



Folketingets Finansudvalg
Christiansborg

Finansministeren

17. december 2013

Svar på Finansudvalgets spørgsmål nr. 1 (Aktstykke nr. 37 - § 7)
af 10. december 2013 stillet efter ønske fra René Christensen
(DF)

Spørgsmål

”Vil ministeren redegøre for begrundelsen i forhold til mindretalsbeskyttelsen fordelt på de ni særlige punkter, hvor New Energy Investment får vetoret?”

Svar

De samlede aftaler, herunder investorernes rettigheder, er resultat af en forhandling med alle tre investorer. Det er efter Finansministeriets opfattelse ikke udsædvanligt, at større mindretalsaktionærer får den type rettigheder, der indgår i aftalerne.

For New Energy Investment er formålet med den aftalte mindretalsbeskyttelse at sikre mod, at staten i kraft af sin aktiemajoritet i princippet kan gennemtrumfe beslutninger, der kan forringe værdien af deres investering væsentligt. Det bemærkes i den forbindelse, at det forhold, at der i forhold til visse beslutninger er krav om New Energy Investments samtykke, formentlig også har værdi for de øvrige mindretalsaktionærer, herunder ATP og PFA. Således har alle de nye investorer haft et ønske om en udvidet mindretalsbeskyttelse i forhold til selskabsloven, men idet New Energy Investment vil blive klart den største mindretalsaktionær, har det været naturligt, at det generelle ønske om udvidet mindretalsbeskyttelse er blevet udmøntet som et krav om deres samtykke i forhold til en række væsentlige beslutninger.

Bestyrelsesbeslutninger

Som det fremgår af aktstykke 37, kan en række bestyrelsesbeslutninger kun træffes med New Energy Investments samtykke. Det drejer bl.a. om følgende:

1. Væsentlige afvigelser fra den forretningsplan, der ligger til grund for aktionær-overenskomsten, herunder opstart af virksomhed inden for nye forretningsområder og/eller i lande, hvor DONG Energy i dag ikke er til stede.
2. Større opkøb og frasalg, som ikke indgår i forretningsplanen
3. Større investeringer, som ikke indgår i forretningsplanen
4. Væsentlige udstedelser af ny kapital og hybridkapital

5. Fusion, spaltning og likvidation af DONG Energy og væsentlige datterselskaber
6. Udskiftning i direktionen (administrerende direktør og finansdirektør)
7. Væsentlige ændringer i DONG Energys risikopolitik og mandater under den
8. Væsentlige transaktioner eller andre aftaler med selskabets aktionærer, med mindre disse indgås på armslængdevilkår
9. Udlodninger, inkl. aktietilbagekøb, udover den aftalte udbyttepolitik

Som også nævnt i aktstykket, gælder kravet om New Energy Investments samtykke ikke i forhold til den af DONG Energy-ejede naturgasinfrastruktur, så længe og i det omfang staten er forpligtet i henhold til lov eller politisk aftale til at fastholde kontrollen også disse aktiver.

Indledningsvist bemærkes, at det sidste punkt også vedrører beslutninger truffet på generalforsamlingen, da udlodninger, inkl. aktietilbagekøb, ultimativt besluttet af generalforsamlingen. Derfor vedrører dette svar primært de øvrige punkter.

Når der er indarbejdet denne type mindretalsbeskyttelse, er begrundelsen, at New Energy Investment har ønsket en beskyttelse mod, at staten i kraft af sit majoritetsejerskab kan gennemtrumfe beslutninger, der ikke er forretningsmæssigt fornuftige.

I forhold til at vurdere konsekvenserne af denne mindretalsbeskyttelse er det for først væsentligt, at den indgåede, betingede aktionæroverenskomst grundlæggende bygger på en enighed mellem parterne, dvs. New Energy Investment, ATP, PFA og Staten samt DONG Energy (der ikke formelt er part i aktionæroverenskomsten) om selskabets fremtidige strategi og investeringsplan. Denne enighed er bl.a. baseret på en af selskabet udarbejdet forretningsplan frem til 2020, idet der dog mellem parterne, inkl. DONG Energy, er enighed om, at forretningsplanen på enkelte områder skal justeres i forhold til det af selskabet frem til aftalernes indgåelse forudsatte.

Denne forretningsplan indeholder en række større, konkrete investeringsprojekter, som allerede er bestyrelsesgodkendt, eller der forventes forelagt bestyrelsen i de kommende år, ligesom den også indeholder en række mulige, konkrete frasalgs-, finansieringsplaner mv. Graden af konkretisering er i sagens natur større i de kommende år, mens forretningsplanen på visse punkter bliver mere generisk, jo tættere på 2020, man kommer.

Idet kravet om New Energy Investments samtykke som udgangspunkt gælder ved væsentlige afvigelser fra den aftalte forretningsplan, inkl. aftalte justeringer er af denne, forventes der som udgangspunkt ikke at være væsentlige konsekvenser af punkterne 1-5 ovenfor. I den forbindelse bemærkes, at der for disse punkter gælder et væsentlighedskriterium, hvorfor selskabets ledelse kan tilrettelægge driften

af selskabet, gennemføre mindre investeringer, frasalg mv., uden at det forudsætter samtykke fra New Energy Investment.

Der er to situationer, hvor kravet om New Energy Investments samtykke potentielt kan få betydning. Den ene er, hvis visse af de investeringer, der indgår i forretningsplanen, på tidspunktet, hvor der skal træffes endelig investeringsbeslutning, viser sig at give et lavere forventet afkast end de benchmark, selskabet selv anvender. I tilfælde, hvor det forventede afkast er lavere end selskabets egne benchmark, vil meget imidlertid tale for, at bestyrelsen under alle omstændigheder ville stoppe investeringen, med mindre andre forhold talte for at fortsætte. Men hvis argumenterne for at fortsætte hviler på forretningsmæssige overvejelser, må det formodes, at New Energy Investment også ville se en interesse i at gennemføre investeringen.

Den anden situation er i tilfælde, hvor DONG Energy kunne se fordele i at gennemføre fx frasalg, opkøb og/eller investeringer, der ikke i dag er planer om og derfor ikke indgår i forretningsplanen. Da der netop er tale om dispositioner, som ikke kendes i dag, er det i sagens natur ikke muligt at vurdere konsekvenser i forhold til disse. Finansministeriet finder dog, at New Energy Investment med rimelighed må formodes at ville være indstillet på at give sit samtykke, hvis dispositionerne er til gavn for selskabet og dermed sine aktionærer, herunder staten.

I forhold til punkt 6, udskiftning af direktion (adm. direktør og finansdirektør), finder Finansministeriet, at det som udgangspunkt må forventes, at der navnlig i forhold til afskedigelse/ansættelse af den adm. direktør og dennes ansættelsesvilkår altid bør sikres enighed i bestyrelsen. I praksis vil en situation, hvor der ikke er fuld tillid mellem en bestyrelse og direktionen, i ethvert selskab være uholdbar. Dette betyder på den ene side, at afskedigelse af et direktionsmedlem må være konsekvensen, hvis størstedelen af bestyrelsen har mistet tilliden til den pågældende, og på den anden side, at alle bestyrelsesmedlemmer bør støtte ansættelsen af et nyt direktionsmedlem.

I forhold til punkt 7, væsentlige ændringer i DONG Energys risikopolitik og mandater under denne, bemærkes, at den af bestyrelsen besluttede risikopolitik i DONG Energy er et centralt styringsinstrument, givet selskabets forretningsområder. Da New Energy Investment må antages at have sammenfaldende interesser med de øvrige aktionærer, herunder staten, i forhold til at styre de risici, selskabet kan påtage sig, vurderer Finansministeriet ikke, at kravet om samtykke på dette punkt vil få nævneværdige konsekvenser.

Endelig bemærkes i forhold til punkt 8, transaktioner med selskabets aktionærer, at kravet om New Energy Investments samtykke skal ses i lyset af risikoen for, at navnlig staten i princippet kunne indgå en aftale med DONG Energy, der var lukrativ for staten, men til ugunst for selskabets øvrige aktionærer. I praksis vurderes konsekvenserne at være beskedne, da staten i henhold til selskabsloven ikke

kan udnytte sit majoritetsejerskab til at opnå særlige fordele på bekostning af mindretsaktionærerne.

Mindretsbeskyttelse i forhold til generalforsamlingsbeslutninger mv.

Udover de bestyrelsesbeslutninger, der forudsætter New Energy Investments samtykke, er der som beskrevet i aktstykket givet en udvidet mindretsbeskyttelse i forhold til visse beslutninger truffet af generalforsamlingen, idet vedtagelse forudsætter samtykke fra New Energy Investment.

Det gælder for det første vedtægtsændringer, der i henhold til selskabslovens skal vedtages med 2/3's flertal. Begrundelsen er den samme som den, der gælder i forhold til ovennævnte bestyrelsesbeslutninger, nemlig at New Energy Investment har ønsket at beskytte sig mod, at staten på generalforsamlingen kan træffe beslutninger, der væsentlige forringer værdien af deres investering.

For det andet gælder kravet om New Energy Investments samtykke også i forhold til situationer, hvor en bestyrelsesbeslutning, der forudsætter New Energy Investments samtykke, løftes til beslutning på en generalforsamling. Uden denne beskyttelse ville staten kunne omgå samtykkekravet i forhold til bestyrelsesbeslutninger ved at løfte beslutningerne til generalforsamlingen.

For det tredje gælder som nævnt ovenfor, at generalforsamlingen ikke uden New Energy Investments samtykke kan beslutte udlodninger til aktionærerne, inkl. aktietilbagekøbsprogrammer, ud over den aftalte udbyttepolitik. Begrundelsen for dette er, at beslutninger om udlodninger til aktionærer er af væsentlig betydning for et selskabs kapitalstruktur og dermed bl.a. dets fremtidige investeringskapacitet og eventuelt også ratings og lånevilkår.

Desuden gælder for det fjerde som beskrevet i aktstykke nr. 37, at New Energy Investment får ret til at udpege ét bestyrelsesmedlem samt to observatører. De to observatører kan deltage i bestyrelsens drøftelser, men har ikke stemmeret. ATP får ret til at indstille ét medlem, som vælges af staten. Såfremt staten ikke følger ATP's indstilling, har ATP ret til én observatør. New Energy Investment vil derudover få ret til repræsentation ved enten et medlem eller en observatør i komitéer nedsat af bestyrelsen. Dvs. aktuelt Vederlagskomitéen samt Revisions- og Risikokomitéen.

Heri ligger også en udvidet mindretsbeskyttelse, da bestyrelsesmedlemmer i henhold til aktieselskabsloven vælges af generalforsamlingen med simpelt flertal, hvilket som udgangspunkt betyder, at en majoritetsaktionær ensidigt kan vælge samtlige generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer (men i sagen natur ikke de bestyrelsesmedlemmer, der vælges af medarbejderne).

Afslutningsvis skal nævnes, at de indgåede, betingede aftaler giver mindretsaktionærerne indsigt i og/eller indflydelse på gennemførelsen af den planlagte børsnotering.

Således skal der i forbindelse med gennemførelsen af en børsnotering nedsættes en børsnoteringskomité bestående af fem medlemmer, hvoraf New Energy Investment, ATP, SEAS-NVE og staten udpeger hvert ét medlem, mens det femte medlem er formanden for DONG Energys bestyrelse.

I forhold til parternes indflydelse på gennemførelsen af en børsnotering, sondres der mellem to perioder. Den første periode (Periode 1) løber frem til og med den 45. dag efter offentliggørelsen af årsregnskabet for 2017, mens den anden periode (Periode 2) efterfølgende løber frem til og med 31. december 2020.

I Periode 1 skal der være enighed mellem New Energy Investment og staten om gennemførelsen af en børsnotering. Endvidere skal ATP give deres samtykke, såfremt den forventede værdi af DONG Energy ligger under et givent niveau, der er fastlagt som værdien af DONG Energy straks efter kapitaludvidelsen på 42,5 mia. kr. (før de eksisterende mindretalsaktionærers eventuelle tegning af nye aktier, og reguleret op ved efterfølgende kapitaludvidelser og ned ved efterfølgende udbyttebetalinger mv.). I Periode 2 kan staten ensidigt beslutte at gennemføre en børsnotering.

Begrundelsen for den beskyttelse af New Energy Investment og ATP er, at de har ønsket beskyttelse mod, at staten i Periode 1 gennemfører en børsnotering til uforholdsmæssig lav kurs. Dette skal ses i lyset af, at mindretalsaktionærernes ret til at sælge deres aktier til staten som hovedregel først opstår fra starten af Periode 2, og at den bortfalder ved en gennemført børsnotering.

Med venlig hilsen

Bjarne Corydon