan.
<b>Due diligence</b>	Betegnelse for de undersøgelser, som en potentiel køber foretager af det selskab, køberen påtænker at investere i. Due diligence giver den potentielle køber indsigt i selskabets forhold forud for gennemførelse af investeringen.
<b>EBITDA</b>	EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortisation) er udtryk for et selskabs indtjening og opgøres før renter, skat, afskrivninger og nedskrivninger.
<b>Fairness opinion</b>	En kvalificeret vurdering af salgsprisen for et selskab i forbindelse med et købstilbud. Det er ofte en investeringsbank eller et revisionsfirma, der udarbejder en fairness opinion på baggrund af en række data om det pågældende køb. Typisk bygger vurderingen af salgsprisen i en fairness opinion på de samme oplysninger, som køber har adgang til i forbindelse med salget.
<b>FFO</b>	FFO (Funds From Operations) er de penge, et selskab genererer fra driften gennem produktion og salg af produkter og ydelser.
<b>Forretningsplan</b>	Indeholder bl.a. DONG Energy's overordnede tal for de nuværende og fremtidige indtægter og omkostninger på forretningsområder og projekter.
<b>Handelsværdi</b>	Det beløb, som et aktiv, der ikke omsættes på markedet, vil kunne indbringe ved salg på det åbne marked. Handelsværdien er et udtryk for en objektiv værdi, som uafhængige parter må antages at ville nå frem til ved en forhandling.

<b>Hybridkapital</b>	Et lån med en meget lang løbetid (typisk 1.000 år) til en høj rente. Da der er tale om en meget lang løbetid, kan lånet i praksis helt eller delvist betragtes som egenkapital.
<b>IFRS</b>	IFRS (International Financial Reporting Standards) er en international regnskabsstandard, som alle børsnoterede selskaber i EU skal afrapportere deres koncernregnskab efter.
<b>Intention to Float</b>	Meddelelse til offentligheden om, at ejere af et selskab har intention om at børsnotere selskabet.
<b>IPO</b>	IPO står for Initial Public Offering, hvilket betyder børsintroduktion eller børsnotering.
<b>Justeret rentebærende nettogæld</b>	Opgørelse af den rentebærende nettogæld, hvor der tillægges 50 % af hybridkapitalen samt nutidsværdien af operationelle leasingydelse og retableringsforpligtelser.
<b>Justeret ROCE</b>	Justeret ROCE er et udtryk for afkastet af den investerede kapital justeret for nedskrivninger.
<b>Kapitalstruktur</b>	Et selskabs kapitalstruktur viser forholdet mellem selskabets finansieringsformer, herunder forholdet mellem den del af selskabet, der er finansieret af selskabet, og den del, der er finansieret af långivere. Et selskabs kapitalstruktur kan bl.a. bruges til at vise et selskabs evne til at betale sine gældsforpligtelser.
<b>Kapitalstruktur-nøgletallet</b>	Kapitalstruktur-nøgletallet viser forholdet mellem FFO og den justerede rentebærende nettogæld. Kapitalstruktur-nøgletallet er et centralt nøgletal for ratingbureauernes kreditvurdering af selskaber.
<b>Kapitaludvidelse</b>	I forbindelse med kapitaludvidelsen i DONG Energy i 2014 foretog selskabet en aktieemission, hvorved selskabet udstedte nye aktier til nye og eksisterende investorer. Herved fik DONG Energy tilført ny kapital.
<b>Kreditvurderingsbureauer</b>	Kreditvurderingsbureauer – også kaldet ratingbureauer – vurderer sandsynligheden for, at et land eller et selskab vil være i stand til at tilbagebetale sin gæld. De 3 største ratingbureauer er Standard & Poor's, Moody's og Fitch.
<b>Multipel-metoden</b>	Multipel-metoden anvendes til at beregne værdien af selskabet ud fra værdien af andre sammenlignelige børsnoterede selskaber, hvor værdien af selskaberne umiddelbart kan aflæses i aktiekursen. Ved at sætte selskabets indtjening i forhold til selskabets værdi på børsen opnås en multipel (en gangefaktor). Denne multipel kan dernæst anvendes på DONG Energy's indtjening, hvorved man opnår et skøn for værdien af DONG Energy.
<b>OMX C20 CAP-indekset</b>	OMX C20 CAP-indekset (C20-indekset) er det ledende danske aktieindeks bestående af de 20 mest omsatte aktier på Nasdaq Copenhagen målt på børsværdi og handelsomfang.
<b>Private placement</b>	Private placement henviser til salg af værdipapirer (fx aktier), der tilbydes en begrænset kreds af investorer. Investor køber værdipapirer (fx aktier) i selskabet, der derved indgår som en del af selskabets egenkapital. Private placement adskiller sig fra en børsnotering, hvor aktierne sælges på et åbent marked.
<b>Rating</b>	Et kreditvurderingsbureaus vurdering af et selskabs kreditværdighed.
<b>ROCE</b>	ROCE er et udtryk for afkastet af den investerede kapital og viser forholdet mellem resultatet af primær drift og den gennemsnitligt investerede kapital.
<b>Salgsret (put-option)</b>	En ret til under visse betingelser at kunne sælge aktierne til staten. Aktierne kan enten sælges til staten ved deres handelsværdi eller ved et garanteret minimumsafkast eller ved en kombination af begge. Da DONG Energy på dette tidspunkt ikke var børsnoteret, skulle en eventuel handelsværdi fastsættes af uafhængige investeringsbanker, mens et garanteret minimumsafkast kunne være, at investoren fx sælger 60 % af aktierne til staten, fastsat som anskaffelsesprisen tillagt en årlig fast rente på fx 3,25 %. 40 % af aktierne sælges til deres handelsværdi.



**Syndikatbanker**

Banker, der indgår i et syndikat i forbindelse med en børsnotering. Et syndikat er en midlertidig, professionel finansiel koncern dannet med det formål at håndtere en stor transaktion, der ville være svær eller umulig for de involverede at håndtere individuelt. Syndikatbankernes rådgivningsenheder har bistået med forberedelsen af børsnoteringen af DONG Energy. Syndikatbankerne har også bankanalytikere, som anses for at være uafhængige af syndikatbankernes rådgivningsenheder.

**TSR**

TSR (Total Shareholder Return) er den engelske betegnelse for det samlede afkast til aktionærerne. TSR beregnes på baggrund af udviklingen i aktiekursen (slutkurs minus startkurs) plus udbetalt udbytte.

**VDD-rapporter**

VDD-rapporter (Vendor Due Diligence) består af en finansiel, kommerciel og juridisk gennemgang af udvalgte forretningsområder, herunder eventuelle særlige aktiver i selskabet.