

Accura Advokatpartnerselskab  
Att.: Director Noel Strange-Obel Johansen

Sendt pr. mail til [Noel.Johansen@accura.dk](mailto:Noel.Johansen@accura.dk)

5. oktober 2016

Ref. jcs

J.nr. 6373-0074

## **Tilbudskurs i det pligtmæssige overtagelsestilbud til aktionærene i Nordicom A/S**

Park Street Asset Management Ltd. ("Tilbudsgiver") erhvervede i sommeren 2016 28,91 pct. af aktierne og stemmerettighederne i Nordicom A/S ("Målselskabet") fra Investeringselskabet Bøg ApS og Gribskov Development ApS.

Den 7. september 2016 offentliggjorde Tilbudsgiver en meddelelse om, at Tilbudsgiver havde erhvervet yderligere 14,64 pct. af aktiekapitalen og stemmerettighederne i Målselskabet fra Stodir hf.

Efter erhvervelsen den 7. september 2016 besidder Tilbudsgiver 43,55 pct. af aktiekapitalen og stemmerettighederne i Målselskabet, og er på denne baggrund ifaldet tilbudspligt, jf. § 31, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.

Tilbudsgiver ønsker i det pligtmæssige tilbud at tilbyde aktionærene en kurs på 1 kr. pr. aktie, hvilket er samme pris, som Tilbudsgiver har betalt for de allerede erhvervede aktieposter, jf. ovenstående.

Lukkekursen for Målselskabets aktier på Nasdaq Copenhagen A/S dagen før Tilbudsgivers meddelelse om det pligtmæssige tilbud var 1,75 kr. pr. aktie, mens markedskursen på tidspunktet for godkendelsen af Tilbudsgivers tilbudsdokument den 5. oktober 2016 var 2 kr. pr. aktie.

Forskellen mellem tilbudskursen og markedskursen udgør dermed 42,86 pct. (målt i forhold til lukkekursen dagen før Tilbudsgivers meddelelse om det pligtmæssige tilbud), hhv. 50,00 pct. (målt i forhold til markedskursen på tidspunktet for tilbudsdokumentets godkendelse).

Det er Finanstilsynets vurdering, at tilbudskursen i det pligtmæssige overtagelsestilbud afviger væsentligt fra markedskursen.

Finanstilsynet har på baggrund af den væsentlige afvigelse fundet anledning til at undersøge, om der var grundlag for at regulere tilbudskursen, jf. § 15 i bekendtgørelse om overtagelsestilbud.

**FINANSTILSYNET**  
Århusgade 110  
2100 København Ø

Tlf. 33 55 82 82  
Fax 33 55 82 00  
CVR-nr. 10 59 81 84  
[finansstilsynet@ftnet.dk](mailto:finansstilsynet@ftnet.dk)  
[www.finanstilsynet.dk](http://www.finanstilsynet.dk)

**ERHVERVS- OG VÆKSTMINISTERIET**

På det foreliggende grundlag finder Finanstilsynet ikke anledning til at foretage yderligere undersøgelser mht. mulig regulering af tilbudskursen, og vil derfor for nærværende ikke foretage sig yderligere i relation til tilbudskursen.

## 1. Faktiske omstændigheder

Det følger af Målselskabets seneste offentliggjorte regnskabsoplysninger (1. halvår 2016), at selskabets egenkapital er negativ med ca. DKK 82 mio.

Det fremgår samtidig af halvårsregnskabet, at Målselskabet i den oplyste regnskabsperiode har været i stand til at generere et positivt cash flow fra driften, og at selskabet har været i stand til at honorere sine finansielle forpligtelser.

Markedsdeltagernes værdiansættelse af Målselskabets aktier ud fra dets bogførte værdier (og derved udledte indre værdier) ville således på den ene side være 0 kr. pr. aktie, mens værdiansættelse ved brug af diskonteringsmodeller, hvorved et selskabets fremtidige indtjening fra driften indregnes i kursdannelsen, kunne forklare en markedskurs over den indre værdi.

På denne baggrund, og fordi tilbudskursen afviger væsentligt fra markedskursen, anmodede Finanstilsynet ved brev af 28. september 2016 Tilbudsgiver om at redegøre for den ønskede tilbudskurs på 1 kr. pr. aktie.

Tilbudsgivers redegørelse blev modtaget af Finanstilsynet samme dag.

I redegørelsen har Tilbudsgiver oplyst, at det er Tilbudsgivers opfattelse, at Målselskabet skal anses for at være et nødlidende selskab. Dette er bl.a. baseret på de forhold:

- At Målselskabets samlede gæld langt overstiger værdien af selskabets aktiver, hvilket er udtrykt i selskabets negative egenkapital på ca. DKK 80 mio.
- At Målselskabet siden 2009 har befundet sig i en særdeles finansielt anstrengt situation, hvor en række bankaftaler har bevirket, at Målselskabet har kunnet undgået konkursbehandling.
- At Disse bankaftaler har medført, at renteniveauerne bankerne imellem har været fastlåste, ligesom afdrag alene i meget begrænset omfang har fundet sted. Skyldige forfaldne renter er endvidere blevet konverteret til obligationer, idet det ikke var muligt for selskabet at honorere disse forpligtelser.

- At Der efter en række frasalg af ejendomme i perioden 2015-2016 og deraf følgende afvikling af gæld til kreditorerne, ikke længere var vilje blandt Målselskabets finansielle kreditorer til at fortsætte en fælles bankaftale.
- At Målselskabet på nuværende tidspunkt stadig har en række stand-still aftaler vedrørende flere bankengagementer, som alene på kvart- eller halvårlig basis bilateralt er blevet forlænget, og som dermed med meget kort varsel kan opsiges af de finansielle kreditorer som følge af selskabets forhold.
- At Den løbende dialog med selskabets kreditorer om at finde en langsigtet løsning på selskabets økonomiske vanskeligheder gennem en omstrukturering af selskabets kapitalstruktur er eneste årsag til, at Målselskabet har kunnet undgå, at de finansielle kreditorer har påberåbt sig misligholdelsesbeføjelser.
- At Målselskabet i flere omgange har forsøgt at få tilpasset selskabets kapitalstruktur ved at få eksterne investorer til at overtage selskabet, men at ingen hidtil har kunnet komme til enighed med samtlige finansielle kreditorer, hvorfor alle hidtidige forsøg herpå har været forgæves.
- At Hvis Tilbudsgiver ikke lykkes med sin nuværende omstruktureringsplan<sup>1</sup> for Målselskabets kapitalstruktur, har en lang række af de finansielle kreditorer indikeret, at de forventeligt vil opsige deres respektive bankengagementer med 14 dages varsel. Dette vil efter Tilbudsgivers vurdering bevirke, at Målselskabet inden for kort tid herefter vil være ude af stand til at fortsætte driften.
- At Det er Tilbudsgivers vurdering, at alternativet til en omstrukturering af kapitalstrukturen for de eksisterende aktionærer og långivere synes at være konkurs eller anden insolvensbehandling, som på nuværende tidspunkt vil betyde, at der ikke vil være noget tilbage til udlodning blandt aktionærerne.
- At Målselskabets bestyrelsesformand i en artikel i EjendomsWatch af 31. august 2015 bl.a. har udtalt, at *"situationen er ikke holdbar, fordi de lånetilsagn, vi har fra vores kreditorer, er meget kortsigtede. Der skal findes en eller anden løsning med noget kapitaltilførsel, ellers er der overhængende risiko for, at vi ender i en konkurssituation"*, samt at *"vi har støvsuget hele markedet for at finde nogen, der vil investere"*.

---

<sup>1</sup> Der er på tidspunktet for tilbudsdocumentets godkendelse ikke opnået aftale blandt Målselskabets kreditorer.

Tilbudsgiver har endvidere i redegørelsen erklæret, at der ikke mellem Tilbudsgiver og de sælgende (tidligere) aktionærer i Målselskabet, fra hvem Tilbudsgiver har erhvervet 43,55 pct. af aktiekapitalen og stemmerettighederne, findes erhvervsmæssige eller øvrige forhold.

Det er på denne baggrund Tilbudsgivers vurdering, at de pågældende transaktioner repræsenterer en pris, som er forhandlet mellem uafhængige parter med modsatrettede interesser.

## 2. Retligt grundlag

Et pligtmæssigt overtagelsestilbud adskiller sig fra et frivilligt overtagelsestilbud ved bl.a. tilbudskursen. Ved frivillige overtagelsestilbud kan tilbudsgiveren frit fastsætte den tilbudte kurs.

Ved pligtmæssige overtagelsestilbud gælder derimod, at den tilbudte kurs mindst skal svare til den højeste pris, som tilbudsgiver har betalt for de allerede erhvervede aktier i de 6 måneder, der går forud for tilbudsdokumentets godkendelse, jf. § 13 i bekendtgørelse om overtagelsestilbud.

Ydermere følger det af § 15, stk. 1, i bekendtgørelse om overtagelsestilbud, at Finanstilsynet (i forbindelse med pligtmæssige overtagelsestilbud) kan regulere den tilbudte kurs op eller ned, hvis:

- 1) Kursen på de pågældende aktier er blevet manipuleret,
- 2) Kursen generelt eller i det foreliggende tilfælde er blevet påvirket af ekstraordinære begivenheder,
- 3) Tilbuddet afgives med henblik på at redde et nødlidende selskab,
- 4) Prisfastsættelsen er et udtryk for omgåelse af ligebehandlingsprincippet, eller
- 5) Tilbudskursen er væsentlig lavere end markedskursen.

Finanstilsynet kan ved fastsættelse af tilbudskursen anvende:

- 1) Den højeste kurs tilbudsgiver har erhvervet aktier til i de 12 måneder, der går forud for tilbudsgivers meddelelse, jf. § 2, stk. 1,
- 2) Gennemsnitskursen i de 12 måneder der går forud for tilbudsgivers meddelelse i medfør af § 2, stk. 1,
- 3) Målselskabets likvidationsværdi eller
- 4) Andre objektive kriterier.

### 3. Finanstilsynets vurdering

Formålet med reglerne om pligtmæssige overtagelsestilbud er at sikre, at minoritetsaktionærerne, når der sker et kontrolskifte, får en fair mulighed for at komme ud af deres investering.

Det skyldes, at der ved et kontrolskifte typisk skabes så markant ændrede vilkår og udsigter for det pågældende selskab, at dette udgør en væsentlig ændring i forhold til investorernes initiale investeringsbedømmelse.

Med henblik på at sikre en fair exitmulighed vil Finanstilsynet ved pligtmæssige overtagelsestilbud, hvor Finanstilsynet (under visse omstændigheder) har mulighed for at regulere tilbudskursen, jf. § 15 i bekendtgørelse om overtagelsestilbud, altid betragte forholdet mellem den ønskede tilbudskurs og markedskursen.

I det konkrete tilfælde udgør tilbudskursen 1 kr. pr. aktie, mens lukkekursen for Målselskabets aktier dagen før Tilbudsgivers meddelelse om det pligtmæssige tilbud var 1,75 kr. pr. aktie, svarende til en forskel på 42,86 pct.

I forhold til markedskursen på tidspunktet for godkendelse af Tilbudsgivers tilbudsdokument den 5. oktober 2016 udgør forskellen 50,00 pct.

Det er Finanstilsynets vurdering, at Tilbudskursen er væsentlig lavere end markedskursen, og at Finanstilsynet derfor i udgangspunktet *kan* regulere tilbudskursen, jf. § 15, stk. 1, nr. 5 i bekendtgørelse om overtagelsestilbud.

Finanstilsynet har på denne baggrund indhentet Tilbudsgivers redegørelse for tilbudskursen, som beskrevet i afsnit 1 (faktiske omstændigheder).

I det konkrete tilfælde er det Finanstilsynets umiddelbare vurdering, at selvom forskellen mellem tilbudskursen og markedskursen er væsentlig, jf. § 15, stk. 1, nr. 5, i bekendtgørelse om overtagelsestilbud, hvorefter Finanstilsynet *kan* regulere tilbudskursen op, vurderes Tilbudsgiver at have godtgjort, at tilbudet har karakter af at redde et nødlidende selskab, jf. § 15, stk. 1, nr. 3, hvilket taler imod, at Finanstilsynet i det konkrete tilfælde skal regulere tilbudskursen.

Den eventuelle fremtidige værdi, som markedsdeltagerne måtte indregne i markedskursen, afhænger således af, at Målselskabet på kort sigt får tilpasset selskabets kapitalstruktur, hvilket netop er, hvad Tilbudsgiver søger at opnå efter gennemførelsen af det pligtmæssige overtagelsestilbud.

På det foreliggende grundlag finder Finanstilsynet derfor ikke anledning til at foretage yderligere undersøgelser mht. mulig regulering af tilbudskursen, og vil derfor for nærværende ikke foretage sig yderligere i relation til tilbudskursen.

Foruden hensynet til redningen af et nødlidende selskab tillægger Finanstilsynet det tillige værdi, at Tilbudsgiver siden sommeren 2016 har erhvervet 43,55 pct. af aktiekapitalen og stemmerettighederne i Målselskabet fra flere uafhængige parter med modsatrettede interesser til samme pris, som tilbydes i tilbudsdocumentet.

Spørgsmål eller bemærkninger til nærværende brev kan rettes til undertegnet på tlf. 33 55 83 19 eller mail: [jcs@ftnet.dk](mailto:jcs@ftnet.dk).

Med venlig hilsen

Jens Christian Skiffard  
specialkonsulent