

13/01004-1

**Esbek Bak**

---

**Fra:** Ole Hillebrandt <ohi@seas-nve.dk>  
**Sendt:** 14. marts 2013 09:27  
**Til:** Peter Brixen  
**Cc:** Jakob Buhl Vestergaard; Anne Pontoppidan Sørensen  
**Emne:** SV: DONG

Kære Peter

Ud over os 3 fra forhandlingsudvalget, så deltager Carsten Høegh fra Østjysk Energi samt Mikael Boye fra Horsens på mødet i dag, således vi fra vores side i alt kommer 5 personer.

Vi ses kl. 17.  
Mvh. Ole

---

**Fra:** Peter Brixen [<mailto:PBR@fm.dk>]  
**Sendt:** 7. marts 2013 09:10  
**Til:** Ole Hillebrandt  
**Cc:** 'Jan Vorup Nielsen' ([jan@se.dk](mailto:jan@se.dk)); Mogens Vig Pedersen ([mvp@enho.dk](mailto:mvp@enho.dk)); Jakob Buhl Vestergaard; Anne Pontoppidan Sørensen  
**Emne:** SV: DONG

Kære Ole

Torsdag den 14. marts, kl. 17, er OK med os. Så det er en aftale.

Med venlig hilsen

Peter

---

**Fra:** Ole Hillebrandt [<mailto:ohi@seas-nve.dk>]  
**Sendt:** 6. marts 2013 23:10  
**Til:** Peter Brixen  
**Cc:** 'Jan Vorup Nielsen' ([jan@se.dk](mailto:jan@se.dk)); Mogens Vig Pedersen ([mvp@enho.dk](mailto:mvp@enho.dk)); Jakob Buhl Vestergaard; Anne Pontoppidan Sørensen  
**Emne:** SV: DONG

Kære Peter  
Hvad siger I til et møde hos jer på torsdag den 14. marts kl. 17.00?  
Med venlig hilsen

**Ole Hillebrandt**  
Økonomidirektør  
Telefon direkte: 70292525 • Mobil: 20102057

**SEAS-NVE**  
Hovedgaden 36 • 4520 Svanninge  
Telefon: 70292900 • [www.seas-nve.dk](http://www.seas-nve.dk)

---

**Fra:** Peter Brixen [<mailto:PBR@fm.dk>]  
**Sendt:** 1. marts 2013 09:21  
**Til:** Ole Hillebrandt  
**Cc:** 'Jan Vorup Nielsen' ([jan@se.dk](mailto:jan@se.dk)); Mogens Vig Pedersen ([mvp@enho.dk](mailto:mvp@enho.dk)); Jakob Buhl Vestergaard; Anne Pontoppidan Sørensen  
**Emne:** SV: DONG  
Kære Ole  
Tak for din mail.

I forhold til møderækken vil vi i første omgang foreslå et møde i starten af den uge, der starter den mandag den 11. marts.

Bortset fra tirsdag den 12. marts om formiddagen har vi en stort fri kalender i den uge, så hvis I kunne finde et tidspunkt, der passer jer, vil det være fint.

Vi vil på mødet bl.a. kunne give jer en orientering om den proces, der nu er ved at blive iværksat ift. at afdække mulighederne for at få private investorer, de forhold, som vi skal lagttage i den forbindelse, samt i øvrigt også vores tænkning om kapitaludvidelsen. I lyset af det af forestiller jeg mig, at vi så kan drøfte de problemstillinger, der gør sig gældende for de eksisterende mindretsaktionærer, processen i forhold jer osv., herunder de emner, som i øvrigt synes, der er behov for at drøfte.

Med venlig hilsen

Peter

---

**Fra:** Ole Hillebrandt [<mailto:ohl@seas-nve.dk>]

**Sendt:** 25. februar 2013 23:06

**Til:** Peter Brixen

**Cc:** 'Jan Vorup Nielsen' ([jan@se.dk](mailto:jan@se.dk)); Mogens Vig Pedersen ([mvp@enho.dk](mailto:mvp@enho.dk))

**Emne:** DONG

Kære Peter

Tak for sidst.

Som aftalt skal jeg herved meddele dig, at mindretsaktionærerne holder fast i det samme forhandlingsudvalg som tidligere.

Vi talte om, at vi allerede nu skulle få en møderække i kalenderen, vil du komme med forslag, således vi inden maj kan nå at få drøftet tingene godt i gennem?

Med venlig hilsen

**Ole Hillebrandt**

Økonomidirektør

Telefon direkte: 70292525 • Mobil: 20102057

**SEAS-NVE**

Hovedgaden 36 • 4520 Svanninge

Telefon: 70292900 • [www.seas-nve.dk](http://www.seas-nve.dk)

**Esben Bak**

---

**Fra:** Peter Brixen  
**Sendt:** 7. april 2013 11:08  
**Til:** 'Mikael Boye Enig'  
**Cc:** 'Carsten Høegh Christiansen'; Mogens Vig Pedersen; Jan Vorup Nielsen; Ole Hillebrandt; Anne Pontoppidan Sørensen  
**Emne:** SV: DONG møderække m.m.  
**Vedhæftede filer:** Overordnet tidsplan - april 2013.doc; DONG Energy - aftaletekst 26022013.pdf; 20130222\_Pacer\_MoF\_Strategic Alternatives vSENT2.pdf; DONG - notat til forligskreds.pdf; Kulbrintebeskatning - kapitaludvidelse i DONG Energy.pdf

Kære alle

Herved som aftalt yderligere oplysninger om den processen i forhold til den påtænkte kapitaludvidelse i DONG Energy.

### 1. Den overordnede proces

Formentlig i morgen vil DONG Energy og selskabets rådgivere begynde at kontakte et større antal potentielle investorer i DONG Energy og dermed startes en proces, som - hvis alt går efter planen - vil løbe frem til efteråret, jf. vedhæftede dokument med tidsplanen. Vi er kommet lidt senere i gang end oprindeligt forventet. Det skyldes bl.a., at DONG Energy er ved at opdatere deres finansielle prognoser for de kommende år, hvilket skulle være på plads i midten af april, og at det er vurderet hensigtsmæssigt, at dialogen med potentielle investorer tager udgangspunkt i de nye prognoser.

I anden halvdel af april vil de investorer, der måtte være interesserede blive tilbudt et møde med CEO og CFO'en. Disse møder vil ske på grundlag af en investorpræsentation, der er under udarbejdelse, men skal opdateres i lysset af den nye prognose.

I forhold til de eksisterende mindretalsaktionærer har jeg anmodet DONG Energy om, at de stiller sig til rådighed for et møde med jer i slutningen af april, hvor I kan få en tilsvarende gennemgang af DONG Energys forventninger til de kommende års finansielle udvikling. DONG Energy er endnu ikke vendt tilbage med et konkret tidspunkt for et sådant møde, men jeg vil rykke dem primært i den kommende uge. Mødet kan på grund af behovet for at få opdateret selskabets prognoser desværre ikke finde sted tidligere.

### 2. Processen mellem de eksisterende mindretalsaktionærer og Finansministeriet

Aktuelt har jeg vanskeligt ved at vurdere behovet for, at vi mødes i vores kreds, men vi stiller naturligvis meget gerne op, såfremt I har spørgsmål, som I ønsker at drøfte, og formentlig vil det under alle omstændigheder være hensigtsmæssigt, at vi lagde et møde i kalenderen i løbet af april.

En mulighed kunne være, at vi prøvede at lægge et møde i kalenderen primo uge 16 (dvs. mandag den 15. eller tirsdag den 16.), hvor vi kan drøfte, hvad der måtte være af spørgsmål, som I eller vi måtte ønske at vende.

Som alternativ eller supplement kunne vi også afholde et møde i tilknytning til generalforsamlingen i DONG Energy den 22. april. For vores vedkommende kunne et sådant møde enten starte kl. 12.30 (generalforsamlingen er kl. 13.30) eller umiddelbart efter generalforsamlingen.

Som sagt stiller vi meget gerne op, når I måtte ønske det, så vend gerne tilbage med de ønsker om møder, som I måtte have, samt de eventuelle spørgsmål, som I gerne vil drøfte.

### 3. Andre forhold

Som I formentlig har set i pressen i sidste uge har Standard & Poors besluttet at ændre deres kriterier for, hvornår hybridkapital kan tildeles 100 pct. egenkapitalvægt, hvilket betyder, at DONG Energys hybridkapital ikke umiddelbart kan opretholde den nuværende egenkapitalvægt, hvilket alt andet lige vil presse selskabets kapitalstruktur yderligere. Finansministeriet har haft en indledende dialog med DONG Energy om sagen med henblik på at afdække, hvordan den opståede situation bedst muligt kan håndteres.

Til orientering har jeg endeligt vedhæftet følgende:

- i. De politiske aftale, der danner grundlag for Finansministeriets deltagelse i forhold til arbejdet med kapitaludvidelsen
- ii. En præsentation fra Danske Bank samt et supplerende notat fra Finansministeriet, der forklarer rationale for at gennemføre kapitaludvidelsen
- iii. Et notat fra Finansministeriet, der beskriver sammenhængen mellem behovet for en kapitaludvidelse her og nu og regeringens forslag om at ændre kulbrintebeskatningen for licenser tildelt før 2004.

Med venlig hilsen

Peter

---

**Fra:** Mikael Boye Enig [<mailto:mbe@insero.dk>]

**Sendt:** 3. april 2013 09:20

**Til:** Peter Brixen

**Cc:** 'Carsten Høegh Christiansen'; Mogens Vig Pedersen; Jan Vorup Nielsen; Ole Hillebrandt

**Emne:** DONG møderække m.m.

Hej Peter,

Tak sidst, mødet i finansministeriet den 14. marts.

På mødet aftalte vi, at du ville vende tilbage med forslag til en møderække, samt nogle slides på hvordan den fortsatte proces kommer til at forme sig og hvad den kommer til at indeholde.

Som du formentlig ved, ligger der en række repræsentantskabsmøder og venter, heriblandt Østjysk Energis den 18. april, så vi er meget interesserede i få sat en snarlig møderække op, få mere indblik i processen og få afklaret vore spørgsmål inden vi går ind i maj-vinduet.

Vi du vende tilbage snarest muligt? Gerne med kredsen her cc, da jeg ikke er tilgængelig torsdag og fredag.

På forhånd tak.

Med venlig hilsen

**Mikael Boye Enig**  
Økonomichef



Vitus Bering Innovation Park  
Chr. M. Østergaards Vej 4a  
DK-8700 Horsens

M +45 41 32 98 35  
T: +45 87 36 98 35  
[mbe@insero.dk](mailto:mbe@insero.dk)

Se mere på [www.insero.dk](http://www.insero.dk)

Bemærk vi har skiftet navn fra Energi Horsens!

## Notat

26. februar 2013

---

### DONG Energy – aftaletekst

Parterne (Socialdemokraterne, Socialistisk Folkeparti, Radikal Venstre, Venstre, Dansk Folkeparti og Det Konservative Folkeparti) bag aftalen af 7. oktober 2004 om vilkår for salg 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 udover det angivne interval forudsætter deltagelse fra andre investorer end staten.

Parterne bekræfter samtidig, at det fortsat er hensigten at gennemføre et salg af aktier i DONG Energy A/S til en bred ejerkreds i tilknytning til en borsintroduktion af DONG Energy A/S, når forudsætningerne for et sådant salg er til stede, idet staten også efter et sådant aktiesalg skal have aktiemajoriteten.

Den statslige aktiemajoritet skal sikre, at staten kontrollerer den af DONG Energy ejede naturgasinfrastruktur. Kravet om aktiemajoritet er derfor ikke til hinder for frasalg af andre af DONG Energy's forretningsområder, eller at staten kan have en lavere ejerandel, hvis andre af DONG Energy's forretningsområder udspaltes i separate selskaber.

## Notat

7. april 2013

### DONG Energy – overordnet tidsplan for kapitaludvidelse

Den overordnede tidsplan i forhold til den planlagte kapitaludvidelse i DONG Energy indeholder tre faser, *jf. tabel 1*. Ved afslutningen af hver fase vil der blive truffet beslutning om, hvorvidt der er grundlag for at gå videre.

*Tabel 1. Foreløbig overordnet tidsplan*

April	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Kontakt til potentielle investorer</li><li>2. Indledende investormoder (CEO+CFO)</li><li>3. Forberedelse af management præsentation</li></ol>
Maj	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Første "go-no go" beslutning (primo)</li><li>2. Management præsentationer</li><li>3. Model til og droftelser med mulige investorer</li></ol>
Juni-august	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Anden "go-no go"-beslutning (primo/medio)</li><li>2. Åbning af datarum</li><li>3. Q&amp;A med management</li><li>4. Forhandlinger om aktionæroverenskomst</li></ol>
August	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Tredje "go-no go" beslutning</li></ol>
September og frem	<ol style="list-style-type: none"><li>1. Formalisering af aftaler (Folketing mv.)</li></ol>

#### **Fase 1**

Et større antal indenlandske og udenlandske investorer kontaktes af DONG Energy og deres rådgivere formentlig fra den 8. april 2013. Investorer, der udtrykker interesse, vil få tilsendt en "teaser", der er et kort dokument, der beskriver DONG Energy baseret på offentliggjort materiale, og blive tilbudt et møde med CEO og CFO. Disse møder er planlagt til at finde sted i anden halvdel af april.

#### **Fase 2**

Baseret på den feedback, der kommer fra eventuelt interesserede investorer, og antallet af interesserede investorer, vil et antal interesserede investorer blive inviteret til egentlige management præsentationer, få adgang til datarum osv. Management præsentationerne forventes at finde sted i anden halvdel af maj. På grundlag heraf vil de interesserede investorer blive anmodet om at fremskaffe med indikative forslag til vilkår for deltagelse i kapitaludvidelsen.

#### **Fase 3**

Parallelt med, at investorerne får adgang til datarum, Q&A-sessioner med ledelsen osv., indledes forhandlinger om aktionæroverenskomst mellem staten og de interesserede investorer.

## Kulbrintebeskatning – kapitaludvidelse i DONG Energy

3. marts 2013

### Spørgsmål

Hvad er sammenhængen mellem ændringen af kulbrintebeskatningen og den påtænkte kapitaludvidelse i DONG Energy?

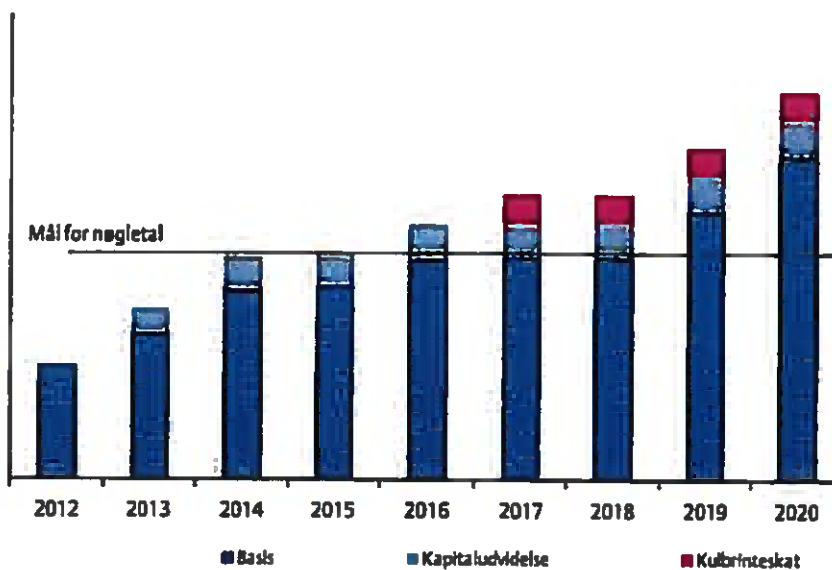
### Svar

Der er ingen sammenhæng mellem den påtænkte kapitaludvidelse i DONG Energy og den af regeringen foreslåede ændring af kulbrintebeskatningen.

Behovet for kapitaludvidelsen skyldes således en aktuel lav indtjening i DONG Energy, mens stramningen af kulbrintebeskatningen først forventes at påvirke indtjeningen fra 2017 og frem.

DONG Energy's udfordring er, at indtjeningen i 2012 var forholdsvis lav, og at den kun gradvist forventes forbedret i de kommende år. Det betyder, at forholdet mellem driftsindtjeningen og den rentebærende nettogæld ved udgangen af 2012 lå væsentligt under selskabets mål, der skal sikre selskabet en fortsat rating på BBB+, *jf. figur 1*. Figuren er alene en illustration af effekterne af kapitaludvidelsen og stramningen af kulbrintebeskatningen, da den er baseret på informationer fra Serviceeftersynet og DONG Energy, der ikke nødvendigvis bygger på de samme forudsætninger om fx oliepris, feltudbygningsomkostninger osv.

Figur 1  
Illustration af effekter af kapitaludvidelse og ændret kulbrintebeskatning



I forhold til ratingbureauerne er det ikke nødvendigvis et problem, at ratingnøgletallene midlertidigt kommer under det krævede niveau. Hvis der således er en troværdig plan for, hvordan selskabet inden for en kort tidshorisont vil opfylde kravene til nøgletallene, kan den ønskede rating fastholdes.

DONG Energy offentliggjorde den 27. februar 2013 en plan for, hvordan selskabet inden udgangen af 2014 igen vil opfylde kravet til det centrale nøgletal, hvilket vil ske gennem en forbedring af driftsindtjeningen, en reduktion i væksten af den rentebærende nettogæld gennem frasalgv mv. samt en kapitaludvidelse på mindst 6-8 mia. kr. Som illustreret er kapitaludvidelsen afgørende for at opfylde nøgletalsmålet ved udgangen af 2014.

Alternativer til kapitaludvidelsen ville være, at DONG Energy måtte gennemføre stop for alle nye investeringer – bortset fra investeringer, der er nødvendige for at vedligeholde det nuværende kapitalapparat. Et sådant investeringsstop ville betyde, at DONG Energy ikke kunne fastholde den organisation og de kompetencer, der er bygget op gennem en årrække, hvilket på længere sigt om 5-10 år vurderes at ville ødelægge værdi for ejerne. Det er det forhold, der har ført til beslutningen om at arbejde for en kapitaludvidelse i DONG Energy her og nu.

Den foreslåede ændring af kulbrintebeskatningen, hvor størstedelen af DONG Energy's aktiviteter i den danske del af Nordsoen flyttes fra de gamle til de nye regler for kulbrintebeskatningen, vil først påvirke selskabets indtjening fra 2017 og frem. Uanset at overflytningen foreslås at ske pr. 1. januar 2014, vil de overgangsregler, der samtidig foreslås at skulle gælde, betyde, at selskabet får en mindre gevinst i 2014-2015 og kun vil opleve en lille belastning i 2016.

I 2017 vurderes der imidlertid at være så meget luft ned til kravene for nøgletallene, at DONG Energy fortsat vil opfylde dem, selv om indtjeningen reduceres som følge af stramningen af kulbrintebeskatningen.

Afslutningsvis bemærkes, at der i de 27½ mia. kr., som regeringen foreslår anvendt til investeringer i jernbanen, er korrigeret for statens andel af det fald i indtjeningen i DONG Energy, der indtræffer fra 2017 og frem som følge af ændringen af kulbrintebeskatningen.



---

## DONG Energy – grundlag for kapitaludvidelse

På mødet den 20. februar 2013 blev det aftalt, at parterne ville få adgang til materiale udarbejdet af Finansministeriets finansielle rådgiver, Danske Bank. Da det materiale, der er modtaget fra Danske Bank dels er temmelig omfattende, dels ikke er selvforklarende, har Finansministeriet anmodet Danske Bank om at sammenstille deres centrale observationer i en mindre præsentation (*vedlægges*).

I det følgende følger Finansministeriets forklarende kommentarer til præsentationen samt en række supplerende oplysninger.

### 1. Udgangspunktet

Som det fremgår af det notat, der blev uddelt på mødet den 20. februar 2013, skyldes DONG Energy's aktuelle udfordring primært, at en kombination af lave kul- og CO<sub>2</sub>-kvotepriser på den ene side og en forholdsvis høj oliepris på den anden side har ført til markante tab og nedskrivninger på selskabets naturgasaktiviteter. Det samme er tilfældet for en række andre europæiske energiselskaber, der er aktive på naturgasmarkederne i Europa.

Den faldende indtjening betyder, at DONG Energy's rating er kommet under pres. Det er illustreret på side 4 i materialet fra Danske Bank i den første figur.

Det centrale finansielle nøgletal, som ratingbureauet Standard & Poors anvender, hedder justeret rentebærende nettogæld i forhold til pengestrømme fra driften (Adjusted Debt relative to Funds from Operations). Et højt nøgletal, dvs. nettogælden er høj relativt til pengestrømmen fra driften, vil give en lavere rating.

DONG Energy har som målsætning en rating på BBB+ eller bedre. Dette kræver, at selskabets nettogæld i forhold til pengestrømmene fra driften skal ligge inden for eller under det med blåt skraverede område i figuren. Kravet skal ikke nødvendigvis være opfyldt i alle år, men det er afgørende for at fastholde ratingen, at selskabet kan sandsynliggøre, at det inden for 1-2 vil opfylde kravet.

Som det fremgår af figuren, ligger nøgletallet ved udgangen af 2012 markant over det båndet, hvilket illustrerer, hvorfor DONG Energy's rating er under pres. Det fremgår endvidere, at nøgletallet i alle årene frem til 2016 ligger over det krævede for en rating på BBB+.

I dette "business-as-usual"-scenario vil DONG Energy med stor sandsynlighed blive nedgraderet, hvilket vil øge selskabets låneomkostninger samt kunne vanskeliggøre selskabets evne til at drive forretningen (fx krav om garantier fra modpartner, dårlig vilkår i indkøbsaftaler osv.).

## 2. Alternative scenarier

Da "business-as-usual"-scenariet vil være forbundet med betydelige risici og formentlig ikke vil muligt i praksis, er der vist to alternative scenarier, der begge sigter mod at fastholde selskabets rating.

I det ene scenarie ("Investment Halt") træffes der i de kommende år ikke nye investeringsbeslutninger, mens allerede besluttede investeringer gennemføres. Forholdet mellem nettogæld og pengestrømme fra driften forværrer i 2013 i forhold til 2012, hvorefter effekten af, at der ikke besluttes nye investeringer, gradvist fører til en markant forbedring af nøletallet frem mod 2016.

I det andet scenarie ("Recapitalisation and de-risking") tilføres DONG Energy 7 mia. kr. i ny egenkapital i 2013, og i forhold til "business-as-usual"-scenarier sker der en vis tilpasning af investeringsprogrammet, og der gennemføres en række yderligere frasalg, hvilket tilsammen kan reducere selskabets generelle risikoprofil.

Kapitalindsuddet bevirker, at der allerede i 2013 sker en væsentlig forbedring af forholdet mellem nettogæld og pengestrømmene fra driften, og at selskabet ved udgangen af 2014 opfylder kravet for en BBB+-rating. Derefter stabiliseres selskabets nettogæld, men en gradvis forbedring af pengestrømmene fra driften betyder, at det finansielle nøletal også forbedres frem mod 2016.

## 3. Finansministeriets supplerende bemærkninger

Den første væsentligste observation er, at figurerne understreger, at DONG Energy ikke er i en situation, hvor tilførslen af kapital er en forudsætning for selskabets overlevelse. Selskabet kunne ved ikke at træffe nye større investeringsbeslutninger selv arbejde sig ud af sine aktuelle udfordringer, og efterhånden, som de allerede igangværende investeringsprojekter afsluttes i årene frem til ca. 2016, vil indtjeningen gradvist forbedres, og aktionærerne vil få et rimeligt afkast af den investerede kapital.

Dermed bliver spørgsmålet for det andet, om et sådant investeringsstop på lang sigt er til fordel for aktionærerne, eller om aktionærerne vil opnå et bedre langsigtet afkast ved at åbne for en kapitaludvidelse, der kan gøre det muligt at gennemføre det planlagte investeringsprogram (der dog vil være noget lavere, end det selskabet indtil efteråret 2012 opererede med), jf. også sammensætningen på s. 3 i materialet fra Danske Bank.

Et aspekt i besvarelsen af dette spørgsmål er, at de investeringsprojekter, som DONG Energy er engageret i inden for havvindmølleparker og efterforskning og produktion af kulbrinter, typisk er store enkeltstående projekter. DONG Energy har i de senere opbygget organisationer på hvert af de to områder, der har de nødvendige kompetencer til at vurdere, forberede og gennemføre denne type af investeringsprojekter. Det er imidlertid en forudsætning for at fastholde disse organisationer, at der er lobende "flow" af nye projekter, da store dele af organisationen ellers reelt ikke ville have noget at lave i lange perioder. Et investeringsstop

(eller markant nedskalering af investeringsprogrammet) vil derfor betyde, at organisationerne i væsentlig grad vil skulle afvikles.

Det vil have den konsekvens, at det kan blive meget svært for DONG Energy at generobre det vidensforspring, som selskabet i dag har inden for navnlig havvindmøller, men også på specifikke områder inden for efterforskning og produktion af kulbrinter, når selskabet om 4-5 år i investeringsstopscenariet igen er blevet så finansielt robust, at der igen er plads til at foretage nye større investeringer.

Finansministeriet vurderer derfor, at scenariet med et investeringsstop væsentligt vil reducere den samlede værdiskabelse i DONG Energy på langt sigt, hvorfor det ud fra statens finansielle interesse i selskabet samlet set vil være en fordel, hvis der gennem en kapitaludvidelse med deltagelse af nye såvel som eksisterende aktionærer skabes grundlag for, at DONG Energy kan fastholde selskabets kompetencer inden for havvindmøller og efterforskning og produktion af kulbrinter.

Finansministeriet skal for det  *tredje* pege på, at DONG Energy's aktiviteter inden for efterforskning og produktion af kulbrinter hidtil har givet et afkast, der har overstegt selskabets kapitalomkostninger og dermed skabt værdi for aktionærerne. Tilsvarende gælder, at de havvindmølleparker, som allerede er opført og taget i brug, samlet set forventes at være værdiskabende for aktionærerne. Denne "track record" udgør en væsentlig del af grundlaget for at anbefale en kapitaludvidelse som hensigtsmæssig i forhold til alternativet med et investeringsstop.

DRAFT FOR DISCUSSION

STRICTLY PRIVATE AND CONFIDENTIAL



FINANSMINISTERIET

**Discussion Materials**  
**Summary Observations on Financial Recovery Options for DONG Energy**  
**February 22, 2013**

Holmens Kanal 2-12  
1092 Copenhagen K  
Denmark

Pohjoisesplanadi 37A  
00100 Helsinki  
Finland

Stortingsgaten 6  
0107 Oslo  
Norway

Normalmstorg 1  
103 92 Stockholm  
Sweden

# Background and Current Situation

## DONG Energy Needs to Put Forward a Credible Plan to Address the Threat of a Rating Downgrade

### Background

- Since 2009 DONG Energy's cash flow before financing has been negative primarily due to a large investment programme
- On October 24, 2012, S&P lowered DONG Energy's rating from A- to BBB+ (neg.)
- In 2012, both profits and cash flow before financing were negative and outlook for the near term also remains negative
- On December 12, 2012 DONG Energy's management presented DONG Energy's 2020 Strategy and Financial recovery plan including a range of recovery scenarios to the Board of Directors (presented to MoF and DBCF on January 17, 2013)

### Credit Rating Situation

- An announcement of the 2012 results in isolation would likely cause a rating downgrade
  - A BBB rating would put DONG Energy out of line with its utilities peer group (only Iberdrola has a BBB rating due to the sovereign risk of Spain)
  - Downgrade would increase funding costs and require replacement of PCGs with bank guarantees – size of impact would depend on extent of downgrade and prevailing financial market conditions
  - In addition to direct costs, a downgrade is also likely to restrict the company's flexibility to enter into agreements in relation to future investments on sufficiently attractive terms
- If downgraded, DONG Energy will have to demonstrate a continued track record of improvement to get related to the target minimum rating of BBB+

### Private Placement Considerations

- In order to avoid a major downgrade in connection with the 2012 annual report on February 27, 2013, DONG Energy will likely have to present a credible financing plan
  - Given the fact that cash flow improvements from potential additional divestments and reductions in investments will only have a limited impact on short term credit metrics, additional equity is likely required to maintain the current credit quality of DONG Energy
  - Financing plan should mitigate risk of rating agencies assuming a worst case scenario (i.e. no new capital injection combined with sustained negative cash flow before financing in the shorter term)
- The size of a private placement in combination with potential additional divestments and reductions in investments is subject to the owners' desired business profile of DONG Energy
- Depending on the size of a transaction, a private placement would likely require participation from the Kingdom of Denmark and potentially a combination of new domestic and international investors
  - New investors would likely require a valuation discount as well as an exit route in the form of an IPO, share buyback or otherwise

# Shareholder Perspectives



Size of Equity Raising, Divestments and Investments is Subject to The Owners' Desired Risk Appetite

Investment  
Programme  
Considerations

Risk Factors

1) Measured as EBITDA post hydrocarbon tax

# Alternative Recovery Options

Halt of All Planned New Investments Would Imply a Drastic Restructuring That May Destroy Value



Description	Impact on Funding Requirements	Rating Perspective	Observations
-------------	--------------------------------	--------------------	--------------

**Analysis of Recovery Options**  
**Credit Metrics Under Different Options**

---





**IMPORTANT NOTICE**

This presentation has been prepared by Danske Bank Corporate Finance ("Danske Bank") on the basis of information ("Information") in relation to DONG Energy. Danske Bank has not independently verified the information, but rather has relied upon and assumed the accuracy and completeness thereof. Thus, Danske Bank hereby expressly disclaims all liability for representations and warranties, expressed or implied, contained herein, or for omissions from the presentation.

Neither this presentation nor any information contained herein shall constitute an offer or an invitation to acquire or sell any activities of or shares in DONG Energy. This presentation is not a prospectus.

This presentation has been prepared exclusively for the benefit and internal use of the Ministry of Finance of Denmark, and no part of the presentation may be discussed or disclosed to any other party without the prior written consent of Danske Bank. This presentation is incomplete without reference to, and should be viewed solely in conjunction with the oral briefing by Danske Bank. This presentation has been prepared and shall be construed in accordance with Danish law.

---

13/01004-8

## Esben Bak

---

**Fra:** Peter Brixen  
**Sendt:** 12. april 2013 09:13  
**Til:** 'Mikael Boye Enig'  
**Cc:** 'Morten Weicher'; Anne Pontoppidan Sørensen  
**Emne:** SV: DONG møderække m.m.  
**Vedhæftede filer:** Indkaldelse til aktionærmøde 24042013 v2.pdf

Kære Mikael

I forlængelse af nedenstående hermed følgende, som jeg håber, at du vil påtage dig at distribuere til såvel det samlede forhandlingsudvalg og - navnlig i forhold til pkt. 3 og vedhæftede invitation - hele kredsen af mindretalsaktionærer:

1. OK til telefonmøde mellem jer og Finansministeriet den 16. april, kl. 16 (og tak for mødetelefonforslaget).
2. Jeg forsøger at få et mødelokale til rådighed i Skærbæk, som vi kan anvende efter generalforsamlingen den 22. april.
3. Jeg vedhæfter en invitation fra DONG Energy til et aktionær den 24. april med henblik på gennemgang af selskabets situation. I forbindelse med dette møde vil I blive bedt om at underskrive en fortrolighedserklæring, svarende til den som de potentielle nye investorer også vil skulle underskrive, inden de modtager de samme oplysninger. DONG Energy vil vende tilbage til jer om processen for dette.

Lad os vende spørgsmålet om hybridkapitalen på vores telefonmøde på tirsdag.

Med venlig hilsen

Peter

---

**Fra:** Mikael Boye Enig [mailto:mbe@insero.dk]  
**Sendt:** 11. april 2013 16:12  
**Til:** Peter Brixen  
**Cc:** Anne Pontoppidan Sørensen  
**Emne:** SV: DONG møderække m.m.

Hej Peter,

Meget fornemt.

- Ad. 1. Meget gerne tirsdag kl. 16.00. Skal vi holde det på mødetelefon 92900202 og kode 41329835?  
Ad. 2. Helst i forlængelse af, da kredsen sikkert har disponeret deres tid op til mødet men formentlig ikke efter.  
Ad. 3. Super.

Jeg er lidt spændt på analysen af hvad den ændrede vægtning af hybridkapitalen kommer til at betyde for hele øvelsen. Har du nogen fornemmelse af hvornår den kommer til at foreligge?

Med venlig hilsen

Mikael Boye Enig  
M +45 41 32 98 35

---

INSERO HORSSENS

Se mere på [www.insero.dk](http://www.insero.dk)

Bemærk vi har skiftet navn fra Energi Horsens!

---

**Fra:** Peter Brixen [mailto:PBR@fm.dk]  
**Sendt:** 10. april 2013 16:20  
**Til:** Mikael Boye Enig  
**Cc:** Anne Pontoppidan Sørensen  
**Emne:** SV: DONG møderække m.m.

Kære Mikael

Tak for din mail.

1. Den 16. april vil vi kunne deltage i et telefonmøde fra kl. 14.00 og frem (så vælg det tidspunkt, der passer jer bedst).

2. I forhold til mødet i forbindelse med generalforsamlingen havde jeg fået forvekslet et møde, så vi kan både før og efter generalforsamlingen. Da generalforsamlingen starter kl. 13.30, er en mulighed, at vi holder et aktionærmøde kl. 11.30 (det vil give en time plus en time til frokost). Den anden mulighed er at afholde mødet efter generalforsamlingen, dvs. formentlig ca. 14.30. Vi har en lille præference for at holde mødet inden generalforsamlingen, men det er ikke afgørende, så hvis I foretrækker mødet efter generalforsamlingen kan det også lade sig gøre. Hvis I giver en melding på, hvilken mulighed I foretrækker, vil jeg få DONG Energy til at arrangere et mødelokale mv.

3. I forlængelse af min mail fra søndag forventer jeg nu i morgen eller senst fredag at kunne sende en invitation fra DONG Energy til jer vedrørende et møde henimod slutningen af april, hvor I kan få en præsentation svarende til den, som de potentielt nye investorer vil få i løbet af de kommende par uger.

Venlig hilsen

Peter

---

**Fra:** Mikael Boye Enig [mailto:mbe@insero.dk]  
**Sendt:** 10. april 2013 15:55  
**Til:** Peter Brixen  
**Emne:** SV: DONG møderække m.m.

Hej Peter,

Mange tak for fremsendte.

Jeg har vendt spørgsmålet om møderne med de andre (bortset fra Jan Vorup fra SE, som jeg ikke har fanget) og vi er interesserede i et telefonmøde tirsdag den 16. om eftermiddagen. Vil du komme med et par bud på hvornår det kunne passe dig?

Ud over det synes vi det giver mening at holde et møde i forlængelse af generalforsamlingen, hvor de af mindretsaktionærerne der ikke er så tæt på processen, får lejlighed til at få en orientering om den aktuelle status, stille deres egne spørgsmål og komme med deres tilkendegivelser.

Hvis du er enig i sidstnævnte, orienterer jeg gerne kredsen af mindretsaktionærer om at vi holder en sådan seance.

Med venlig hilsen

Mikael Boye Enig  
M +45 41 32 98 35

---

INSERO HORSSENS

Se mere på [www.insero.dk](http://www.insero.dk)

Bemærk vi har skiftet navn fra Energi Horsens!

---

**Fra:** Peter Brixen [mailto:PBR@fm.dk]  
**Sendt:** 7. april 2013 11:08  
**Til:** Mikael Boye Enig

**Cc:** 'Carsten Höegh Christiansen'; Mogens Vig Pedersen; Jan Vorup Nielsen; Ole Hillebrandt; Anne Pontoppidan Sørensen

**Emne:** SV: DONG møderække m.m.



**DONG Energy A/S**  
Nesa Allé 1  
2820 Gentofte  
Denmark

Tel +45 99 55 11 11  
Fax +45 99 55 00 01

[www.dongenergy.com](http://www.dongenergy.com)  
Company no. 38 21 37 28

**Kære Aktionær**

Efter offentliggørelsen af årsregnskabet ultimo februar og udmeldingen omkring ekstern kapital, har vores rådgivere og selskabet arbejdet intensivt på at forberede processen. Der er i den anledning udarbejdet en investorpræsentation, og vi vil gerne invitere jer til et møde, hvor Henrik Poulsen og Carsten Krogsgaard Thomsen gennemgår forretningen og de fremtidige forventninger. Finansministeriet vil ligeledes deltage i mødet.

**11 April 2013**

Mødet vil finde sted onsdag d. 24. april 2013 kl. 11.30-13.30 på DONG Energys kontor, Nesa Allé 1, Gentofte.

Venligst bekræft deltagelse til Jennie Nielsen på [jenni@dongenergy.dk](mailto:jenni@dongenergy.dk) senest fredag d. 19. april 2013.

På gensyn.

Med venlig hilsen

Fritz Schur  
Bestyrelsesformand

Henrik Poulsen  
CEO

13/01004-10

## Esben Bak

---

**Fra:** Mikael Boye Enig <mbe@inero.dk>  
**Sendt:** 15. april 2013 22:03  
**Til:** Peter Brixen  
**Cc:** Mogens Vig Pedersen; 'Carsten Höegh Christiansen'; Ole Hillebrandt; Jan Vorup Nielsen  
**Emne:** DONG: telefonmødet i morgen

Hej Peter,

Vi ser frem til telefonmødet i morgen eftermiddag.

Nogle af de emner vi godt kunne tænke os at drøfte er:

- stillingen for de af mindretsaktionærerne der er gået over til den nye optionsstruktur
- aktionæroverenskomst for mindretsaktionærernes og de vilkår der vil blive os og de nye potentielle investorer til dels
- implikationerne af den ændrede vægtning af den hybride kernekapital som Standard & Poors planlægger for kapitalbehovet

Desuden kommer der sikkert yderligere et par spørgsmål op på mødet.

Vi tales ved.

Med venlig hilsen

**Mikael Boye Enig**  
Økonomichef

---



Vitus Bering Innovation Park  
Chr. M. Østergaards Vej 4a  
DK-8700 Horsens

M +45 41 32 98 35  
T: +45 87 36 98 35  
[mbe@inero.dk](mailto:mbe@inero.dk)

Se mere på [www.inero.dk](http://www.inero.dk)

Bemærk vi har skiftet navn fra Energi Horsens!

13/01004-11

**Esben Bak**

---

**Fra:** Peter Brixen  
**Sendt:** 19. april 2013 09:16  
**Til:** 'Mikael Boye Enig'  
**Emne:** Dagsorden for møde den 22. april  
**Vedhæftede filer:** Aktionærmøde 220413.doc

Kære Mikael

Som aftalt tidligere på ugen hermed udkast til "dagsorden" for det aktionærmøde, der er planlagt til på mandag.

Jeg håber, at du vil kommunikere videre til hele kredsen af mindretalsaktionærer.

Med venlig hilsen

Peter



**FINANSMINISTERIET**

Peter Brixen  
Afdelingschef/Deputy Permanent Secretary  
Direkte telefon: +45 33 92 40 73  
Mobil: +45 25 26 27 48  
E-mail [pbr@fm.dk](mailto:pbr@fm.dk)

# Notat

19. april 2013

---

## DONG Energy – aktionærmøde den 22. april 2013

*Sted:* Skærbæk (samme modelokale som det der anvendes til generalforsamlingen)

*Tid:* Ca. 14.30 (afholdes efter afslutningen af generalforsamlingen)

### Dagsorden

1. Orientering om den igangværende "private placement" proces
2. Droftelse af mindretalsaktionærernes situation

### Kommentar til dagsordenen

I forhold til dagsordenen forventer Finansministeriet ikke at komme med væsentlige nye oplysninger i forhold til dem, der er fremkommet i droftelserne med mindretalsaktionærernes forhandlingsudvalg, hvorfor ideen med mødet primært er at udnytte muligheden, givet at en større kreds af repræsentanter for mindretalsaktionærerne alligevel er samlet i forbindelse med generalforsamlingen.



13/01004-13

**Esben Bak**

---

**Fra:** Thomas Bredsdorff <thomas.bredsdorff@danskebank.dk>  
**Sendt:** 14. juni 2013 14:19  
**Til:** Peter Brixen  
**Cc:** 3042\_DB\_Team/R3042PAC/Intranet/DDB%DKDD804; Anne Pontoppidan Sørensen  
**Emne:** Fw: SEAS / NVE

Kære Peter,

Som aftalt på telefonen mail fra Nordea vedr. SEAS/NVE.

Med venlig hilsen

Thomas Bredsdorff  
Director

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

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

----- Forwarded by Jesper H. Jensen/JESJENS/Intranet/DDB on 06/13/2013 04:41 PM -----

**From:** <[christianhansen@nordea.com](mailto:christianhansen@nordea.com)>  
**To:** Jesper H. Jensen/JESJENS/Intranet/DDB@DKDD804  
**Date:** 06/13/2013 04:16 PM  
**Subject:** SEAS / NVE

Hej Jesper,

SEAS/NVA søger lidt guidance på hvad de skal, såfremt de gerne vil deltage i en kapitaludvidelse.

Hilsen

Christian

Danske Bank A/S CVR-nr. 61125228 – København

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

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

13/01004-14

**Esben Bak**

---

**Fra:** Peter Brixen  
**Sendt:** 21. juni 2013 14:03  
**Til:** 'Ole Hillebrandt'  
**Cc:** Anne Pontoppidan Sørensen; Rasmus Lønborg  
**Emne:** DONG Energy - kapitaludvidelse

Kære Ole

I forlængelse af diverse drøftelser angående SEAS-NVE's stilling ved den kapitaludvidelse, der forventes gennemført i DONG Energy i løbet af 2. halvår 2013, skal jeg hermed på vegne af Finansministeriet tilkendegive følgende.

Det følger af selskabsloven (§ 162), at eksisterende aktionærer ved kontante kapitalforhøjelser har ret til forholdsvismæssig tegning af de nye aktier. Denne fortegningsret kan dog fraviges med samme fiertal, som kræves ved vedtægtsændringer (dvs. 2/3), forudsat at tegningen af de nye aktier sker til markedskurs.

Finansministeriet agter imidlertid ikke forud for den påtænkte kapitaludvidelse at stille eller stemme for forslag på en generalforsamling, der vil indebære en fravigelse fra selskabslovens almindelig regel, og som ville betyde, at de eksisterende mindretalsaktionærer i DONG Energy ville blive frataget retten til at deltage i kapitaludvidelsen. Det ligger også i dette, at mindretalsaktionærernes eventuelle tegning af nye aktier vil ske til samme kurs som den, der vil blive anvendt ved nye aktionærer og/eller statens tegning af nye aktier.

Som omtalt tidligere er det for nærværende forventningen, dels at der skal indgås en aktionæroverenskomst mellem staten og eventuelle nye aktionærer, dels at det efter alt at dømme vil være hensigtsmæssigt at genforhandle den gældende aktionæroverenskomst mellem staten og de eksisterende mindretalsaktionærer. Indholdet og processen for disse (gen)forhandlinger står imidlertid ikke Finansministeriet klart for nærværende, men forhåbentligt bliver vi noget skarpere i løbet af den kommende uges tid, hvilket vi gerne vil drøfte med mindretalsaktionærernes forhandlingsudvalg. Som nævnt er jeg i dialog med Mikael fra Insero i forhold til at finde et tidspunkt for et telefonmøde.

Hvis ovenstående giver anledning til spørgsmål/bemærkninger, er du naturligvis velkommen til at kontakte mig.

Med venlig hilsen

Peter



**FINANSMINISTERIET**

Peter Brixen  
Afdelingschef/Deputy Permanent Secretary  
Direkte telefon: +45 33 92 40 73  
Mobil: +45 25 26 27 48  
E-mail: [pbr@fm.dk](mailto:pbr@fm.dk)

**Esbek Bak**

---

**Fra:** Peter Brixen  
**Sendt:** 28. august 2013 17:04  
**Til:** 'Mikael Boye Enig'  
**Cc:** Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen  
**Emne:** SV: DONG status

Kære Mikael

Hermed som aftalt et par stikord forud for telefonmødet i morgen.

1. Opsamling på DONG Energys regnskab for 1. halvår 2013
2. Status for kapitaludvidelsesprocessen
3. Proces for forhandling om ændringer af aktionæroverenskomst mellem staten og eksisterende mindretalsaktionærer
4. Evt.

Venlig hilsen

Peter

---

**Fra:** Mikael Boye Enig [<mailto:mbe@insero.dk>]  
**Sendt:** 22. august 2013 14:45  
**Til:** Peter Brixen  
**Emne:** SV: DONG status

Hej Peter,  
Den 29. fra 15.30 kan alle. Er det tidspunktet vi går efter til en telekonf. på en ½ times tid?  
Vil du i givet fald ridse de 3-4 overskrifter op som vi skal berøre? (med tanke på at holde lidt struktur på snakken :o))  
Med venlig hilsen  
Mikael Boye Enig  
M +45 41 32 98 35

---

INSERO HORSSENS  
Se mere på [www.insero.dk](http://www.insero.dk)

---

**Fra:** Peter Brixen [<mailto:PBR@fm.dk>]  
**Sendt:** 22. august 2013 08:31  
**Til:** Mikael Boye Enig  
**Emne:** SV: DONG status

Kære Mikael  
Tak for tilbuddet om formidle og koordinere et telefonmøde.  
Jeg vil foreslå, at vi forsøger at finde et tidspunkt torsdag eller fredag i næste uge.  
Torsdag den 29. august kan vi 10-13 eller efter 14.  
Fredag den 30. august kan vi pt. hele dagen.  
Venlig hilsen  
Peter

---

**Fra:** Mikael Boye Enig [<mailto:mbe@insero.dk>]  
**Sendt:** 18. august 2013 21:52  
**Til:** Peter Brixen  
**Emne:** DONG status

Hej Peter,  
Håber at du har haft en behagelig sommer, uden at blive generet alt for meget af den igangværende proces omkring DONG.

Jeg overvejede om vi skulle prøve at finde et tidspunkt til en telefonisk opdatering i den nærmeste fremtid.  
Hvis du vil melde ud med et par mulige datoer, skal jeg gerne formidle til resten af kredsen af eksisterende mindretalsaktionærer.  
Med venlig hilsen

**Mikael Boye Enig**  
Økonomichef

---



Vitus Bering Innovation Park  
Chr. M. Østergaards Vej 4a  
DK-8700 Horsens  
M +45 41 32 98 35  
T: +45 87 36 98 35  
[mbe@inero.dk](mailto:mbe@inero.dk)

Følg de løbende nyheder på [Facebook](#) og de nye jobs på [LinkedIn](#).  
[Vi har netop udgivet vores årsprofil – læs den her.](#)

**Esben Bak**

---

**Fra:** Rasmus Lønborg  
**Sendt:** 30. september 2013 19:18  
**Til:** 'Mikael Boye Enig'; Ole Hillebrandt; Jan Vorup Nielsen; Mogens Vig Pedersen  
**Cc:** Peter Brixen; Anne Pontoppidan Sørensen  
**Emne:** Materiale til møde i Finansministeriet onsdag  
**Vedhæftede filer:** Materiale til mindretsaktionærer om kapitalindskud i DONG Energy.ppt

Kære alle

Som aftalt på tlf. møde sidste uge følger her materiale til møde i Finansministeriet onsdag kl. 14 vedr. kapitaludvidelse i DONG Energy. Vi vil udlevere yderligere materiale på mødet.

Vh Rasmus

**FINANSMINISTERIET**

Rasmus Lønborg  
Kontorchef  
Telefon (+45) 33 92 33 33  
Direkte telefon (+45) 22 78 41 27  
E-post [fm@fm.dk](mailto:fm@fm.dk)  
Personlig e-post [rlb@fm.dk](mailto:rlb@fm.dk)  
Hjemmeside [www.fm.dk](http://www.fm.dk)

13/01004-19



# Kapitaludvidelse i DONG Energy A/S

Oktober 2013



FINANSMINISTERIET

# Kapitaludvidelse i DONG Energy

1. Status
2. Formål med kapitaludvidelse
3. Størrelse af kapitaludvidelse
4. Put option
5. Governance
6. Garantier mv.



# 1. Status

- Der er enighed med Goldman Sachs, ATP og PFA om aftalevilkår for en kapitaludvidelse i DONG Energy på samlet 11 mia. kr.
- De nye aktionærer vil i løbet af de kommende uger gennemføre afsluttende due diligence.
- Investeringssaftale og aktionæroverenskomst forventes underskrevet omkring 1. november.
- Aftalerne vil være betinget på Finansudvalgets tilslutning. Aktstykke forventes fremsendt til Finansudvalget medio november.

## 2. Formål med kapitaludvidelse

- Staten og de nye aktionærer, Goldman Sachs, ATP og PFA, er enige om at samarbejde om at øge værdien af DONG Energy til fordel for selskabets aktionærer.
- I forlængelse heraf er staten og de nye aktionærer enige om at arbejde for en børsnotering af DONG Energy. Staten skal efter en børsnotering fortsat eje aktiemajoriteten.
- Der arbejdes for en børsnotering i slutningen af 2017/starten af 2018. Ultimo 2014 udarbejdes en proces- og strategiplan, der skal understøtte en succesfuld børsnotering.
- I perioden frem mod foråret 2018 skal der være enighed mellem staten og Goldman Sachs om en børsnotering. Fra og med 2018 kan staten ensidigt beslutte at gennemføre en børsnotering.

### 3. Størrelse af kapitalindskud

- Kapitaludvidelsen er baseret på en værdiansættelse af DONG Energy på 31,5 mia. kr.
- Det samlede kapitalindskud udgør 11 mia. kr., heraf 8 mia. kr. fra Goldman Sachs, 2,2 mia. kr. fra ATP og 0,8 mia. kr. fra PFA.
- Ejerandelene kan blive påvirket af et eventuelt aktiebaseret medarbejderprogram.
- Eksisterende mindretalsaktionærer i DONG Energy kan tegne aktier i DONG Energy på samme vilkår, så de kan fastholde deres nuværende ejerandele

Aktionær	Ejerandele (pct.)	
	Før kapitalindskud	Efter kapitalindskud
Staten	81,0	60,0
SEAS-NVE	10,9	8,1
Syd Energi Net	3,5	2,6
INSERO Horsens	2,5	1,7
Nyfors Enterprise	1,2	0,9
Gallen Eiværk	0,9	0,7
Goldman Sachs	-	18,9
ATP	-	5,2
PFA	-	1,9

## 4. Put option

- De nye aktionærer har ret til at sælge deres aktier til staten på nærmere fastsatte vilkår, hvis ikke DONG Energy er børsnoteret inden foråret 2018.
  - Denne salgsret (put option) gælder til og med 2020, eller indtil DONG Energy børsnoteres.
  - Købesummen for de aktier, der sælges til staten via put optionen, værdiansættes som enten:
    - 60 pct. af købesum: Fastforrentet (CITA (12 måneder) + 2,25 pct. p. a.)
    - 40 pct. af købesum: Markedsværdi (Fair Market Value<sup>1</sup>)
- eller
- 100 pct. af købesum: Markedsværdi (Fair Market Value<sup>1</sup>)

1) Markedsværdien af DONG Energy, der fastsættes af uafhængige investeringsbanker

## 5. Governance

- De nye aktionærer tildeles forskellige governance-rettigheder, der vurderes at afspejle almindelig markedspraksis. Omfanget af rettigheder afhænger af størrelsen af de enkelte aktionærers kapitalindskud.
- **Bestyrelse**  
Goldman Sachs får ét bestyrelsesmedlem, to observatører samt ret til deltagelse i bestyrelseskomiteer. ATP repræsenteres i bestyrelsen ved enten medlem eller observatør.
- **Kontrol/mindretalsbeskyttelse**  
Goldman Sachs får en vis mindretalsbeskyttelse i form af en række vetorettigheder bl.a. i forhold til:
  - Afvigelser fra den fremlagte forretningsplan
  - Opkøb, frasalg samt investeringer over 1 mia. kr., hvis disse ikke fremgår af forretningsplan
  - Udskiftning i direktionen
- **Informationsret**  
Goldman Sachs, ATP og PFA får adgang til særlige informationspakker hver måned/kvartal.

## 6. Garantier mv.

- **Særlig garanti ift. Siri-plattformen**  
De nye aktionærer skadefriholdes i væsentligt omfang fra eventuelle negative konsekvenser i forbindelse med Siri-plattformens fysiske tilstand.
- **Øvrige garantier**  
Aftalen indeholder en række markedskonforme garantier, herunder at DONG Energy skal stå inde for:
  - at selskabets seneste regnskaber er retvisende
  - at selskabet har betalt den skat, som det skal
  - at der ikke er uoplyste miljøforhold
  - at selskabet har oplyst om alle væsentlige garantier mv.,
  - at kapitaludvidelsen er lovlig osv.
  - At erstatninger i en verserende konkurrencesag (Elsam-sagen) ikke overstiger det hensatte beløb på 448 mio. kr.

Tab som følge af brud på en enkelt garanti skal overstige 150 mio. kr., og det samlede tab for DONG Energy skal overstige 1,25 mia. kr. før investorerne har ret til erstatning. Erstatningen kan maksimalt udgøre 20 pct. af de enkelte aktionærers investering.

- **Aktieprogrammer**  
Der er enighed mellem staten og de nye aktionærer om at afdække muligheden for at indføre et aktieprogram for alle medarbejdere i DONG Energy samt et aktiebaseret incitamentsprogram for ledelsen og nøglemedarbejdere.

**Helene Ystanes Føyn**

---

**Fra:** Thomas Bredsdorff <thomas.bredsdorff@danskebank.dk>  
**Sendt:** 11. december 2013 14:36  
**Til:** Peter Brixen; Rasmus Lønborg; Anne Pontoppidan Sørensen  
**Cc:** 3042\_DB\_Team/R3042PAC/Intranet/DDB%DKDDB04; Jane Hilkjær Lauridsen;  
Rasmus Peter Larsen; Thomas Thordal Sevelsted; Niels Kornerup  
**Emne:** Pacer: Fairness Opinion  
**Vedhæftede filer:** Pacer – Fairness Opinion vSENT.pdf

Kære Peter, Rasmus og Anne,

Vedhæftet er som efterspurgt Fairness Opinion inkl. forside som Finansministeriet er berettiget til at fremlæge i sin helhed jf. pkt. 4.2 og 4.4 i vores mandataftale.

Ring endelig hvis der er spørgsmål eller kommentarer.

Med venlig hilsen

Thomas Bredsdorff  
Director

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

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

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

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

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

### **Ansvarsfraskrivelse**

Den vedlagte "Fairness Opinion – Placement of new ordinary shares by DONG Energy A/S" dateret den 2. december 2013 ("**Fairness Opinion**") er udarbejdet af Danske Bank A/S ("**Rådgiveren**") i forbindelse med en transaktion vedrørende udstedelse af nye, ordinære aktier eller udstedelse af nye egenkapitalbaserede værdipapirer til nye investorer i DONG Energy A/S ("**Transaktionen**", som nærmere beskrevet i Fairness Opinion). Fairness Opinion fremlægges af Finansministeriet og ikke af Rådgiveren. Fairness Opinion er udelukkende udarbejdet til, og til brug for, Finansministeriet i forbindelse med Finansministeriets vurdering af Transaktionen, og Rådgiveren påtager sig således intet ansvar over for, og der kan ikke støttes ret på Fairness Opinion af, andre end Finansministeriet.

Fairness Opinion må alene gøres tilgængelig i sin helhed.

Fairness Opinion udgør ikke en anbefaling om, hvorvidt Transaktionen bør gennemføres eller ej. Fairness Opinion må ikke under nogen omstændigheder helt eller delvist offentliggøres i eller videregives til, og der må ikke støttes ret på Fairness Opinion af, nogen person i Amerikas Forenede Stater, Canada, Australien eller Japan.

### **Disclaimer**

The enclosed "Fairness Opinion – Placement of new ordinary shares by DONG Energy A/S" dated 2 December 2013 (the "**Fairness Opinion**") has been prepared by Danske Bank A/S (the "**Advisor**") in connection with a transaction involving the placement of new ordinary shares or issue of new equity linked securities to new investors by DONG Energy A/S (the "**Transaction**" as further described in the Fairness Opinion). The Fairness Opinion is being disclosed by the Ministry of Finance and not by the Advisor. The Fairness Opinion is solely prepared for the information and benefit of the Ministry of Finance in connection with their assessment of the Transaction and, accordingly, the Advisor accepts no liability towards, and the Fairness Opinion may not be relied upon by, any person other than the Ministry of Finance.

The Fairness Opinion may only be made available in its entirety.

The Fairness Opinion does not constitute a recommendation as to whether or not to complete the Transaction. The Fairness Opinion may not under any circumstances in whole or in part be made public in or forwarded to any person, or relied upon, in the United States of America, Canada, Australia or Japan.