

Plesner  
Thomas Holst Laursen  
Amerika Plads 37  
2100 København Ø

26. august 2011

Ref. abr

J.nr. 6373-0104

## **Afgørelse - Tilbudskursen - Cimber Sterling Group A/S**

**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  
www.finanstilsynet.dk

De har ved e-mail af 17. august 2011 på vegne af Mansvell Enterprises Ltd (Mansvell) fremsendt udkast til tilbudsdokument og tilbudsannonce vedrørende et pligtmæssigt overtagelsestilbud på Cimber Sterling Group A/S (Cimber).

Det fremgår af udkast til tilbudsdokument, at Mansvell den 1. august 2011 erhvervede aktier ved en rettet emission, hvorefter at Mansvell ved en emission kom til at eje ca. 70,8 % af aktiekapitalen. Aktierne blev erhvervet til DKK 1,50 pr. aktie. Markedskursen den 1. august 2011 var på 2,35.

**ØKONOMI- OG  
ERHVERVS MINISTERIET**

Ved fremsættelse af det pligtmæssige tilbud ønsker Mansvell at tilbyde aktionærene i Cimber samme kurs for den resterende del af aktierne dvs. DKK 1,5 pr. aktie. Den tilbudte kurs er i overensstemmelse med § 8 i overtagelsestilbudsbekendtgørelsen, hvorefter at den tilbudte pris mindst skal svare til den højeste pris som tilbudsgiver eller personer, der handler i forståelse med tilbudsgiveren, har betalt for de allerede erhvervede aktier i de 6 måneder, der går forud for tilbuddets afgivelse.

Da tilbudskursen afviger væsentlig fra markedskursen, finder Finanstilsynet, at det er nødvendigt at foretage en vurdering af, hvorvidt Finanstilsynet skal anvende hjemmel til at regulere den tilbudte kurs op, jf. § 8, stk. 2 i overtagelsesbekendtgørelsen.

Sagen har været forelagt formandskabet i Fondsrådet.

Som sagen har været oplyst, er det Finanstilsynets vurdering, at der ikke skal ske regulering af tilbudskursen.

### Sagens faktiske omstændigheder

Cimber er optaget til handel på NASDAQ OMX, Københavns Fondsbørs.

Den 17. maj 2011 nedjusterede Cimber forventningerne og meddelte, at der blev igangsat en proces vedrørende en kapitaltilførsel. Kapitaltilførselsen var nødvendig af hensyn til Cimbers fortsatte drift og overlevelsesmuligheder.

Den 7. juli 2011 indgik Mansvell en aftale med Cimber om tegning af ca. DKK 166 mio. svarende til ca. 70,8 % af aktiekapitalen (efter emissionen) ved en rettet emission. Aftalen var betinget af en række forhold.

Den 29. juli 2011 blev der afholdt en ekstraordinær generalforsamling i Cimber, hvor 99,79 % af aktionærerne på generalforsamlingen stemte for forslaget om den rettede kapitalforhøjelse.

De ca. 70,8 % af aktiekapitalen i Cimber blev tegnet til en kurs på DKK 1,5 pr. aktie a nom. DKK 1. Aktierne blev registreret den 1. august 2011.

Den tilbudte pris pr. aktie udgør DKK 1,5, hvilket svarer til tegningskursen i den rettede emission som vedtaget på den ekstraordinære generalforsamling den 29. juli 2011. Prisen på DKK 1,5 svare til den højeste pris som tilbudsgiver har betalt for aktier i Cimber i de sidste 6 måneder, jf. § 8 i overtagelsesbekendtgørelsen.

I forbindelse med Finanstilsynets vurdering af nødvendigheden af at foretage en regulering af tilbudskursen, har Finanstilsynet bedt Mansvell indsende en redegørelse (**bilag 1**).

Overordnet er Mansvells synspunkt, at den tilbudte kurs på DKK 1,5 er højere end eller udgør markedsprisen (værdien af selskabet), som denne ville kunne fastsættes af en skønsmand efter det selskabsretlige regelsæt. Det er synspunktet, at børskursen ikke afspejler selskabets markedsværdi den 1. august 2011.

#### *Kursudvikling*

Gennemsnitkursen på aktien i Cimber:

Handelsdag for offentliggørelse af, at Cimber havde indgået aftale med Mansvell (6. juli 2011)	DKK 1,96 pr. aktie
1 måned før offentliggørelsen (6. juni 2011)	DKK 2,30 pr. aktie

3 måneder før offentliggørelsen (6. april 2011)	DKK 2,32 pr. aktie
6 måneder før offentliggørelsen (6. januar 2011)	DKK 3,40 pr. aktie

### Det retlige grundlag

Finanstilsynet har i medfør af § 8, stk. 2, i bekendtgørelse om overtagelsestilbud, mulighed for at regulere tilbudskursen fastsat i stk. 1 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 regulering af tilbudskursen anvende følgende kriterier, jf. § 8, stk. 4, i bekendtgørelse om overtagelsestilbud:

1. Den højeste kurs tilbudsgiver har erhvervet aktier til i de 12 måneder, der går forud for tilbudsgivers meddelelse i medfør af § 4, stk. 1 og 3,
2. gennemsnitskursen i de 12 måneder, der går forud for tilbudsgivers meddelelser i medfør af § 4, stk. 1 og 3,
3. målselskabets likvidationsværdi, eller
4. andre objektive kriterier.

### Finanstilsynets vurdering

Mansvell har den 1. august 2011 erhvervet kontrollen med Cimber, og skal derfor i medfør af § 31, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. give alle selskabets aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier på indtiske betingelser.

Mansvell har fremført, at prisen er i overensstemmelse med § 8, stk. 1, i bekendtgørelsen om overtagelsestilbud og derfor ikke skal reguleres af Finanstilsynet, idet tilbudskursen på DKK 1,50 er højere end eller udgør markedsprisen (fastsættes af en skønsmand efter de selskabsretlige principper).

Det følger af § 8, stk. 2, nr. 5 i bekendtgørelsen om overtagelsestilbud, at Finanstilsynet kan regulere tilbudskursen, når den er væsentlig lavere end markedskursen (børskursen).

Udgangspunktet om højeste pris, jf. § 8, stk.1, i overtagelsesbekendtgørelsen bygger på antagelsen om, at der sker en effektiv prisdannelse på markedet.

§ 8, stk. 2 i overtagelsesbekendtgørelsen skal sikre aktionærene og tilbudsgiver mod en urimelig prisfastsættelse. Hvornår der er tale om en urimelighed, der kan udløse anvendelse af § 8, stk. 2, i overtagelsesbekendtgørelsen, vil afhænge af hvilke omstændigheder, jf. § 8, stk. 2, nr. 1-5, der begrundet regulerer af tilbudskursen.

Regulering af tilbudskursen i medfør af § 8, stk.2, nr. 5 i overtagelsesbekendtgørelsen om en tilbudskurs, der er væsentlig lavere end markedskursen, må forudsætte, at prisfastsættelsen er åbenbar urimelig, jf. herved at de øvrige punkter i stk. 2 alle har en alvorlig årsag som baggrund for reguleringsmuligheden.

Den påtænkte tilbudskurs for aktierne i Cimber er 36 % lavere end børskursen den 1. august 2010.

Det må konstateres, at tilbudskursen er væsentligt forskellig fra værdien, som den er fastsat i fri handel på børsmarkedet.

Spørgsmålet er herefter, hvorvidt Finanstilsynet skal anvende muligheden for en regulering, da den tilbudte kurs er væsentlig lavere end markedskursen. Kursen den 1. august 2011 på 2,35 tillægges ikke den sædvanlige betydning. Udgangspunktet er, at markedskursen som følge af den effektive prisdannelse vil svare til selskabets markedsværdi. Det er Finanstilsynets vurdering, at børskursen den 1. august 2011 på DKK 2,35 pr. aktie er påvirket af en positiv forventningsdannelse.

Det er Finanstilsynets vurdering, at tilbudskursen ikke er åbenbar urimelig, og der vil således ikke på det foreliggende grundlag ske regulering af tilbudskursen.

Der er i vurderingen lagt vægt på følgende:

- At aktionærer i Cimber på den ekstraordinære generalforsamling den 29. juli 2011 godkendte bestyrelsens forslag om forhøjelse af selskabets aktiekapital med DKK 167.750.000 i en rettet emission mod Manwells med en majoritet på 99,75 %. Selskabets øvrige aktionærer har dermed vedtaget en pris på 1,50 pr. aktie.

- Cimber har igennem en periode før kapitalindsuddet været et nødlidende selskab.

På tidspunktet for tegning af aktier havde Cimber ikke tilstrækkelig likvider til rettidig betaling af sine kreditorer, herunder løn til medarbejder og en række forfaldne krav fra øvrige kreditorer.

Derudover fremgår det af Cimbers årsrapport 2010/2011 (offentliggjort den 8. juli 2011) – sammenfatning:

*"Tilførsel af kapital fra Mansvell Enterprises Ltd. på ca. DKK 165 mio. og det nye ejerskab har skabt grundlaget for en fortsat drift. Koncernens fremtidige kapital- og likviditetsberedskab kræver fortsat fokus på opnåelse af de forventede fremtidige økonomiske resultater. Bestyrelsen og direktionen vil de kommende år fortsat arbejde på at styrke driften, likviditeten og kapitalgrundlaget. Det må derfor påregnes, at der ikke udbetales udbytte de kommende år..."*

Cimbers årsrapport for regnskabsåret 2010/2011 indeholder en revisionspåtegning uden forbehold. Revisionspåtegningen indeholder dog supplerende oplysninger, herunder om tilvejebringelse af provenu på DKK 165 mio. i henhold til indgået aftale med Mansvell. Denne kapitaltilførsel er sammen med bl.a. forventede forbedrede kreditvilkår som følge af det nye ejerskab og andre likviditetsfremmende tiltag afgørende for Cimbers overlevelse og for forudsætningen om at aflægge regnskab som going concern.

- At aktien er en illikvid aktie, der oftest handles i små mængder hos private aktionærer, og aktien kun i begrænset omfang handles af

professionelle aktieinvestorer. Prisdannelsen har primært været baseret på privates indbyrdes handel med meget små aktieposter.

Det tillægges ligeledes betydning, at kursen op til pressens omtale den 26. maj 2011 af forhandlinger med Mansvell var DKK 1,38 (lukkekurs på 1,45). Forinden omtalen af aftalen med Mansvell har kursen på aktien ligget under den tilbudte kurs på DKK 1,50. Kursen den 1. august 2011 på 2,35 tillægges ikke den sædvanlige betydning, hvor markedskursen som følge af den effektive prisdannelse, som udgangspunkt vil svare til selskabets markedsværdi. Det er Finansstilsynets vurdering, at børskursen på DKK 2,35 pr. aktie er påvirket af, at Mansvell har tilført midler til Cimber.

Ydermere tillægges kursudvikling i Cimber betydning.

Det bemærkes, at aktionærerne ikke er forpligtet til at acceptere det af Mansvell fremsatte tilbud, idet det står aktionærerne i Cimber frit for at sælge deres aktier til anden side f.eks. over markedet.

Det følger af § 84 c, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., at afgørelser truffet i henhold til § 84, stk. 2, nr. 1, skal offentliggøres. Offentliggørelsen skal omfatte virksomhedens navn. Offentliggørelse efter stk. 1 kan dog ikke ske, hvis det vil medføre uforholdsmæssig stor skade for virksomheden eller efterforskningsmæssige hensyn taler imod offentliggørelse.

Spørgsmål kan rettes til Anne Bruun, 33 55 82 80 eller e-mail [abr@ftnet.dk](mailto:abr@ftnet.dk).

Med venlig hilsen

Anne Bruun  
vicekontorchef