

Lett Advokatfirma
Att.: partner Finn Overgaard
Rådhuspladsen 4
1550 København V

2. juli 2009

Ref. STE

J.nr. 6373-0048

Sendt pr. mail til: fov@lett.dk

Vedr.: Deres j.nr. 241508

Tilbudskursen – GourmetBryggeriet A/S

De har ved e-mail af 9. juni 2009 på vegne af Harboes Bryggerier A/S fremsendt udkast til tilbudsdokument og tilbudsannonce vedrørende et pligtmæssigt overtagelsestilbud på GourmetBryggeriet A/S med henblik på Finanstilsynets bemærkninger og godkendelse.

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

Det fremgår af udkast til tilbudsdokument, at Harboes Bryggeri A/S den 4. juni 2009 erhvervede 75,51 % af aktiekapitalen og en tilsvarende andel af stemmerne i GourmetBryggeriet A/S. De 70,99 % af aktierne i GourmetBryggeriet A/S blev erhvervet mod betaling af aktier i Harboes Bryggeri A/S til en favørkurs på 97 kr. pr. aktie. De resterende 4,52 % blev erhvervet mod kontant betaling på 6,4733 kr. pr. aktie.

**ØKONOMI- OG
ERHVERVS MINISTERIET**

Det fremgår af udkast til tilbudsdokument, at Harboes Bryggeri A/S tilbyder samme kurs for de resterende aktier i GourmetBryggeriet A/S.

Da tilbudskursen afviger væsentligt fra børskursen, har sagen været forelagt Fondsrådet med henblik på en vurdering af, om der skal ske regulering af tilbudskursen.

På baggrund af det af Dem oplyste er det Fondsrådets vurdering, at der ikke skal ske regulering af tilbudskursen.

Sagens faktiske omstændigheder

Harboes Bryggeri A/S' indgik den 1. maj en betinget aftale med en række af GourmetBryggeriet A/S' hovedaktionærer, omfattende 75,51 % af selskabets aktiekapital, om overdragelse af aktier i GourmetBryggeriet A/S til Harboes Bryggeri A/S.

Aftalen var betinget af en ændring i vedtægterne i GourmetBryggeriet A/S vedrørende en stemmeretsbegrænsning samt af, at Harboes Bryggeri A/S ved gennemførelsen af aftalen erhvervede mindst 70 % af selskabets aktiekapital.

GourmetBryggeriet A/S er optaget til handel på NASDAQ OMX First North Danmark, og Harboes Bryggeri A/S er optaget handel og notering på NASDAQ OMX, Københavns Fondsbørs.

Den 4. juni 2009 blev betingelserne i aftalen opfyldt. Som følge heraf erhvervede Harboes Bryggeri A/S 75,51 % af aktiekapitalen og en tilsvarende andel af stemmerne i GourmetBryggeriet A/S.

De 70,99 % af aktierne i Gourmet Bryggeriet A/S blev erhvervet mod betaling af aktier i Harboes Bryggeri A/S til en favørkurs på 97 kr. pr. aktie. De resterende 4,52 % blev erhvervet mod kontant betaling.

Gennemsnitskursen på aktierne i GourmetBryggeriet A/S var i følgende perioder forud for købstilbuddets fremsættelse følgende:

Handelsdagen før offentliggørelsen af, at Harboes Bryggeri A/S havde indgået betinget overdragsaftale om køb af 75,51 % af aktierne i GourmetBryggeriet A/S (30. april 2009)	DKK 12,00 pr. aktie
1 måned før offentliggørelse (1. april til 30. april 2009)	DKK 12,29 pr. aktie
3 måneder før offentliggørelse (2. februar til 30. april 2009)	DKK 11,18 pr. aktie
6 måneder før offentliggørelse (31. oktober 2008 til 30. april 2009)	DKK 13,35 pr. aktie
12 måneder før offentliggørelse (2. maj 2008 til 30. april 2009)	DKK 19,71 pr. aktie

Til sammenligning var gennemsnitskursen for en B-aktie i Harboes Bryggeri A/S på forskellige tidspunkter forud for købstilbuddets fremsættelse følgende:

Handelsdagen før offentliggørelsen af, at Harboes Bryggeri A/S havde indgået betinget overdragsaftale om køb af 75,51 % af aktierne i GourmetBryggeriet A/S (30. april 2009)	DKK 110,10 pr. aktie
1 måned før offentliggørelse (1. april 2009 til 30. april)	DKK 107,30 pr. aktie
3 måneder før offentliggørelse (2. februar 2009 til 30. april 2009)	DKK 106,28 pr. aktie
6 måneder før offentliggørelse (31. oktober 2008 til 30. april 2009)	DKK 105,39 pr. aktie

12 måneder før offentliggørelse (2. maj 2008 til 30. april 2009)	DKK 114,46 pr. aktie
---	----------------------

Finanstilsynet modtog den 9. juni 2009 udkast til tilbudsdokument og tilbudsannonce fra Dem på vegne af Harboes Bryggeri A/S med henblik på at påse, at tilbudsdokumentet og tilbudsannoncen overholder kravene, der følger af bekendtgørelse nr. 947 af 23. september 2008 om overtagelsestilbud.

Finanstilsynet anmodede Dem den 11. juni 2009 om at redegøre for baggrunden for forskellen mellem tilbudskursen og markedskursen. Finanstilsynet modtog den 16. juni 2009 Deres svar.

Finanstilsynet anmodede den 17. juni 2009 om yderligere oplysninger til brug for vurderingen af tilbudskursen, herunder om oplysninger om, hvem der tog initiativ til forhandlingerne mellem Harboes Bryggeri A/S' og en række aktionærer i GourmetBryggeriet A/S, som dannede grundlag for Harboes Bryggeri A/S' erhvervelse af aktiemajoriteten på 75,51 pct. af aktiekapitalen. De svarede på vegne af Harboes Bryggeri A/S ved brev af 19. juni 2009.

I Deres svar redegør De for baggrunden for aktieoverdragelsen samt en række forhold, der begrundes, at tilbudskursen ikke svarer til markedskursen.

De har endvidere den 2. juli 2009 kommet med supplerende oplysninger om de sælgende aktionærer og deres indbyrdes relationer.

De har den 1. juli 2009 haft udkast til denne afgørelse i høring og svaret ved brev af 2. juli 2009.

Initiativ til forhandlingerne

Om baggrunden for aktieoverdragelsen anfører De i Deres svar af 17. juni 2009, at initiativet til forhandlingerne om Harboes Bryggeri A/S' overtagelse af GourmetBryggeriet kom fra [A] [udeladt].

Det fremgår endvidere af Deres svar, at det er Harboes Bryggeri A/S' indtryk, at [A] fandt det ønskeligt, at GourmetBryggeriet A/S af hensyn til virksomhedens overlevelsesmuligheder på længere sigt kom under et nyt og finansielt stærkt ejerskab, som samtidig kunne medføre synergiefekt for begge parter, og at [A] på baggrund af Harboes Bryggeri A/S' og GourmetBryggeriet A/S' flerårige forretningsmæssige samarbejde valgte at gå til Harboes Bryggeri A/S.

De bemærker i den forbindelse, at GourmetBryggeriet A/S har et tilsvarende samarbejde med et andet dansk bryggeri, og at Harboes Bryggeri A/S ikke har kendskab til, om [A] også forhandlede med dette bryggeri.

Derudover fremgår det af Deres svar, at Harboes Bryggeri A/S ikke er bekendt med, at der skulle bestå forhold i GourmetBryggeriet A/S eller hos nogen af de femten sælgende aktionærer, som for selskabet eller nogen af aktionærerne nødvendiggjorde en overtagelse/et aktiesalg på kort sigt.

Forhandlingsforløbet

Om forhandlingsforløbet har De oplyst, at de første sonderinger mellem [A] og Harboes Bryggeri A/S på grundlag af [A's] henvendelse fandt sted i slutningen af februar/begyndelsen af marts 2009.

Derudover har De oplyst, at Harboes Bryggeri A/S efter aftale med GourmetBryggeriet A/S' ledelse gennemførte en begrænset due diligence undersøgelse af GourmetBryggeriet A/S umiddelbart inden den betingede aktieoverdragelsesaftales indgåelse den 1. maj. Undersøgelsen medførte ikke ændringer i de forhandlede vilkår for aktieoverdragelsen.

De har endvidere oplyst, at Harboes Bryggeri A/S, på baggrund af en due diligence undersøgelse af GourmetBryggeriet A/S, blev bestyrket i sin formodning om, at der er behov for nedskrivning af visse aktiver på GourmetBryggeriet A/S' balance, og at driftsresultatet for 2008/2009 må forventes at blive ringere end hidtil antaget af GourmetBryggeriet A/S' ledelse, hvilket understøttede Harboes Bryggeri A/S' opfattelse af værdien af GourmetBryggeriet A/S igennem hele forhandlingsforløbet.

Harboes Bryggeri A/S' kendskab til sælgerne

De har oplyst, at Harboes Bryggeri A/S frem til den 1. maj var uden kendskab til identiteten af de sælgende aktionærer - bortset fra [A's] selskab - og antallet af disse, idet enhver kontakt til de potentielle aktiesælgere blev varetaget af [A].

De har endvidere oplyst, at det er Harboes Bryggeri A/S' opfattelse, at de sælgende aktionærer ikke udgør eller udgjorde en samarbejdende gruppe eller på anden måde en gruppe, der handlede i indbyrdes forståelse. Baseret på forløbet under forhandlingerne er det tværtimod Harboes Bryggeri A/S' opfattelse, at [A] i forløbet havde kontakt til en lang række potentielle aktiesælgere, uden at der før til allersidst var sikkerhed for, hvilke aktionærer der ville sælge deres aktier til Harboes Bryggeri A/S.

De gør i den forbindelse opmærksom på, at de femten sælgende aktionærer efter Harboes Bryggeri A/S' opfattelse ikke udgjorde de femten stør-

ste aktionærer, men omfattede en række af de største aktionærer i GourmetBryggeriet A/S.

Endvidere har De på Finanstilsynets anmodning redegjort nærmere for de sælgende aktionærer og deres indbyrdes relationer. I den forbindelse har De oplyst, at det er Harboes Bryggeri A/S' opfattelse, at i hvert fald hovedparten – mindst ti af de femten sælgende aktionærer – må betegnes som indbyrdes uafhængige.

Som tidligere oplyst er [A] [udeladt]. Harboes Bryggeri A/S betingede sig derfor i forbindelse med forhandlingerne, at [A] [udeladt]. Endvidere afgav [A's] sælgende selskab og [A] en række indeståelser over for Harboes Bryggeri A/S.

De har endvidere oplyst, at de af [A] og hans selskab afgivne indeståelser og [udeladt] er udtryk for sædvanlige vilkår for en sælgende hovedaktionær i en situation som den aktuelle. Det bemærkes, at Finanstilsynet har modtaget kopi af [udeladt].

Bortset herfra svarer [udeladt].

Harboes Bryggeri A/S' baggrundskendskab til GourmetBryggeriet A/S

Om Harboes Bryggeri A/S' baggrundskendskab til GourmetBryggeriet A/S anfører De, at Harboes Bryggeri A/S i flere år haft et forretningsmæssigt samarbejde med GourmetBryggeriet A/S, idet Harboes Bryggeri A/S producerer en del af GourmetBryggeriet A/S' produkter. Ledelsen i Harboes Bryggeri A/S har som følge heraf dels haft et vist generelt kendskab til GourmetBryggeriet A/S' virksomhed og driftsmæssige forhold, dels haft et betydeligt samarbejde med GourmetBryggeriet A/S' [udeladt]

Harboes Bryggeri A/S' prisfastsættelse af GourmetBryggeriet A/S

De anfører, at det baseret på Harboes Bryggeri A/S' indgående kendskab til bryggeri branchen og markedet samt den viden om GourmetBryggeriet A/S, som man havde fra GourmetBryggeriet A/S' regnskaber og samarbejdet med GourmetBryggeriet A/S, fra start af var Harboes Bryggeri A/S' opfattelse, at værdien af GourmetBryggeriet A/S lå i niveauet DKK 20-25 mio., uanset at en værdiansættelse baseret på den daværende aktiekurs på NASDAQ OMX First North, Danmark umiddelbart ville medføre en væsentligt højere pris.

De anfører endvidere, at de væsentligste årsager hertil var dels Harboes Bryggeri A/S' negative fremtidsforventninger til specialølsmarkedet som sådan og indvirkningerne heraf på GourmetBryggeriet A/S, herunder en forventning om øgede tab på driften, dels Harboes Bryggeri A/S' opfattelse af behov for nedskrivning af visse aktiver på GourmetBryggeriet

A/S' balance. Det var således vurderingen i Harboes Bryggeri A/S, at GourmetBryggeriet A/S under de nuværende markeds- og driftsbetingelser ville kunne overleve i måske et år.

Tilbudskursen og prisfastsættelsen af i aktien i GourmetBryggeriet A/S

De har om fastsættelsen af tilbudskursen fremført, at den omstændighed, at femten af Harboes Bryggeri A/S uafhængige aktionærer sælger i alt 75,5 % af selskabets samlede aktiekapital til Harboes Bryggeri A/S, som ikke i forvejen er aktionær i selskabet, og som ikke handler "i forståelse" med disse aktionærer, indebærer, at tilbudskursen skal fastsættes til den pris, som Harboes Bryggeri A/S betalte de femten aktionærer for en aktie i GourmetBryggeriet A/S.

De anfører prisen er i overensstemmelse med § 8, stk. 1, i bekendtgørelse om overtagelsestilbud og derfor ikke skal reguleres af Finanstilsynet, idet tilbudskursen ikke er væsentligt lavere end markedskursen, og ingen af de øvrige reguleringsmuligheder, jf. § 8 stk. 2, i bekendtgørelsen, foreligger i dette tilfælde.

De anfører endvidere, at kursen, hvortil aktierne i GourmetBryggeriet A/S har været handlet på NASDAQ OMX First North, Danmark, ikke afspejler aktiens reelle markedsværdi.

De fremfører, at dette skyldes dels, at aktien er illikvid, dels at aktien efter Harboes Bryggeri A/S' opfattelse i øvrigt udelukkende eller i alt-overvejende grad handles af private småinvestorer, og at der ikke finder en retvisende kursdannelse sted på grundlag af denne handel.

De anfører, at det må lægges til grund, at handelskursen for aktierne i GourmetBryggeriet A/S på NASDAQ OMX First North, Danmark ikke afspejler en reel kursdannelse og derfor ikke er udtryk for aktierne i GourmetBryggeriet A/S' værdi.

Dette skyldes efter Harboes Bryggeri A/S' opfattelse især to forhold. For det første må aktien i GourmetBryggeriet A/S for en stor del af de tilbageværende ca. 2.100 aktionærer antages at være en "liebhaber" -aktie, som besiddes i småposter af private småinvestorer af andre grunde end investering for afkastets skyld, herunder for at kunne møde til selskabets årlige generalforsamlinger, hvor der er udskænkning af selskabets produkter til de fremmødte. Dette må antages at gælde en betydelig del af især de helt små aktionærer. Dette underbygges også af den meget lille likviditet i aktien.

De bemærker i den forbindelse i den forbindelse, at den gennemsnitlige beholdningsstørrelse for de tilbageværende ca. 2.100 aktionærer, der be-

sidder i alt 945.931 aktier, er 450 aktier, svarende til nominelt DKK 225 aktier.

For det andet handles aktierne i GourmetBryggeriet A/S tilsyneladende slet ikke af større institutionelle investorer eller andre professionelle aktieinvestorer, hvilket også understreges af den meget lille likviditet og den gennemsnitlige handelsstørrelse. Det er derfor ikke traditionelle prisdannelsemekanismer, der bestemmer handelskursen.

Fraværet af professionelle investorer indikerer efter Harboes Bryggeri A/S' opfattelse, at kursen på børsen har været for høj i forhold til sådanne professionelle investorer opfattelse af aktiens sande markedsværdi. Uanset hvor illikvid aktien i øvrigt måtte være, vil der altid kunne fastsættes en markedspris, som professionelle investorer vurderer, er rimelig, og som de derfor er villige til at købe til. Dette har ikke været tilfældet med aktierne i GourmetBryggeriet A/S, hvorfor prisfastsættelsen ikke har været effektiv og i stedet udelukkende har været baseret på private småinvestorerers handel med andre private småinvestorer.

De bemærker, at bud siden har ligget tæt på den implicite værdi, som en aktie i GourmetBryggeriet A/S forventes at kunne ombyttes til i Harboes Bryggeri A/S B-aktier set i forhold til kursen på aktierne i GourmetBryggeriet A/S siden 1. maj 2009, hvor transaktionen blev offentliggjort. Der er således med tilbuddet lagt en bund under bud siden for aktien GourmetBryggeriet A/S baseret på prisfastsættelsen af B-aktien i Harboes Bryggeri A/S ($97: 6,4733 = \text{ca. } 14,98$ stk. aktier i GourmetBryggeriet A/S, som kan ombyttes til 1 stk. B-aktie i Harboes Bryggeri A/S).

De fremfører, at det er Harboes Bryggeri A/S' synspunkt, at traditionelle prisdannelsemekanismer for noterede aktier i et selskab som GourmetBryggeriet A/S ville føre til en betydeligt lavere aktiekurs. Begrundelsen herfor er, at selskabet befinder sig i en generelt kriseramte branche, som realiserer underskud på driften, og som har aktiver, svarende til halvdelen af selskabets regnskabsmæssige egenkapital, bundet i produktionsbygninger og -anlæg, der kun vanskeligt ville kunne finde anden anvendelse eller afhændes uden meget betydelige tab.

Heraf følger også, at en traditionel værdiansættelse, baseret på regnskabsmæssig indre værdi, ville indebære, at egenkapitalen ville blive reduceret med det negative driftsresultat samt en nedskrivning af primært anlægsaktiver, som efter Harboes Bryggeri A/S' vurdering er en nødvendighed, hvorved aktiekursen ligeledes ville blive forholdsmæssigt reduceret.

Endelig anfører De, at der ved vurderingen af tilbudskursen må tages højde for det favørelement, der ligger i en ombytning af GourmetBryggeriet A/S aktier med B-aktier i Harboes Bryggeri A/S til en ikke ubetydelig favørkurs. Gennemsnitskursen på B-aktierne i Harboes Bryggeri A/S på NASDAQ OMX Copenhagen har således siden 1. maj 2009 i gennemsnit ligget ca. 28 % højere i forhold til ombytningskursen på DKK 97 pr. B-aktie.

Tidligere praksis

De bemærker, at Finanstilsynets afgørelse af den 21. juni 2006 ikke er relevant i det foreliggende tilfælde, allerede fordi Harboes Bryggeri A/S erhvervede hele 75,51 % af GourmetBryggeriet A/S' aktiekapital fra femten af Harboes Bryggeri A/S uafhængige aktionærer, der alle har fundet, at en pris, svarende til tilbudskursen, var rimelig.

Om GourmetBryggeriet A/S

Det fremgår af tilbudsdokumentet, at GourmetBryggeriet A/S der blev stiftet i 2005, er et specialølsbryggeri, hvis primære virksomhed er produktion og salg af øl i Norden.

Siden den 13. december 2006 har aktierne i GourmetBryggeriet A/S været noteret på NASDAQ OMX First North, Danmark. Selskabet har ca. 2.000 aktionærer.

Gourmet Bryggeriet A/S offentliggjorde den 27. februar 2009 sin halvårsmeddelelse pr. 31. december 2008. Heraf fremgik følgende ikke-reviderede hovedtal:

Beløb i DKK '000	1. halvår 2008/2009	1. halvår 2007/2008
Indtjening		
Nettoomsætning	14.911	15.812
Resultat før skat	-3.558	-534
Periodens resultat efter skat	-2.669	-392
Balance		
Balancesum	50.798	50.025
Egenkapital	41.826	44.847
Pengestrøm		
Pengestrøm fra driften	-3.159	-1.211
Pengestrøm fra investeringer	-697	-5.701
Fri pengestrøm	-3.856	-6.912

De har anført, at det blandt andet fremgår at GourmetBryggeriet A/S' årsrapport for 2006/2007, at selskabet i regnskabsperioden erhvervede grunde og bygninger for ca. DKK 8,1 mio., således at ca. DKK 20,6 mio. af den bogførte egenkapital på ca. DKK 45,2 mio. herefter var bundet i materielle anlægsaktiver (produktionsbygninger og -anlæg samt maskiner).

GourmetBryggeriet A/S realiserede i regnskabsårene 2005/2006 (15 måneder), 2006/2007 og 2007/2008 et resultat efter skat på henholdsvis ca. DKK 1,9 mio., DKK - 1,3 mio. og DKK 0,1 mio.

Det fremgik endvidere af GourmetBryggeriet A/S' halvårsmeddelelse (pr. 31. december 2008) af den 27. februar 2009, at selskabets ledelse på daværende tidspunkt forventede et resultat efter skat for 2008/2009 på ca. DKK - 3,5 mio.

Af halvårsmeddelelsen fremgik endvidere blandt andet,

- at selskabets forventninger til resultatet før skat for regnskabsåret 2008/2009 nedjusteres til et negativt resultat i niveauet DKK 3,5 mio. (mod DKK 0,1 mio. i 2007/2008),
- at der fortsat forventes en nettoomsætning i niveauet DKK 32 - 34 mio. for øldriften (mod DKK 24,6 mio. i 2007/2008) og således fortsat en væsentlig omsætningsvækst,
- at nedjusteringen af resultatforventningerne er et resultat af de ændrede markedsvilkår som følge af den fortsatte økonomiske afmatning,
- at den generelle usikkerhed om den økonomiske udvikling gør, at forventningerne om den fremtidige udvikling selv på en seks måneders horisont er behæftet med betydelig usikkerhed.

Selskabet har efterfølgende nedjusteret forventningerne til årets resultat i selskabsmeddelelse af 23. juni 2009. Af meddelelsen fremgår, at selskabet tidligere har nedjusteret forventningerne til indtjeningen for 2008/09 (-3,5 mio. kr.), og at resultatet nedjusteres yderligere således, at det der forventes et negativt resultat før skat i niveauet 7,0 mio. kr.

Det oplyses i meddelelsen, at nedjusteringen skal ses i lyset af det fortsatte vanskelige økonomiske klima, hvor omsætningen i månederne april - maj 2009 har været markant lavere end forventet. Den lavere realiserede volumen kombineret med et generelt nettoprisfald har reduceret indtjeningen betydeligt. Samtidig har det i samme periode blandt andet været nødvendigt at foretage nedskrivninger af tilgodehavender.

Nettoomsætningen for ølforretningen forventes nu at udgøre ca. 29 - 30 mio. kr. for helåret 2008/09 (tidligere forventet 32 - 34 mio. kr.). Set i forhold til samme periode sidste år svarer dette til en fremgang på ca. 25 %.

Indre værdi

På baggrund af, at GourmetBryggeriet A/S' egenkapital pr. 31. december 2008 udgjorde 41.826.000 kr. og antallet af aktier er 3.862.000, beregnes den indre værdi pr. aktie pr. 31. december 2008 til 10,83 kr.

Handlen i aktierne i GourmetBryggeriet A/S

Det kan ses af handelsdata fra NASDAQ OMX First North Denmark, at aktierne i GourmetBryggeriet A/S ikke handles dagligt, og at der er ganske få daglige handler. Det ses endvidere, at handlerne sker i små mængder, hvor værdien af de enkelte transaktioner kun beløber sig til få tusinder kroner. Efter Finanstilsynets oplysninger ses, at handlerne i aktierne stort set alle er foretaget af private investorer.

Det retlige grundlag

§ 31, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. har følgende ordlyd:

”Overdrages en aktiepost direkte eller indirekte i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til handel på et reguleret marked eller en alternativ markedsplads, til en erhverver eller til personer, der handler i forståelse med denne, skal erhververen give alle selskabets aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier på identiske betingelser, hvis overdragelsen medfører, at erhververen

- 1) kommer til at besidde flertallet af stemmerettighederne i selskabet,
- 2) får ret til at udnævne eller afsætte et flertal af selskabets bestyrelsesmedlemmer,
- 3) får ret til at udøve en bestemmende indflydelse over selskabet på grundlag af vedtægterne eller aftale med dette i øvrigt,
- 4) på grundlag af aftale med andre aktionærer kommer til at råde over flertallet af stemmerettighederne i selskabet eller
- 5) kommer til at kunne udøve bestemmende indflydelse over selskabet og kommer til at besidde mere end en tredjedel af stemmerettighederne.”

Det fremgår af § 8, stk. 1, i bekendtgørelse nr. 947 af 23. september 2008 om overtagelsestilbud, at tilbudskursen mindst skal svare til den højeste pris, som tilbudsgiver eller personer, der handler i forståelse med tilbudsgiver, har betalt for de allerede erhvervede aktier i de 6 måneder, der går forud for tilbuddets afgivelse.

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 de i § 8, stk. 4, i bekendtgørelse om overtagelsestilbud, anvende følgende kriterier:

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.

Det følger af § 84, stk. 2, nr. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., at Fondsrådet træffer afgørelse i sager af principiel karakter samt i sager, der har videregående betydelige følger for aktørerne på værdipapirhandelsmarkedet.

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.

Tidligere praksis

Finanstilsynet modtog en anmodning om en tilkendegivelse af, om Finanstilsynet ville regulere en tilbudskurs, der skal tilbydes selskabets øvrige aktionærer i medfør af § 31 i lov om værdipapirhandel m.v., i forbindelse med et påtænkt køb af en kontrollerende aktiepost i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller en alternativ markedsplads.

Købet af den kontrollerende aktiepost skulle gennemføres til en kurs, der efter det oplyste svarede til selskabets indre værdi. Markedskursen havde i den forudgående periode ligget væsentligt højere. Købskursen var således 45,9 % lavere end gennemsnitskursen de seneste 6 måneder.

Det var Finanstilsynets vurdering, at den betydelige forskel mellem den påtænkte købskurs og markedskursen, i det foreliggende tilfælde ville

medføre, at Finanstilsynet – hvis købet blev gennemført – ville foretage en justering af tilbudsprisen med udgangspunkt i markedskursen, medmindre erhververen ville kunne påvise, at markedskursen ikke var korrekt.

Begrundelsen herfor var, at udgangspunktet om højeste pris, jf. § 8, stk. 1, i bekendtgørelse om overtagelsestilbud samt aktionærers oplysningsforpligtelser, byggede på antagelsen om det effektive marked og prisdannelse, hvorved investorerne var sikret en rimelig pris for deres aktier i forbindelse med et kontrolskifte i selskabet. Det var således Finanstilsynets opgave at beskytte aktionærerne mod en urimelig prisfastsættelse i forbindelse med et kontrolskifte, jf. § 8, stk. 2, i bekendtgørelse om overtagelsestilbud samt aktionærers oplysningsforpligtelser.

Der kunne ikke fremlægges objektive grunde, der kunne forklare eller underbygge, at markedskursen på aktierne ikke afspejlede en reel markedsværdi. Sagen havde været forelagt Fondsrådet.

Finanstilsynets vurdering

Deres klient Harboes Bryggerier A/S har den 4. juni 2009 erhvervet 75,51 % af aktiekapitalen. De har oplyst, at Harboes Bryggerier A/S ikke tidligere har erhvervet aktier i GourmetBryggeriet A/S.

Harboes Bryggerier A/S har ved erhvervelsen opnået kontrol med GourmetBryggeriet A/S 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 identiske betingelser.

De har på vegne af Deres klient fremført, at prisen er i overensstemmelse med § 8 stk. 1, i bekendtgørelse om overtagelsestilbud og derfor ikke skal reguleres af Finanstilsynet, idet tilbudskursen ikke er væsentligt lavere end markedskursen og ingen af de øvrige reguleringsmuligheder, jf. § 8 stk. 2, i bekendtgørelsen foreligger i dette tilfælde.

Det følger imidlertid af § 8, stk. 2, nr. 5, i bekendtgørelse om overtagelsestilbud, at Finanstilsynet kan regulere tilbudskursen, når den er væsentligt lavere end markedskursen.

Det er Finanstilsynets opfattelse, at udgangspunktet om højeste pris i § 8, stk. 1, i bekendtgørelse om overtagelsestilbud, bygger på antagelsen om det effektive marked og prisdannelse, hvorved investorerne er sikret en rimelig pris for deres aktier i forbindelse med et kontrolskifte i selskabet.

Det er endvidere Finanstilsynets opfattelse, at § 8, stk. 2, i bekendtgørelse om overtagelsestilbud skal sikre investorer og tilbudsgiver mod en urimelig prisfastsættelse. Hvornår der er tale om urimelighed, der kan udløse

anvendelse af § 8, stk. 2, 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, om en tilbudskurs, der er væsentligt 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 GourmetBryggeriet A/S var 46,01 pct. lavere end den gennemsnitlige børskurs dagen før offentliggørelsen af den betingede aftale. Endvidere var den påtænkte tilbudskurs, 48,93 pct. lavere end gennemsnitkursen den seneste måned, 47,02 pct. lavere de seneste 3 måneder, 52,85 pct. lavere de seneste 6 måneder og 67,32 pct. lavere de seneste 12 måneder før offentliggørelsen af den betingede aftale.

Da sælgerne af den kontrollerende aktiepost er tilbudt kontant betaling skal vurderingen af, hvorvidt tilbudskursen er væsentligt lavere end markedsværdien, som den er fastsat i fri handel på børsmarkedet, ske på baggrund af den kontante tilbudskurs og ikke værdien af de tilbudte aktier.

Det skal bemærkes, at i de tilfælde, at aktierne i GourmetBryggeriet ombyttes til aktier i Harboes Bryggerier A/S, ses tilsvarende forskelle mellem den påtænkte tilbudskurs og værdien af en aktie i Harboes Bryggerier A/S, idet forskellen dog er mindre.

På baggrund af ombytningsforholdet var den påtænkte tilbudskurs for aktierne i GourmetBryggeriet A/S 38,77 pct. lavere end den gennemsnitlige børskurs på en aktie i Harboes Bryggerier A/S dagen før offentliggørelsen af den betingede aftale. Endvidere var den påtænkte tilbudskurs, 44,02 pct. lavere end gennemsnitkursen den seneste måned, 41,79 pct. lavere de seneste 3 måneder, 48,81 pct. lavere de seneste 6 måneder og 60,90 pct. lavere de seneste 12 måneder før offentliggørelsen af den betingede aftale.

Det må det således konstateres, at tilbudskursen objektivt set er væsentligt forskellig fra markedsværdien, som den er fastsat i fri handel på børsmarkedet.

Til det af Harboes Bryggeriers A/S' anførte om, at GourmetBryggeriet A/S under de nuværende markeds- og driftsbetingelser vil kunne overleve måske i et år, skal det bemærkes, at Gourmet-Bryggeriet A/S har en meget betydelig egenkapitalandel målt i forhold til balancesummen, og at det forventede underskud til året før skat er på 7,0 mio. kr., sammenholdt

med en egenkapital pr. 1. halvår 2008/2009 på 41,8 mio. kr. og likvide beholdninger pr. 30. juni 2008 på 9,7 mio. kr.

Det skal herefter vurderes om, De i tilstrækkelig grad har begrundet, at den kurs, der handles til på børsmarkedet, ikke afspejler selskabets værdi.

Det forhold, at en række aktionærer, som er uafhængige af Harboes Bryggeri A/S, efter det af Dem oplyste har solgt i alt 75,5 % af selskabets samlede aktiekapital til en erhverver, som ikke i forvejen er aktionær i selskabet, og som ikke handler "i forståelse" med disse aktionærer, taler efter Finanstilsynets vurdering imod at regulere tilbudskursen.

Den omstændighed, at initiativtager til salget af GourmetBryggeriet A/S, der som [udeladt] har et detaljeret og indgående kendskab til selskabet, taler ligeledes efter Finanstilsynets vurdering imod at regulere tilbudskursen.

Endvidere taler det forhold, at i hvert fald hovedparten – mindst ti af de femten sælgende aktionærer - efter det af Dem oplyste må betegnes som indbyrdes uafhængige, imod at regulere tilbudskursen.

Derudover taler det forhold, at der er tale om en aktie med ringe omsætning, imod at regulere tilbudskursen. Således var der i perioden 30. april 2008 til 30. april 2009 i over 20 pct. af handelsdagene ingen omsætning, og på handelsdage ofte kun med ganske få daglige handler. Tilmed handles hyppigt i små mængder, hvor værdien af de enkelte transaktioner kun beløber sig til få tusinder kroner. Ligeledes taler den omstændighed, at de handlende aktionærer efter Finanstilsynets oplysninger stort set alle har været private investorer, imod at regulere tilbudskursen. Endelig kan det vedrørende prisdannelsen i aktien bemærkes, at den gennemsnitlige handelskurs den 1. maj 2009 efter offentliggørelsen af det forestående tilbud alene faldt fra kurs 12,00 til kurs 10,39, og at markedet således ikke fuldt ud indregnede lavere den erhvervede pris på 6,4733.

Finanstilsynet har lagt vægt på, at Harboes Bryggerier A/S har erklæret, at der ikke i forbindelse med købet af 75,5 % af Gourmetbryggeriet A/S' aktiekapital er ydet de sælgende aktionærer nogen former for modydelse, ud over det vederlag, der modsvarer tilbudskursen, som Harboe vil tilbyde de resterende aktionærer. Finanstilsynet har i den forbindelse bemærket, at [udeladt] er indgået på sædvanlige vilkår.

Finanstilsynet har endvidere ved vurderingen lagt vægt på, at aftalen om køb af den kontrollerende aktiepost på 75,5 % af aktiekapitalen og stemmerettigheder i GourmetBryggeriet A/S efter det over for Finanstilsynet oplyste er indgået mellem en række uafhængige parter.

Finanstilsynet finder herefter ikke noget grundlag for at tilsidesætte tilbudskursen på 6,4733 kr. pr. aktie.

Tilbudskursen kan på den baggrund ikke siges at være åbenbar urimelig, og der vil således ikke på det foreliggende grundlag ske regulering af tilbudskursen.

Spørgsmål kan rettes til Stefan Gotfredsen, tlf. 33 55 84 07, ste@ftnet.dk.

Med venlig hilsen

Camilla Søborg
kontorchef

Stefan Gotfredsen
fuldmægtig