



Notat til Statsrevisorerne om  
Lønmodtagernes Dyrtidsfonds  
salg af aktier i LD Invest

September  
2012

revision  
revision  
revision

**Lønmodtagernes Dyrtingsfonds salg af aktier i LD Invest**

11. september 2012

RN A410/12

Notatet indeholder følgende konklusion:

Lønmodtagernes Dyrtingsfond (herefter LD) etablerede i 2004 et fondsmæglerselskab som et datterselskab til LD med medarbejderne som medaktionærer og en anden finansiel virksomhed som større medaktionær (herefter den oprindelige medaktionær). Selskabet skulle rådgive bl.a. LD om investeringer. I 2010 solgte LD og den oprindelige medaktionær hver én aktiepost i fondsmæglerselskabet LD Invest til 2 pensionskasser, som havde henvendt sig med interesse for et køb. LD Invest var dermed ikke længere et datterselskab til LD. I 2011 var der overvejelser om, at LD ville sælge sin resterende aktiepost i LD Invest til den ene pensionskasse, der var blevet medaktionær, og som også skulle købe de resterende aktier fra den oprindelige medaktionær. Det endte imidlertid med, at LD Invest købte aktierne fra LD, og at medaktionæren kun købte den oprindelige medaktionærs aktier til tilsvarende pris og på samme vilkår.

Rigsrevisionens gennemgang af salgsprocesserne i henholdsvis 2010 og 2011 har givet anledning til følgende bemærkninger:

- Rigsrevisionen kan overordnet konstatere, at LD (både direktion og bestyrelse) ved begge salg lod LD Invest indtage en central rolle i de indledende dele af salgsprocesserne. LD Invest stod således for at afsøge markedet for eventuelle købere ud over dem, der allerede havde henvendt sig, ligesom LD Invest bestilte og indgik aftalerne om værdiansættelsesrapporterne, som salgsforhandlingerne tog afsæt i. Dette finder Rigsrevisionen usædvanligt. LD har anført, at dette skete efter aftale med LD, og at det var LD selv, der varetog forhandlingerne om at fastlægge pris og vilkår for salgene.
- Det er Rigsrevisionens vurdering, at det at afhænde sin bestemmende aktiepost i datterselskabet er en beslutning af usædvanlig art eller stor betydning. Eftersom LD ikke havde en klar strategi for, hvornår LD skulle afhænde sin bestemmende aktiepost i LD Invest, burde direktionen have afklaret med bestyrelsen, om der var opbakning til at afhænde aktierne i 2010, inden den egenhændigt begyndte de indledende dele af salgsprocessen. Bestyrelsen fik sagen forelagt senere i processen, og inden der blev indgået bindende aftale om salget.

**Unoterede aktier** er efter danske regler aktier, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, dvs. aktier, der ikke omsættes på et organiseret marked.

Et **holdingselskab** er et selskab, som sædvanligvis ikke selv producerer noget, men som ejer aktier eller anpartar i ét eller flere andre selskaber (driftselskaber). Holdingselskaber kan være en forretningsmæssig og skattemæssig fordelagtig måde at organisere sig selskabsretligt på.

**Lov om Lønmodtagernes Dyrtidsfond** nr. 1156 af 3. oktober 2007 er tidligere ændret ved lov nr. 190 af 24. marts 2004.

- Det er Rigsrevisionens vurdering, at LD's bestyrelse burde have genovervejet processen omkring det efterfølgende salg i 2011. Senest på det tidspunkt, hvor LD blev bekendt med, at LD Invest selv ville købe aktierne, burde LD bl.a. have overvejet en second opinion på værdiansættelsen og generelt have overvejet, om LD Invests rolle i forløbet kunne give anledning til at revurdere salgsprocessen. Dette på baggrund af, at LD's interesser og LD Invests interesser i hvert fald fra dette tidspunkt ikke længere var sammenfaldende. LD har hertil anført, at LD i begge salgsprocesser fandt, at LD havde en second opinion, fordi den oprindelige medaktionær solgte sine aktier på tilsvarende vilkår som LD.

Rigsrevisionen har ikke vurderet prisen, som aktierne blev solgt til, men har alene vurderet processen i forbindelse med salgene, da det er meget vanskeligt at vurdere prisen for et salg af unoterede aktier, der ligger tilbage i tiden. Begge salgspriser lå inden for det interval, som værdiansættelsesrapporterne lagde op til, og salgsprisen i 2011 var højere end prisen i 2010. LD har oplyst, at LD fik en årlig forrentning på ca. 20 % af de investerede midler i LD Invest. LD betegner investeringen som overordentlig tilfredsstillende.

## I. Indledning

1. Dette notat handler om LD's salg af aktier i LD Invest Holding (herefter LD Invest).

2. LD forvalter på vegne af godt 800.000 medlemmer en formue med en samlet markedsværdi på 51,6 mia. kr. pr. 31. december 2011. Midlerne stammer fra en indbetaling på 7,7 mia. kr., som LD modtog fra staten i 1980, og som udgjorde de indefrosne dyrtidsportioner fra 1977-1979. Bestyrelsen i LD skal forvalte midlerne, så de bliver til størst mulig gavn for de berettigede lønmodtagere. Ved midlernes placering skal LD tilstræbe en betryggende sikkerhed, en opretholdelse af midlernes realværdi samt højest muligt afkast, jf. lov om Lønmodtagernes Dyrtidsfond (LD-loven), § 6.

3. Baggrunden for undersøgelsen er en forespørgsel fra Statsrevisorerne i tilknytning til den presseomtale, der var af aktiesalget i 2011.

## Baggrund

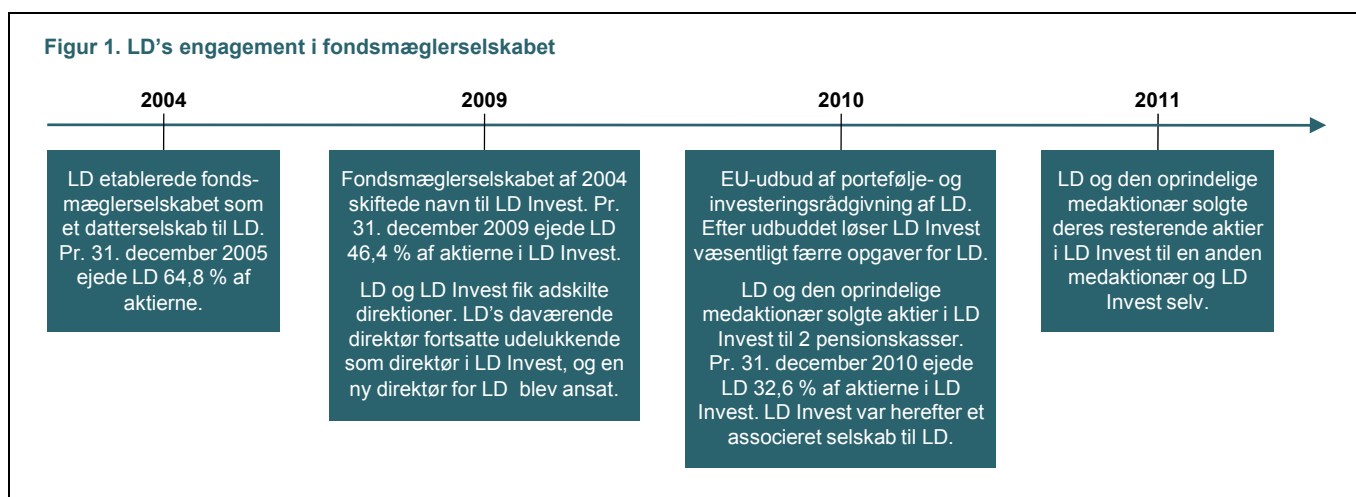
4. LD-loven blev ændret på væsentlige områder i 2004. Lovændringen gav kontohaverne ret til at flytte deres indeståender i LD til et andet pensionsinstitut, og samtidig blev der indført ændrede regler om kapitalforvaltningen. Med loven blev det bestemt, at midlerne kunne placeres i dattervirksomheder, som LD ejede helt eller delvist, og som havde til formål at drive virksomhed, der var omfattet af lov om finansiel virksomhed – bortset fra pengeinstitut-, realkreditinstitut- og forsikringsvirksomhed.

LD kunne således etablere et fondsmæglerselskab og derved bevare og udnytte den viden og ekspertise, fx på området for investering i unoterede aktier og noterede aktier i mindre virksomheder, som fonden havde oparbejdet igennem mange år.

5. LD etablerede den 14. december 2004 Fondsmæglerselskabet Holding af 2004 A/S (FMS Holding) som et datterselskab. Foruden ledelse og medarbejdere i LD-koncernen ejede én oprindelig medaktionær også aktier i selskabet. FMS Holdings formål var at eje aktierne i datterselskabet Fondsmæglerselskabet af 2004 A/S. Fondsmæglerselskabet skulle yde porteføljerådgivning og investeringsrådgivning til bl.a. LD, og LD overførte hovedparten af LD's hidtidige investeringsorganisation til fondsmæglerselskabet. Fondsmæglerselskabet og LD indgik en kontrakt om rådgivningen, som udløb ved udgangen af 2010. Fondsmæglerselskabet skulle derfor også søge at tiltrække andre kunder til tilsvarende opgaver. Selskabet skiftede i 2009 navn til LD Invest. LD var indtil 2010 majoritetsaktionær i LD Invest med bestemmende indflydelse. Efter salget i 2011 ejer LD ikke længere aktier i LD Invest, og selskabet har efterfølgende skiftet navn til Maj Invest.

En **portefølje** er en gruppe af aktiver, som kan ses under ét. En portefølje af værdipapirer kan være en beholdning af aktier, obligationer og finansielle instrumenter.

6. Ved etableringen af fondsmæglerselskabet og frem til den 1. april 2009 havde LD og LD Invest samme direktør. LD's bestyrelse besluttede i efteråret 2008, at LD Invest og LD skulle have adskilte direktioner, og at der så vidt muligt skulle ske en yderligere opdeling af organisationen i 2 helt adskilte enheder. Pr. 1. april 2009 fortsatte LD's daværende direktør udelukkende som direktør i LD Invest, og en ny direktør for LD blev ansat pr. 1. april 2009. Figur 1 viser LD's engagement i fondsmæglerselskabet.



### Afgrænsning og metode

7. Rigsrevisionen har undersøgt salgsprocessen i forbindelse med LD's salg af aktier i LD Invest i henholdsvis 2010 og 2011. Notatet indeholder de bemærkninger, som undersøgelsen har givet anledning til.

#### Afgrænsning

8. Dette notat handler om LD's 2 aktiesalg, der blev afsluttet i henholdsvis 2010 og 2011, hvor LD ved begge salg afhændede en større mængde aktier i LD Invest.

Rigsrevisionen undersøger ikke prisen for de solgte aktier, men ser alene på processen omkring salgene, da det er meget vanskeligt at vurdere prisen for et salg af unoterede aktier, der ligger tilbage i tiden.

9. Det er LD's bestyrelse, der i henhold til LD-loven har ansvaret for at sikre medlemmerne den bedst mulige forrentning af deres midler. Beskæftigelsesministeriet har oplyst, at der i forbindelse med vedtagelsen af LD-loven blev lagt vægt på, at ansvaret for forrentningen af de inddrevne midler måtte placeres i en ansvarlig bestyrelse bestående af et flertal af lønmodtagerrepræsentanter samt en direktion med en professionel baggrund.

**Associerede selskaber** er selskaber, som ikke er datterselskaber – dvs. moderselskabet har ikke en bestemmende indflydelse, men dog en betydelig indflydelse. I praksis antages en ejerandel på 20-50 % at indikere et associationsforhold.

Beskæftigelsesministeriet skal føre tilsyn med, at LD's bestyrelse overholder LD-lovens overordnede bestemmelser – herunder særligt at LD drives i overensstemmelse med medlemmernes interesser – og anden lovgivning, som LD er underlagt, samt føre tilsyn med fondens generelle udvikling. Bestemmelserne om LD's økonomiske og administrative dispositioner er underlagt bestyrelsens ansvar. Det er således bestyrelsens ansvar at bestemme og fastlægge LD's investeringsplaner. Ministeriet har ikke mulighed for at gribe ind over for LD's kapitalforvaltning og planer for fremtidige investeringer. Dermed hører det ikke under ministeriets tilsyn at tage stilling til de enkelte investeringer, uanset om der er tale om køb eller salg.

Rigsrevisionen har derfor ikke undersøgt Beskæftigelsesministeriets tilsyn i forbindelse med denne undersøgelse af LD's 2 salg af aktier i LD Invest.

10. Finanstilsynet skal, jf. LD-loven, føre tilsyn med LD. Finanstilsynet skal påse, at LD overholder bestemmelserne i loven vedrørende administration, årsrapport, revision og midlernes forvaltning, herunder at LD's bestyrelse forvalter midlerne, så de bliver til størst mulig gavn for de berettigede lønmodtagere. Finanstilsynet afgiver en årlig beretning om tilsynet til Beskæftigelsesministeriet og afgiver desuden skriftlige rapporter til LD's bestyrelse og Beskæftigelsesministeriet, hvis tilsynet af LD giver anledning til påbud.

Finanstilsynet ser primært på LD's formueforvaltning. Rigsrevisionen har ikke undersøgt salgspriserne og har derfor ikke nærmere undersøgt Finanstilsynets tilsyn i forbindelse med LD's salg af aktier i LD Invest.

#### *Metode*

11. Revisionen bygger på materiale og redegørelser fra LD samt referater fra bestyrelses- og forretningsudvalgmøder i LD, hvor salgene af aktier i LD Invest har været behandlet. Rigsrevisionen kan konstatere, at der for dele af salgsprocesserne ikke foreligger skriftlig dokumentation.

Rigsrevisionen har herudover holdt møder med LD, Beskæftigelsesministeriet og Finanstilsynet.

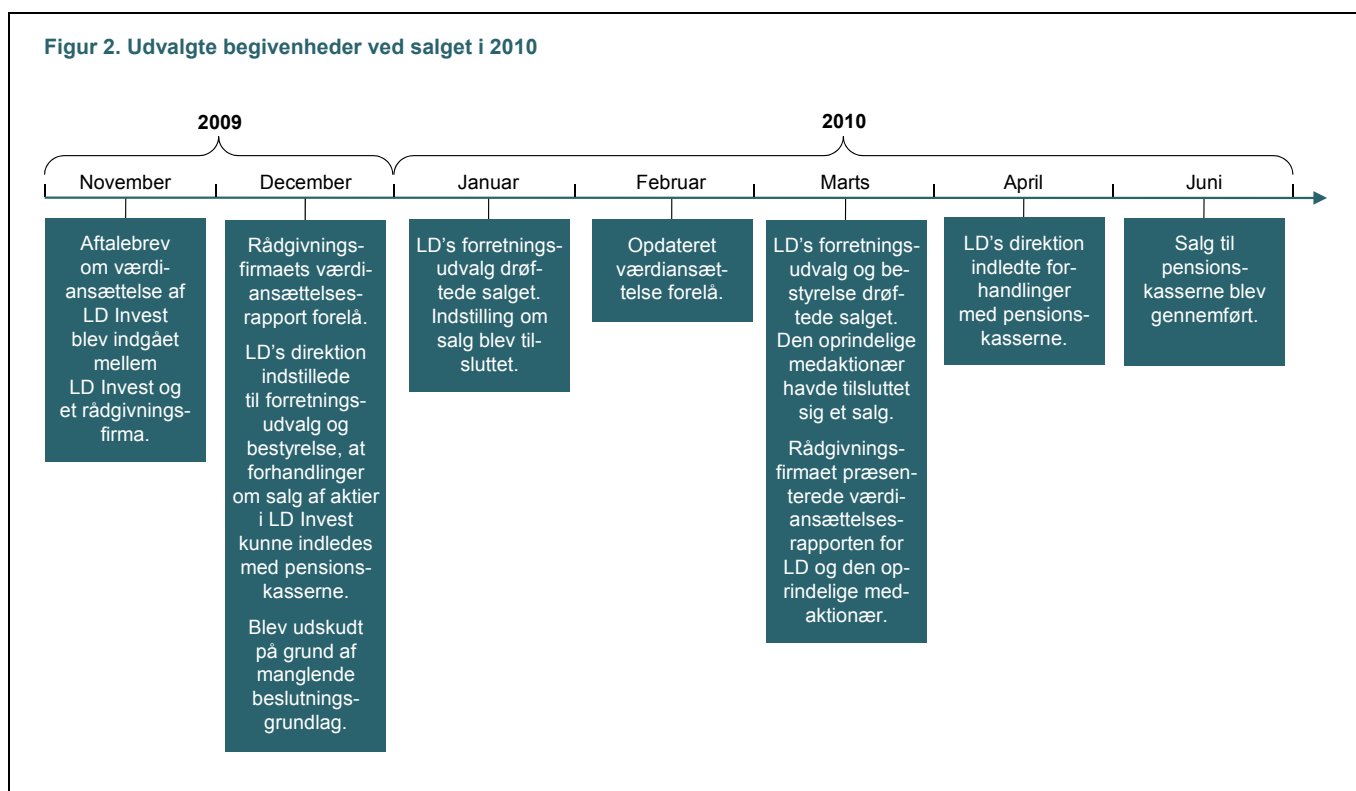
## **II. Rigsrevisionens gennemgang af salgene**

12. Rigsrevisionens gennemgang af LD's salg af aktier i henholdsvis 2010 og 2011 giver anledning til følgende bemærkninger.

### **LD's salg af aktier i 2010**

13. Inden salget i 2010 var LD majoritetsaktionær i datterselskabet LD Invest. Ultimo 2009 henvendte 2 pensionskasser sig til LD med ønske om at købe aktier i LD Invest. På baggrund heraf indhentede LD Invest en værdiansættelsesrapport fra et rådgivningsfirmas finansielle afdeling for værdiansættelse. Forhandlingerne om salg af aktier skulle tage udgangspunkt i denne værdiansættelse. I foråret 2010 blev værdiansættelsesrapporten opdateret, og forhandlingerne – mellem på den ene side LD og den oprindelige medaktionær som sælger, og på den anden side pensionskasserne som købere – blev igangsat. Salget blev gennemført i juni 2010. Herefter var LD Invest ikke længere et datterselskab til LD, og LD's aktieandel var reduceret fra 46,4 % til 32,6 %. Udvalgte begivenheder ved salget i 2010 fremgår af figur 2.

Figur 2. Udvalgte begivenheder ved salget i 2010



#### Instrukser mv.

14. Rammerne for LD's ledelse er givet dels i vedtægterne for LD i form af en bekendtgørelse fra Beskæftigelsesministeriet, dels i de forretningsordener og instrukser, der findes for bestyrelsen, forretningsudvalget og direktionen, som er udformet efter beslutning i LD's bestyrelse. Rigsrevisionen har gennemgået forretningsordenen for bestyrelsen, forretningsordenen for forretningsudvalget og bestyrelsens instruks til direktionen i de udgaver, der er dateret den 19. august 2009, og som gjaldt ved aktiesalget i 2010.

Bestyrelsens instruks til direktionen fastlægger arbejdsdelingen mellem bestyrelsen og direktionen. Af forretningsordener og instruks fremgår det bl.a., at direktionen skal have bestyrelsens/forretningsudvalgets samtykke til dispositioner af usædvanlig art eller af stor betydning, herunder bl.a. til varetagelse af LD's aktionær- eller medlemsinteresser vedrørende væsentlige dispositioner i dattervirksomheder. Bestyrelsen/forretningsudvalget skal ved sådanne beslutninger modtage et beslutningsgrundlag fra direktionen, der nærmere beskriver den indstillede disposition, herunder de risici og muligheder, som dispositionen indeholder.

#### Strategi for LD's engagement i LD Invest

15. LD har i forbindelse med denne undersøgelse oplyst, at det allerede ved etableringen af fondsmæglerselskabet var klart, at LD's ejerperiode i LD Invest var tidsbegrænset, og at LD havde til hensigt at forsøge at børsnotere fondsmæglerselskabet inden for en årrække. Det fremgår af LD's årsrapport for 2008, at LD ønskede at medvirke til at udvikle fondsmæglerselskabet yderligere, så det blev muligt at børsnotere selskabet, forventeligt inden for en 5-årig tidshorisont.

16. Direktionen orienterede i august 2009 bestyrelsen om LD's eksponering mod illikvide investeringer, som over tid skulle afhændes. I marts 2010 indstillede LD's direktion, at LD's illikvide investeringer gradvist skulle reduceres. Indstillingen lå i forlængelse af tidligere drøftelser i bestyrelsen. Rigsrevisionen kan konstatere, at bestyrelsen ikke havde nogen kommentarer og tiltrådte indstillingen.

Illikvide investeringer er typisk investeringer i aktiver, som ikke er umiddelbart omsættelige.

### *Indstilling om salg*

17. Rigsrevisionens undersøgelse har vist, at direktionen i december 2009 indstillede et salg af andele i LD Invest til LD's forretningsudvalg og bestyrelse. Indstillingen var beskrevet i et notat, som direktionen dagen forinden havde sendt til udvalget og bestyrelsen. Ifølge indstillingen var baggrunden, at bestyrelsen ved tidligere lejligheder havde tilkendegivet, at den ønskede LD's ejerandel i LD Invest nedbragt, og at LD for nylig havde fået en henvendelse fra 2 pensionskasser, der var interesserede i at købe andele i selskabet. Det fremgår af indstillingen, at et rådgivningsfirma havde foretaget en værdiansættelse af LD Invest.

Rigsrevisionen har gennemgået referater fra bestyrelsesmøder og forretningsudvalgsmøder for perioden august 2009 - marts 2010, hvor LD's bestyrelse og forretningsudvalg løbende drøftede LD's eksponering mod illikvide investeringer, herunder at disse investeringer gradvist skulle reduceres. Det fremgår ikke af referater fra møderne i den omtalte periode, at LD i forbindelse med en reduktion af sine illikvide, noterede aktier specifikt har taget stilling til afvikling af aktier i LD Invest som en del af strategien. Det fremgår derimod af strategien, at LD Invest havde en speciel stilling som datterselskab af og rådgiver for LD. LD har hertil anført, at kontrakten med LD Invest om rådgivning ville udløbe ved udgangen af 2010.

Rigsrevisionens undersøgelse har vist, at forretningsudvalget på forretningsudvalgsmødet i december 2009 bl.a. drøftede tidspunktet for salget, og om LD skulle afhænde en del af aktierne, så LD Invest overgik fra at være et datterselskab til at blive et porteføljeselskab. Forretningsudvalget efterspurgte et notat fra direktionen med argumenter for og imod at følge strategien om at gå fra et datterselskab til et porteføljeselskab.

18. På samme forretningsudvalgsmøde indstillede forretningsudvalget til bestyrelsen, at forretningsudvalget foretog nogle strategiske overvejelser om tempoet for at afhænde aktierne i LD Invest og om, hvor stor en andel der skulle afhændes. Forretningsudvalget indstillede derfor, at sagen blev taget af dagsordenen på grund af manglende beslutningsgrundlag. På et efterfølgende bestyrelsesmøde samme dag drøftede bestyrelsen kort et eventuelt salg af aktier i LD Invest og var enig med forretningsudvalget i at tage sagen af dagsordenen.

### *Værdiansættelse af LD Invest*

19. Inden LD's bestyrelse blev præsenteret for et potentielt salg af aktier i LD Invest, havde LD Invest og rådgivningsfirmaet primo november 2009 indgået en aftale om, at rådgivningsfirmaet udarbejdede en værdiansættelsesrapport, der skulle fastlægge et interval for, hvad aktierne i LD Invest var værd. LD har efterfølgende oplyst, at den daværende direktør i LD valgte firmaet, og at direktøren var orienteret om og enig i indholdet af aftalebrevet, som LD Invest indgik med rådgivningsfirmaet. LD Invest og rådgivningsfirmaet afholdt 2 møder vedrørende præsentation af selskabet og opklaring af faktuelle forhold i henholdsvis november og december 2009.

Værdiansættelsesrapporten forelå den 15. december 2009, dagen før bestyrelsen i LD første gang blev orienteret om et muligt salg. Værdiansættelsesrapporten blev opdateret med årets resultat for 2009 den 24. februar 2010. Rapporten indeholdt bl.a. et interval for, hvad markedsværdien af aktierne i LD Invest kunne være. Det fremgår af aftalebrevet, at det var aftaleparten LD Invest, der skulle betale for opgaven. Det fremgår af LD's redegørelse til Rigsrevisionen, at fakturaen i første omgang blev sendt til og betalt af LD Invest. LD har oplyst, at da der var tale om et aktionæranliggende, ønskede LD selv at betale. Rådgivningsfirmaet sendte derfor efterfølgende fakturaen til LD efter aftale med LD Invest.

### *Bemyndigelse til salg*

20. Salg af andele i LD Invest blev igen drøftet på et forretningsudvalgsmøde i januar 2010 på baggrund af en ny indstilling, hvor direktionen redegjorde for bevæggrunde og fordele ved et salg. Forretningsudvalget tilsluttede sig direktionens indstilling om at bemyndige direktionen til at indlede forhandlinger med de 2 pensionskasser, der havde vist købsinteresse, med henblik på at forelægge en endelig indstilling om salg på bestyrelsesmødet og forretningsudvalgsmødet i marts 2010.

Det fremgår af LD's redegørelse til Rigsrevisionen, at LD og LD Invest aftalte, at LD Invest skulle undersøge, om der var andre interesserede købere ud over henvendelsen fra de 2 potentielle investorer. LD har oplyst, at LD Invest havde kontakt til 6 potentielle købere. Kontakten mandede ikke ud i, at der dukkede flere interesserede købere op. LD har oplyst, at der ikke findes noget på skrift om kontakten eller omfanget af kontakten til de 6 potentielle investorer.

21. På forretningsudvalgsmødet i marts 2010 godkendte forretningsudvalget direktionens indstilling. Forretningsudvalget indstillede til LD's bestyrelse dels, at direktionen fik bemyndigelse til at forhandle et afgrænset frasalg af LD's ejerandele i LD Invest, dels at forretningsudvalget fik bemyndigelse til at godkende salget baseret på de forhandlede vilkår, som tog udgangspunkt i det angivne prisinterval, og hvor den oprindelige medaktionær også bar sin forholdsvis del. Bestyrelsen tiltrådte herefter indstillingen.

22. Forretningsudvalget tog på et møde i april 2010 direktionens orientering om, at der blev arbejdet videre med mulighederne for et salg, til efterretning. Forretningsudvalget godkendte et salg på de omtalte vilkår på et møde i maj 2010. Bestyrelsen tog efterfølgende orienteringen til efterretning. Forretningsudvalget havde ingen kommentarer, da direktionen i juni 2010 orienterede om forhandlingerne med de 2 pensionskasser. Salget blev gennemført den 30. juni 2010.

### *Rigsrevisionens vurdering*

23. Rigsrevisionen kan konstatere, at salgsprocessen allerede var godt i gang, da bestyrelsen første gang blev orienteret om et eventuelt salg. 2 potentielle købere havde meldt sig, og LD Invest havde afsøgt markedet for eventuelle andre købere samt bestilt, indgået aftale om og modtaget værdiansættelsesrapporten, som forhandlingerne kunne tage udgangspunkt i. Rigsrevisionen finder det usædvanligt, at LD overlod disse centrale indledende dele af salgsprocessen til LD Invest. LD har hertil oplyst, at det var LD selv, der varetog forhandlingen om fastlæggelse af pris og vilkår for salget, og at LD Invests afsøgning af markedet skete efter aftale med LD.

Det er Rigsrevisionens vurdering, at det at afhænde sin bestemmende aktiepost i datterselskabet er en beslutning af usædvanlig art eller af stor betydning, der ikke kan sidestilles med et almindeligt salg af unoterede porteføljeaktier. Eftersom LD ikke havde en klar strategi for, hvornår LD skulle afhænde sin bestemmende aktiepost i datterselskabet, burde direktionen have afklaret med bestyrelsen, om der var opbakning til at afhænde aktierne i 2010, inden den egenhændigt begyndte de indledende dele af salgsprocessen. Bestyrelsen fik sagen forelagt senere i processen, og inden der blev indgået bindende aftale om salget.

LD har i forbindelse med denne undersøgelse oplyst, at det klart ligger inden for direktionens kompetence at foretage de indledende undersøgelser, så forretningsudvalget og bestyrelsen kan træffe afgørelse på et informeret grundlag, og at en salgsproces i øvrigt til enhver tid kan afbrydes. Rigsrevisionen er enig i, at direktionen skal udarbejde et beslutningsgrundlag, der nærmere beskriver den indstillede disposition, herunder de risici og muligheder, som dispositionen indeholder. Rigsrevisionen finder fortsat, at der var tale om så usædvanlige dispositioner, at bestyrelsen forlods skulle have forholdt sig til det, da der ikke forelå en klar strategi for, hvornår LD ville afhænde aktier i datterselskabet.

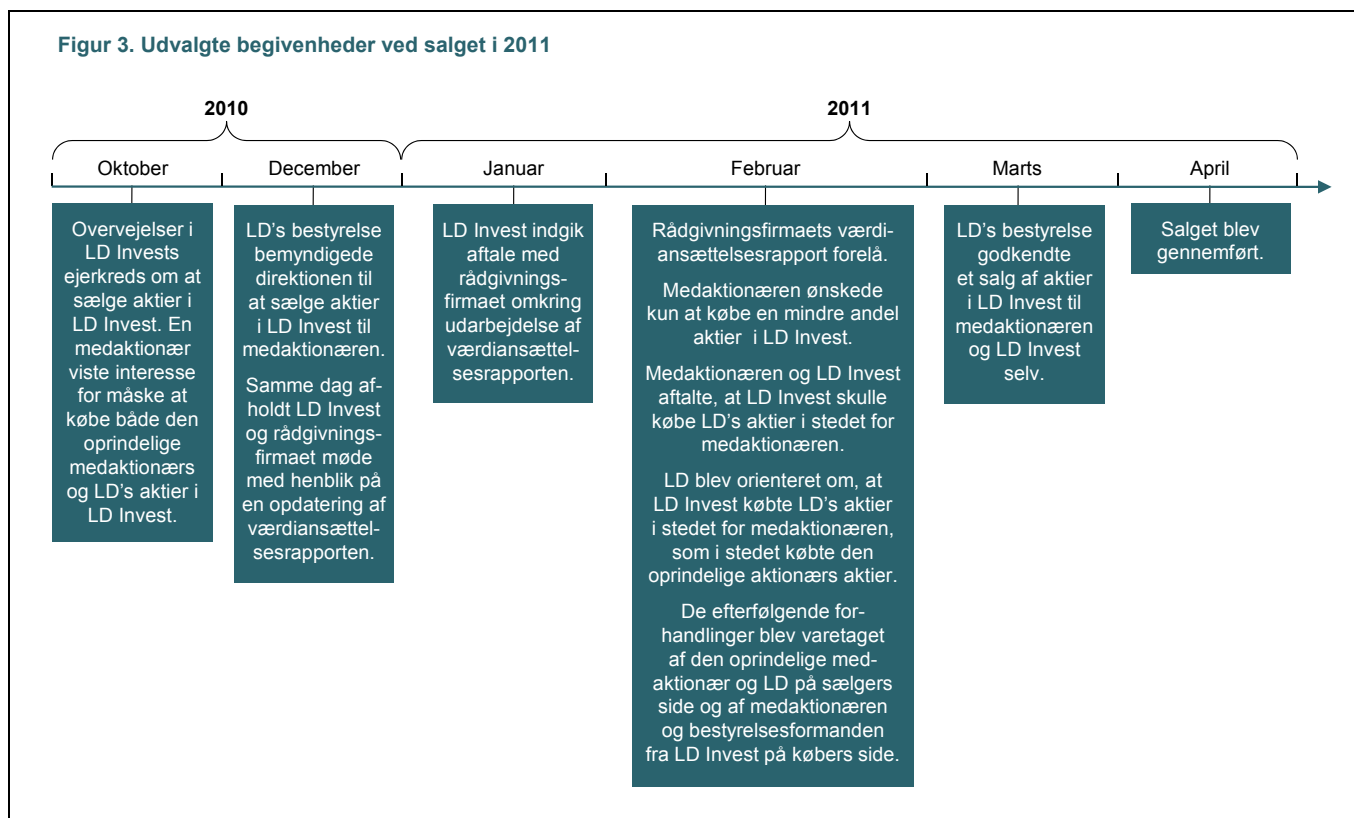


### LD's salg af aktier i 2011

24. En pensionskasse (herefter medaktionær), der havde købt aktier i LD Invest i juni 2010, tilkendegav over for den øvrige ejerkreds i LD Invest i efteråret 2010 en mulig interesse i at overtage LD's og den oprindelige medaktionærs aktier i LD Invest.

På baggrund af en indstilling fra direktionen bemyndigede bestyrelsen i LD direktionen til at indlede forhandlinger med medaktionæren. LD Invest indhentede en opdateret værdiansættelsesrapport hos rådgivningsfirmaet, som skulle danne grundlag for forhandlingerne om salget af aktierne. Den opdaterede værdiansættelsesrapport lå klar den 11. februar 2011.

I løbet af februar 2011 viste det sig, at medaktionæren kun ville købe en mindre andel aktier i LD Invest, svarende til den oprindelige medaktionærs resterende aktiepost. I stedet blev aftalen, at LD Invest kunne købe LD's aktier og efterfølgende søge dem afhændet til nye aktionærer. Salget blev gennemført i april 2011. Udvalgte begivenheder ved salget i 2011 fremgår af figur 3.



25. LD's direktion orienterede i oktober 2010 forretningsudvalget og bestyrelsen i LD om, at der i ledelsen af LD Invest og i LD Invests ejerkreds var overvejelser om at sælge og købe aktier i LD Invest grundet en aktionærs nye ejerforhold. En medaktionær udtrykte ønske om at købe aktierne med videresalg for øje.

Det fremgår af LD's redegørelse til Rigsrevisionen, at LD's direktion i forbindelse med ejerkredsens overvejelser havde tilkendegivet, at LD ikke var interesseret i at erhverve flere aktier i LD Invest, men at LD tværtimod fortsat var optaget af at afhænde hele eller dele af beholdningen.

26. Det fremgår af LD's redegørelse til Rigsrevisionen, at der mellem aktionærerne var enighed om, at bestyrelsesformanden i LD Invest skulle undersøge muligheden for også at sælge til tredjemand. Bestyrelsesformanden i LD Invest bad selskabets direktør om at kontakte potentielle investorer. LD har efterfølgende oplyst, at direktøren i LD Invest kontaktede 4-5 potentielle investorer om deres interesse for at indtræde i ejerkredsen af LD Invest. LD har oplyst, at der ikke findes noget på skrift om kontakten eller omfanget af kontakten til de 4-5 potentielle investorer.

#### *Bemyndigelse til salg*

27. Direktionen anbefalede i december 2010, at LD solgte sine aktier i LD Invest. Det fremgik af indstillingen til LD's bestyrelse og forretningsudvalg, at medaktionæren havde kontak-  
tet LD og den oprindelige medaktionær med henblik på at overtage deres aktier i LD Invest.

Direktionen i LD orienterede forretningsudvalget om, at prisen skulle søges at ligge inden for det interval, som et rådgivningsfirma kom frem til, og som helst ikke lå alt for langt under den pris, der blev handlet til i sommeren 2010. Direktionen orienterede også om, at medaktionæren i et vist omfang også ville videresælge en begrænset aktiepost til LD Invest.

Det fremgår af et referat af mødet, at forretningsudvalget drøftede direktionens indstilling om at sælge de resterende aktier i LD Invest til medaktionæren. Forretningsudvalget videreindstillede til bestyrelsens godkendelse, at forretningsudvalget fik bemyndigelse til at godkende salget af den resterende beholdning af aktier i LD Invest til medaktionæren. Prisen var ikke kendt, og det måtte derfor være en bemyndigelse til at træffe beslutning, der var tale om.

På det efterfølgende bestyrelsesmøde samme dag drøftede bestyrelsen også salget. Direktionen gav tilsagn om, at der ville blive arbejdet på at få en klausul ind i salgsaftalen om, at LD sikredes en vis andel af en eventuel fremtidig gevinst ved et videresalg inden for en tidsbegrænset periode. Bestyrelsen tilsluttede sig direktionens indstilling og bemyndigede, at direktionen kunne sælge den resterende beholdning af aktier i LD Invest til medaktionæren.

Bestyrelsens ønske om at få en klausul ind i handelsvilkårene blev opnået, hvilket betød, at LD og den oprindelige medaktionær i en kort periode ville få en efterregulering, hvis aktierne blev videresolgt med fortjeneste.

#### *Værdiansættelse*

28. Forud for salget i 2011 igangsatte LD Invest en værdiansættelsesproces. Ifølge LD's redegørelse til Rigsrevisionen var der blandt aktionærerne i LD Invest enighed om, at LD Invest skulle bede samme rådgivningsfirma, som havde udarbejdet de tidligere værdiansættelsesrapporter, om at udarbejde en ny værdiansættelse af LD Invest.

Også denne gang blev aftalen indgået mellem rådgivningsfirmaet og LD Invest selv. Aftalen blev indgået den 3. januar 2011. Det fremgår af aftalebrevet, at udkastet til værdiansættelse skulle tilstræbes at være færdigt den 7. januar 2011. Ifølge LD's efterfølgende redegørelse til Rigsrevisionen af 30. november 2011 var den daværende direktør i LD orienteret om og enig i indholdet.

Den endelige værdiansættelsesrapport forelå den 11. februar 2011 og indeholdt bl.a. et interval for, hvad markedsværdien af aktierne i LD Invest kunne være.

#### *Forhandlingerne*

29. Det fremgår af LD's redegørelser til Rigsrevisionen, at medaktionæren, som havde vist interesse for at blive hovedinvestor i LD Invest, ønskede at købe en mindre andel af aktier i LD Invest, end det først havde været hensigten. Medaktionæren og bestyrelsesformanden i LD Invest aftalte i februar 2011, at LD Invest selv trådte til og købte aktierne i stedet for medaktionæren.

Det fremgår af LD's redegørelse til Rigsrevisionen, at LD's direktion blev orienteret mundtligt herom i løbet af februar 2011. Ifølge LD er det ikke muligt at fastlægge den præcise dato.

LD har oplyst, at det i det efterfølgende forløb var klart, at medaktionæren og LD Invest som købere havde modsatrettede interesser i forhold til LD og den oprindelige medaktionær som sælgere. LD Invest og selskabets direktion kan fra dette tidspunkt siges at have en interesse i, at prisen blev så lav som muligt. Rigsrevisionen er enig i, at senest fra det tidspunkt, hvor LD blev bekendt med, at LD Invest selv ville købe aktierne, var LD's interesser og LD Invests interesser i hvert fald ikke længere sammenfaldende.

30. Ultimo marts 2011 tiltrådte LD's forretningsudvalg direktionens indstilling om salg til LD Invest selv. Rigsrevisionens gennemgang af referater fra bestyrelsesmøder og forretningsudvalgs-møder i LD har vist, at forretningsudvalget kort drøftede LD's salg af aktier i LD Invest på mødet. Salget blev ikke drøftet i bestyrelsen, men bestyrelsen tog orienteringen til efterretning.

Rigsrevisionen kan konstatere, at direktionen, forretningsudvalget og bestyrelse i LD, hverken drøftede at LD Invest ville købe en del af aktierne eller eventuelle forholdsregler for LD Invests involvering i salgsprocessen.

31. Ifølge LD's redegørelse til Rigsrevisionen blev forhandlingen af vilkårene for aktiehandelen varetaget af den oprindelige medaktionær og daværende direktør i LD på sælgers side og medaktionæren og bestyrelsesformanden i LD Invest på købers side.

LD har oplyst, at det i modsætning til salget i 2010 ikke var hensigten, at LD fortsat skulle være aktionær i selskabet, og LD havde dermed ikke længere interesse i sammensætningen af den fortsættende ejerkreds.

Salget blev gennemført med virkning fra den 18. april 2011 til en pris, der lå inden for det interval, som rådgivningsfirmaet var kommet frem til i værdiansættelsesrapporten, og som lå over prisen fra 2010.

#### *Rigsrevisionens vurdering*

32. LD Invest har afsøgt markedet for eventuelle købere ud over dem, der allerede havde henvendt sig, samt bestilt, indgået aftale om og modtaget værdiansættelsesrapporten, som forhandlingerne kunne tage udgangspunkt i. Rigsrevisionen finder det usædvanligt, at LD overlod centrale dele af de indledende faser af salgsprocessen til LD Invest, og at LD – som sælger – blot orienteredes om, at LD Invest købte aktierne i stedet for medaktionæren. LD har hertil oplyst, at det var LD selv, der varetog forhandlingen om fastlæggelse af pris og vilkår for salget.

Det er Rigsrevisionens vurdering, at LD's bestyrelse burde have genovervejet processen omkring salget i 2011. Senest på det tidspunkt, hvor LD blev bekendt med, at LD Invest selv ville købe LD's resterende aktier i selskabet, burde LD bl.a. have overvejet en second opinion på værdiansættelsen og generelt have overvejet, om LD Invests rolle i forløbet gav anledning til at revurdere salgsprocessen. Dette på baggrund af, at LD's interesser og LD Invests interesser i hvert fald fra dette tidspunkt ikke længere var sammenfaldende. LD har hertil anført, at man havde en second opinion, fordi den oprindelige medaktionær solgte sine aktier på tilsvarende vilkår som LD.