

Ulrik Tofte Jensen  
Morten Tofte Jensen  
Klaus Tofte Jensen  
Peter Riggelsen Holding Anpartsselskab  
Daugaard Holding ApS

2. juli 2021

Ref. CHHO

J.nr. 21-005690

*Sendt pr. mail til Mette Steenstrup  
mrs@mazanti.dk*

**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

## **Afgørelse om kursfastsættelse i det pligtmæssige overtagelsestilbud på Boliga Gruppen A/S**

### **1. Kursfastsættelse**

Finanstilsynet finder, at kursen i det pligtmæssige overtagelsestilbud på Boliga Gruppen A/S (Boliga) skal fastsættes til 15,20 kr. pr. aktie i medfør af overtagelsesbekendtgørelsens § 15, stk. 2, nr. 4, jf. stk. 1, nr. 5.

Sø- og Handelsretten statuerede ved dom af 20. januar 2021, at tilbudspligten indtrådte den 31. december 2015, som følge af en udlodning af aktier i Freo Investments Limited (Freo) til Ulrik, Morten og Klaus Tofte Jensen. Overtagelsestilbuddet bliver fremsat 5,5 år efter tilbudspligtens indtræden. Tilbudskursen reguleres efter overtagelsesbekendtgørelsens § 15, stk. 1, nr. 5, da tilbudskursen er væsentlig lavere end markedskursen ved pligtens indtræden. Tilbudspligten fastsættes på baggrund af objektive kriterier, jf. overtagelsesbekendtgørelsens § 15, stk. 2, nr. 4. I denne sag forstås det som den volumevægtede gennemsnitskurs i perioden fra pligtens indtræden til det tidspunkt, hvor overtagelsestilbuddet rettelig senest ville være blevet godkendt af Finanstilsynet. Det vil sige perioden fra 1. januar 2016 til og med 28. januar 2016.

### **2. Sagsfremstilling**

#### **2.1 Baggrund**

Sø- og Handelsretten afsagde den 20. januar 2021 dom i en sag vedrørende et overtagelsestilbud i Boliga, som er optaget til handel på Nasdaq Copenhagen. Dommen er vedlagt som **bilag 1**. Sø- og Handelsretten fandt, at en gruppe majoritetsaktionærer den 31. december 2015 ifaldt tilbudspligt, da de handlede i forståelse i henhold til en ejerftale og derved havde kontrol over Boliga. Ejerftalen blev indgået i september 2013 mellem syv aktionærer i

**ERHVERVSMINISTERIET**

Boliga. Der skete dog et indirekte kontrolskifte i Boliga den 31. december 2015, da kontrollen med en af aktionærene i Boliga, Freo, overgik fra en britisk fond til Ulrik Tofte Jensen, Morten Tofte Jensen og Klaus Tofte Jensen.

I retssagen ved Sø- og Handelsretten var kun Peter Riggelsen Holding Anpartsselskab, Klaus Tofte Jensen og Morten Tofte Jensen sagsøgt. Tilbudspigten er dog solidarisk, sådan at hele gruppen, som handler i forståelse, er omfattet.

## 2.2 Sagens faktum

Den 12. juni 2013 solgte Saxo Bank sin aktiebeholdning i Boliga A/S, som dengang hed Euroinvestor A/S, til Freo, JCA Holding ApS, Søren Alminde Holding ApS, P. Riggelsen ApS, Ulrik Tofte Jensen, Daugaard Holding ApS og Coping Management ApS. Denne personkreds er omtalt som 'Gruppen på 7' i dommen, og terminologien videreføres her.

Den 10. juli 2013 fremsatte Gruppen på 7 et overtagelsestilbud, da de handlede i forståelse med hinanden i henhold til en mundtlig aftale. Gruppen på 7 ejede på dette tidspunkt tilsammen 92,58 pct. af aktiekapitalen. I september 2013 erstattede Gruppen på 7 deres mundtlige aftale med den ovennævnte skriftlige ejerftale. Aftalen regulerede bl.a. valget af bestyrelsesmedlemmer i Boliga.

Freo er en af de juridiske personer, som var en del af Gruppen på 7. Freos formål var at eje aktier i andre selskaber og drive investeringsvirksomhed. Freo havde hjemsted på De Britiske Jomfruøer og var 100 pct. ejet af The Pavillion Trust, der havde hjemsted på Isle of Man. Bestyrelsen i Freo var uafhængig af The Pavillion Trust (herefter Trusten). Trusten var en selv-ejende juridisk enhed, hvis uddeling af midler var diskretionær. De begunstigede var Ulrik Tofte Jensen, Klaus Tofte Jensen, Morten Tofte Jensen og deres efterkommere. Ulrik Tofte Jensen er som nævnt også en del af personkredsen i Gruppen på 7.

Den 7. december 2015 anmodede Ulrik Tofte Jensen på egne, Klaus Tofte Jensens og Morten Tofte Jensens vegne om, at Trusten udloddede alle sine aktier i Freo til dem. Den 24. december 2015 holdt Trusten bestyrelsesmøde. Formanden oplyste, at Trustens protektor havde godkendt anmodningen. Trustens bestyrelse godkendte derefter udlodningen. Aktierne i Freo blev udloddet vederlagsfrit til Ulrik Tofte Jensen, Klaus Tofte Jensen og Morten Tofte Jensen med retsvirkning den 31. december 2015.

Organisationsdiagrammer fra henholdsvis før og efter udlodning af Freo-aktier til Morten Tofte Jensen, Klaus Tofte Jensen og Ulrik Tofte Jensen er vedlagt som **bilag 2**.

I april 2016 udloddede Freo sine aktier i Boliga til Klaus Tofte Jensen, Ulrik Tofte Jensen og Morten Tofte Jensen. Freo ejede herefter ingen aktier i Boliga og blev efterfølgende likvideret. Den 11. april 2016 tiltrådte Klaus Tofte Jensen og Morten Tofte Jensen ejeraftalen, og Freo udtrådte.

Sø- og Handelsretten fandt, at Ulrik Tofte Jensen, Klaus Tofte Jensen og Morten Tofte Jensen ved udlodningen den 31. december 2015 kontrollerede Freo, og at ejerskiftet havde medført et kontrolskifte. Sø- og Handelsretten lagde til grund, at de tre nævnte personer handlede i forståelse med hinanden i relation til deres indflydelse i Freo og dermed indtrådte i Gruppen på 7, som havde bestemmende indflydelse i Boliga. Dette gjaldt, uanset at Klaus Tofte Jensen og Morten Tofte Jensen først indtrådte i ejeraftalen i eget navn i april 2016. Gruppen på 7 blev herefter til Gruppen på 8, da Klaus Tofte Jensen og Morten Tofte Jensen indtrådte i stedet for Freo. Ulrik Tofte Jensen var allerede en del af den eksisterende ejerftale og en del af Gruppen på 7.

I august 2016 foretog Boliga en rettet emission i forbindelse med køb af Udenombanken.dk. Aktiekapitalen blev udvidet med 1.650.000 kr. fra 20.265.249 kr. til 21.915.249 kr.

I december 2016 foretog Boliga endnu en rettet emission på 310.000 kr., så aktiekapitalen blev udvidet fra 21.915.249 kr. til 22.225.249 kr. I august 2018 blev aktiekapitalen nedsat med 3.325.249 kr. fra 22.225.249 kr. til 18.900.000 kr. Den 10. maj 2019 nedsattes Boligas aktiekapital med 2.250.000 kr., fra 18.900.000 kr. til 16.650.000 kr.

Den ovennævnte ejerftale var ikke offentligt kendt før foråret 2019, hvor den fremgik af Boligas årsrapport. En gruppe minoritetsaktionærer, som ikke var en del af ejerftalen, indledte kort tid efter et søgsmål ved Sø- og Handelsretten med påstand om et pligtmæssigt overtagelsestilbud. Sø- og Handelsretten gav den 20. januar 2021 minoritetsaktionærene medhold i dette.

Den 26. januar 2021 modtog Finanstilsynet en dispensationsansøgning fra Peter Riggelsen Holding Anpartsselskab, Klaus Tofte Jensen og Morten Tofte Jensen vedrørende pligten til at fremsætte et pligtmæssigt overtagelsestilbud i Boliga. Tilbudsgiverne henviste til passagen i dommen, hvoraf det fremgår, at "[...] således at tilbudspligten er indtrådt i henhold til den dagældende § 31, stk. 1, i værdipapirhandelsloven, med mulighed for at Finanstilsynet, hvis tilsynet måtte finde dette relevant, kan overveje dispensation efter den dagældende § 31, stk. 8."

Finanstilsynet sendte den 2. februar 2021 et afslag på dispensationsansøgningen i høring hos de sagsøgte. Finanstilsynets afslag var begrundet i mangel på særlige forhold, jf. § 46, stk. 2, i lov om kapitalmarkeder.

Praksis vedrørende anmodning om dispensation omhandler primært dispensation i forbindelse med nødlidende selskaber, hvor en rekonstruktion er nødvendig for at redde selskabet og derfor også er i minoritetsaktionærernes interesse. Dispensationsansøgninger er dog ikke begrænset til nødlidende selskaber. I den konkrete sag vurderede Finanstilsynet, at der ikke var særlige forhold, der kunne medføre dispensation fra reglerne om pligtmæssigt tilbud ved kontrolskifte. En dispensation ville desuden ikke tjene selskabet eller aktionærernes interesser som helhed, men alene aktionærerne, som var ifaldet tilbudspligt.

Sø- og Handelsrettens afgørelse blev anket af majoritetsaktionærerne, som ifaldt tilbudspligt, til Østre Landsret. Anken havde opsættende virkning, hvorfor et overtagelsestilbud ikke blev fremsat.

Efter anken kontaktede de sagsøgende minoritetsaktionærer majoritetsaktionærerne med henblik på at indgå forlig. Parterne blev i foråret 2021 enige om majoritetsaktionærernes køb af minoritetsaktionærernes aktier til en kurs på 12,5 kr. pr. aktie.

Som følge af forliget hævede de sagsøgte majoritetsaktionærer ankesagen den 7. maj 2021. Et overtagelsestilbud i medfør af Sø- og Handelsrettens afgørelse skal derfor fremsættes nu. Tilbuddet er fremsat af Ulrik Tofte Jensen, Morten Tofte Jensen, Klaus Tofte Jensen, Daugaard Holding ApS og Peter Riggelsen Holding Anpartsselskab (tilbudsgiverne).

Finanstilsynet vurderer, at der skal fastsættes en anden kurs end den, som fremgår af det fremsatte tilbud, da tilbudskursen er væsentlig lavere end markedskursen i det tidsrum, hvor tilbudsdokumentet retteligt skulle have været godkendt i medfør af tilbudspligtens indtræden.

Udkastet til afgørelse blev sendt i høring hos tilbudsgiverne den 1. juni 2021. Den 10. juni 2021 modtog Finanstilsynet høringssvar fra tilbudsgiverne.

Tilbudsgiverne anførte i høringssvaret, at Finanstilsynet sendte et høringsbrev til tilbudsgiverne i foråret 2019, som følge af en borgerhenvendelse om kontrolskiftet. Tilbudsgiverne redegjorde for, at de vurderede, at de, allerede inden udlodningen af Freo-aktierne, havde de facto-kontrol over Boliga, hvorfor der ikke var sket et kontrolskifte. Finanstilsynet henlagde sagen af procesuelle årsager, da det ikke var muligt endeligt at konstatere, om der allerede var kontrol på grund af den juridiske konstruktion på Isle of Man. Tilbudsgiverne oplyste i høringssvaret, at Finanstilsynet dengang vurderede, at der ikke skete et kontrolskifte, hvilket Finanstilsynet bemærker ikke er korrekt, da Finanstilsynet ikke traf en afgørelse eller udtrykte en sådan tilkendegivelse.

Tilbudsgiverne bemærkede i høringssvaret, at det er underordnet om tilbuds-dokumentet fremsættes som følge af tilbudspligten i medfør af SØ- og Handelsrettens dom eller i medfør af forliget fra foråret 2021, da det afgørende er godkendelsen af tilbudsdokumentet, som nævnt af SØ- og Handelsretten i dommen.

Tilbudsgiverne nævnte, at Finanstilsynet ikke har hjemmel til at tilsidesætte kursfastsættelse efter § 13 i overtagelsesbekendtgørelsen om direkte erhvervelser, da SØ- og Handelsretten i afgørelsen nævner, at kursen skal fastsættes i medfør af § 13.

Tilbudsgiverne nævnte slutteligt, at hvis tilbudskursen fastsættes, som var tilbuddet behørigt fremsat, så skulle kursen fastsættes som 13,50 kr. pr. aktie, da tilbudsgiverne indgik aftale om køb og salg af aktier mellem hinanden den 1. februar 2016 til denne kurs, og dette ville blive anvendt til fastsættelsen i medfør af § 13.

Finanstilsynet bemærker, at 4-ugers fristen for godkendelse af tilbuds-dokument allerede sprang den 28. januar 2016, hvorfor dette ikke er korrekt. Endvidere rådede køberne ikke over aktier før et senere tidspunkt.

### 3. Retligt grundlag

Reglerne vedrørende overtagelsestilbud stammer fra overtagelsesdirektivet<sup>1</sup>, som primært er implementeret i kapitel 8 i lov om kapitalmarkeder og i overtagelsesbekendtgørelsen. Bekendtgørelsen er vedlagt som **bilag 3**.

#### 3.1 Formål med reglerne

Formålet med overtagelsestilbudsreglerne er at give mindretalsaktionærer en rimelig mulighed for at komme ud af deres investering, hvis kontrollen med et børsnoteret selskab skifter.

Beskyttelseshensynet bag overtagelsesdirektivet er udtrykt i præambelens nr. 9:

*”Medlemsstaterne bør tage de nødvendige skridt for at beskytte indehavere af kapitalandele, og specielt indehavere med minoritetsinteresser, når kontrollen med deres selskab skifter hænder. Medlemsstaterne bør sikre en sådan beskyttelse ved at forpligte en erhverver, der har overtaget kontrollen med et selskab, til at fremsætte et tilbud til samtlige inde-*

---

<sup>1</sup> EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud.

*havere af selskabets kapitalandele om at erhverve alle deres kapitalandele til en rimelig pris, der fastlægges i overensstemmelse med en fælles definition. Medlemsstaterne bør kunne indføre nye instrumenter til beskyttelse af indehavere af kapitalandele, såsom forpligtelse til at fremsætte et delvist tilbud, såfremt tilbudsgiveren ikke erhverver kontrol med selskabet, eller pligt til at fremsætte et tilbud samtidig med, at der erhverves kontrol med selskabet.”*

Hensynene bag reglerne gælder alene aktionærerne – herunder minoritetsaktionærerne. Reglerne beskytter ikke tilbudsgiver.

### 3.2 Relevante bestemmelser

Af artikel 5, stk. 4, i overtagelsesdirektivet fremgår:

*”Ved en rimelig pris forstås den højeste pris, der betales for de samme kapitalandele af tilbudsgiveren eller af personer, som handler i forståelse med denne, i en periode, der fastsættes af medlemsstaterne, på mindst seks og højst tolv måneder før det i stk. 1 nævnte tilbud. Hvis tilbudsgiveren eller en person, som handler i forståelse med denne, efter at tilbuddet er offentliggjort, og inden det lukkes for accept, køber kapitalandele over tilbudsprisen, skal tilbudsgiveren forhøje sit tilbud til mindst den højeste pris, der er betalt for de således erhvervede kapitalandele.*

*Under forudsætning af, at de generelle principper i artikel 3, stk. 1, overholdes, kan medlemsstaterne tillade, at tilsynsmyndighederne ændrer denne pris under klart definerede omstændigheder og kriterier. Medlemsstaterne kan med henblik herpå udarbejde en liste over de omstændigheder, som kan give anledning til, at den højeste pris ændres, opad eller nedad, som for eksempel hvis den højeste pris er aftalt mellem køber og sælger, hvis kursen på de pågældende kapitalandele er blevet manipuleret, hvis kurserne generelt eller i det foreliggende tilfælde er blevet påvirket af ekstraordinære begivenheder, eller med henblik på at redde et nødlidende selskab. Medlemsstaterne kan ligeledes definere de kriterier, der skal anvendes i disse tilfælde, for eksempel gennemsnitskursen over en bestemt periode, selskabets likvidationsværdi eller andre objektive kriterier, som er almindelig anvendt i finansanalyser.*

*[...]”*

Det fremgår af overtagelsesbekendtgørelsens § 3, at:

*”Tilbudsgiver skal, hurtigst muligt efter at tilbudspligten er indtrådt, offentliggøre en meddelelse herom, jf. § 20.*

*Stk. 2. Tilbudsgiver skal, hurtigst muligt og senest fire uger efter at tilbudspligten er indtrådt, offentliggøre et tilbudsdokument, der opfylder kravene i § 10. [...]"*

Kursen i et overtagelsestilbud fastsættes i medfør af §§ 13-15 i overtagelsesbekendtgørelsen.

Det følger af bekendtgørelsens § 13, at:

*"Den tilbudte kurs i et pligtmæssigt tilbud skal mindst 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 tilbudsdokumentets godkendelse."*

Det følger af bekendtgørelsens § 14, stk. 1, at:

*"Har målselskabet flere aktieklasser, skal tilbudsgiver fastsætte en for hver aktieklasse. For de aktieklasser, hvor tilbudsgiver har erhvervet aktier, anvendes princippet om højeste kurs, jf. § 13."*

§ 13 og § 14, stk. 1, regulerer det forhold, at tilbudsgiver har erhvervet aktier på markedet. Er pligten indtrådt, som følge af en indirekte erhvervelse af kontrol, hvor tilbudsgiver f.eks. erhverver et holdingselskab, skal kursen baseres på kurserne på et reguleret marked i de tilfælde, hvor tilbudsgiver ikke har erhvervet aktier i den anførte periode. Tilbudskursen skal forholdsmæssigt svare til den højeste kurs i den eller de aktieklasser, hvori tilbudsgiver har erhvervet aktier, jf. bekendtgørelsens § 14, stk. 2:

*"Stk. 2. Er alle aktieklasserne optaget til handel, skal der for de aktieklasser, hvor tilbudsgiver ikke har erhvervet aktier, fastsættes en tilbudskurs baseret på kurserne på et reguleret marked. Tilbudskursen skal forholdsmæssigt svare til den højeste kurs i den eller de aktieklasser, hvor tilbudsgiver har erhvervet aktier."*

Efter § 15 i bekendtgørelsen kan Finanstilsynet regulere den tilbudte kurs op eller ned, når:

**"§ 15.** *Finanstilsynet kan regulere den tilbudte kurs, der er fastsat efter §§ 13 og 14, op eller ned, når*

- 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.

Stk. 2. Finanstilsynet kan ved fastsættelse af tilbudskursen efter stk. 1 anvende

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

Stk. 3. Anmoder tilbudsgiver om ændring af den højeste pris efter stk. 1, skal anmodningen indgives til Finanstilsynet hurtigst muligt efter tilbudsgivers offentliggørelse af meddelelse om tilbud, jf. § 3, stk. 1.”

Det følger af vejledning nr. 9849 af 03/10/2018<sup>2</sup> om bekendtgørelse om overtagelsestilbud i relation til § 13, § 14, stk. 2, og § 15, at:

*”I pligtmæssige overtagelsestilbud skal kursen mindst svare til den højeste pris, som tilbudsgiver eller personer, der handler i forståelse med tilbudsgiveren, har betalt for erhvervede aktier i de 6 måneder, der går forud for tilbudsdocumentets godkendelse, jf. § 13 i tilbuds bekendtgørelsen<sup>3</sup>. Tilbudsgiver skal oplyse Finanstilsynet om, til hvilke kurser tilbudsgiver og aktionærer, der handler i forståelse med tilbudsgiver, har købt aktier i målselskabet inden for de seneste 6 måneder.*

*I forbindelse med en indirekte erhvervelse, hvor eksempelvis et moderselskab overdrages, og det udløser kontrolskifte i et datterselskab, hvis aktier er optaget til handel, er det ikke sikkert, at tilbudsgiver har købt aktier i datterselskabet indenfor de seneste 6 måneder. Fastsættelse af tilbudskursen vil i det tilfælde ske på baggrund af en konkret vurdering, jf. også principperne i § 14, stk. 2 og 3, i tilbuds bekendtgørelsen.*

*Hvis målselskabet har flere aktieklasser, og tilbudsgiver ikke i de seneste 6 måneder har erhvervet aktier i alle aktieklasser, regulerer § 14, stk. 2 og 3, i tilbuds bekendtgørelsen mindstekursen for pligtmæssige tilbud.*

*Stk. 2 omhandler den situation, hvor alle målselskabets aktieklasser er optaget til handel. Her fastsættes kursen for de aktieklasser, som tilbudsgiver ikke har erhvervet aktier i, forholdsmæssigt ud fra kursen på den aktieklasser, hvori tilbudsgiver har erhvervet aktier.*

<sup>2</sup> Vejledningen er udstedt, som en vejledning til den tidligere overtagelses bekendtgørelse nr. 1171 af 31. oktober 2017. Da reglerne, som denne afgørelse vedrører, ikke er blevet ændret i forbindelse med senest revision af overtagelses bekendtgørelsen, kan vejledningen fortsat anvendes til fortolkningsbidrag til §§ 13-15.

<sup>3</sup> Vejledningen til overtagelses bekendtgørelsen henviser til 'tilbuds bekendtgørelsen'. Overtagelses bekendtgørelsen og tilbuds bekendtgørelsens anvendes synonymt.



[...]

*Finanstilsynet kan regulere tilbudskursen i pligtmæssige overtagelses-tilbud, hvis kursen er manipuleret eller påvirket af ekstraordinære begivenheder, hvis der er tale om redning af nødlidende selskaber, sikring af overholdelse af ligebehandlingsprincippet, eller hvis kursen er væsentlig lavere end markedskursen, jf. § 15, stk. 1, i tilbuds bekendtgørelsen. Finanstilsynets mulighed for regulering af tilbudskursen skal sikre aktionærerne og tilbudsgiver mod en urimelig prisfastsættelse. Vurderingen vil afhænge af de konkrete omstændigheder. Finanstilsynets praksis er, at tilbudskursen skal være åbenbar urimelig og væsentlig forskellig fra markedskursen, før regulering vil blive aktuel. Finanstilsynet bemærker i den forbindelse, at punktet vedrørende manipulation af kursen for målselskabets aktier ikke er begrænset til tilfælde omfattet af artikel 12 i markedsmisbrugsforordningen.*

*Finanstilsynet kan inddrage følgende i en afgørelse om ændring af tilbudskursen:*

- *Om der er objektiv begrundelse for den reducerede tilbudskurs.*
- *Om aktionærer frivilligt har handlet til tilbudskursen med tilbudsgiver.*
- *Om de aktionærer, der måtte have handlet frivilligt med tilbudsgiver, er uafhængige af tilbudsgiver og hinanden.*
- *Hvor høj omsætningen i aktien har været forud for transaktionen.*
- *Om aktionærerne er private eller professionelle investorer.*
- *Om aktionærerne har godkendt tilbudskursen i forbindelse med en emission.*
- *Om målselskabet er nødlidende.*
- *Om aktien er illikvid.*
- *Hvordan udviklingen har været for kursen, hvor aktien er optaget, op til offentliggørelse af transaktionen.”*

### **3.3 SØ- og Handelsrettens domsafsigelse**

SØ- og Handelsretten fastsætter i dommen, at der i vurderingen af kontrol ikke kan lægges vægt på en de facto-kontrol, men alene en de jure-kontrol. Tilbudsgivernes argumenter om, at der allerede forelå de facto-kontrol inden den 31. december 2015, er derfor efter Finanstilsynets vurdering ikke relevant.

SØ- og Handelsretten tager i et vist omfang stilling til kursfastsættelsen i overtagelsestilbuddet. Domstolen udtaler:

*”Med undtagelse af påstand 1.1, påstand 2 og 2.1<sup>4</sup>, bygger samtlige af sagsøgernes påstande imidlertid på det synspunkt, at en statuering af tilbudspligt medfører, at tilbudskursen nu skal fastsættes på baggrund af kursen i april 2016, subsidiært december 2015, og de forudgående seks måneder. Imidlertid var fastsættelsen af tilbudskursen i § 13 i den dagældende overtagelsesbekendtgørelse som anført ovenfor bundet til tidspunktet for tilbudsdokumentets godkendelse, hvilket også er tilfældet i den nugældende § 13 i bekendtgørelse nr. 636 af 15. maj 2020 om overtagelsestilbud, og der er ikke hjemmel i overtagelsesbekendtgørelsen eller i de børsretlige regler i øvrigt til at komme til noget andet resultat. Spørgsmålet om mulige offentligretlige følger af de sagsøgte manglende overholdelse af tilbudspligten er ikke omfattet af denne sag, ligesom et eventuelt spørgsmål om erstatningsretlige følger heller ikke er omfattet af nærværende sag.”*

Retten nævner, at fastsættelsen af tilbudskursen i § 13 er bundet til tidspunktet for tilbudsdokumentets godkendelse, og at der ikke er hjemmel i reglerne til at nå et andet resultat. Retten nævner ikke direkte §§ 14 og 15 om henholdsvis indirekte erhvervelser og kursregulering, men den påpeger, at mulige offentligretlige følger ikke er omfattet af sagen.

Derudover nævner retten, at:

*[...]”Retten bemærker endvidere, at tilbudsperioden i givet fald løber i et nærmere angivet tidsrum fra tilbudsdokumentets offentliggørelse, og at tilbudskursen, som i en række tilfælde kan justeres op eller ned af Finanstilsynet, i tidsmæssig henseende er knyttet til tidspunktet for tilbudsdokumentets godkendelse og ikke til tidspunktet for opnåelse af den bestemmende indflydelse i selskabet, jf. den dagældende bekendtgørelse nr. 562 af 2. juni 2014 om overtagelsestilbud, navnlig §§ 9, 10*

<sup>4</sup> 1.1 De sagsøgte, Peter Riggelsen Holding Anpartsselskab, Klaus Tofte Jensen og Morten Tofte Jensen, tilpligtes at anerkende, at de som følge af aktieoverdragelser i april 2016, subsidiært i december 2015, i Boliga Gruppen A/S, CVR-nr. 25078780, er forpligtet til at fremsætte et pligtmæssigt overtagelsestilbud, jf. dagældende § 31 i lov om værdipapirhandel, alt i overensstemmelse med de fastsatte procedurer for overtagelsestilbud.

2. De sagsøgte, Peter Riggelsen Holding Anpartsselskab, Klaus Tofte Jensen og Morten Tofte Jensen, tilpligtes at anerkende at være forpligtede til at behandle aktionærer i Boliga Gruppen A/S, CVR-nr. 25078780, inden for samme aktieklasser lige, jf. dagældende § 5 i bekendtgørelse nr. 562 af 2. juni 2014 om overtagelsestilbud.

2.1 De sagsøgte, Peter Riggelsen Holding Anpartsselskab, Klaus Tofte Jensen og Morten Tofte Jensen, tilpligtes at anerkende at være forpligtede til at behandle Scheibye Holding ApS og DG-Byg ApS lige i forhold til Schellenbauer Consult ApS, jf. dagældende § 5 i bekendtgørelse nr. 562 af 2. juni 2014 om overtagelsestilbud.

og 13, samt den nugældende § 13 i bekendtgørelse nr. 636 af 15. maj 2020 om overtagelsestilbud.” [...]

#### 4. Parternes anbringender

##### 4.1 Tilbudsgivernes påstande

Tilbudsgiverne lægger til grund, at der skal ske en isoleret ordlydsfortolkning af § 13 i overtagelsesbekendtgørelsen, det vil sige at kursen skal være 12,5 kr. pr. aktie, hvilket er den højeste kurs, som tilbudsgiverne har erhvervet aktier til i de 6 måneder op til tilbudsdocumentets godkendelse. Tilbudsgiverne har gjort gældende, at tilbudsgiverne ikke finder noget grundlag for at fravige bestemmelsen.

I en e-mail fra den 11. februar 2021 vurderer tilbudsgiverne, at:

*”hjemmelsgrundlaget ganske klart og det er ligeledes ganske klart, at domstolen på side 120 i 4. afsnit midt på siden fuldstændig afviser, at der kan berettiget ske en relevant kursfastsættelse tilbage i april 2016 eller subsidiært 2015 og de forudgående 6 måneder. Tværtimod understreges det udtrykkeligt i dommen, at kursen skal fastsættes i henhold til § 13 i den dagældende lov svarende til den nugældende lov.”*

Tilbudsgiverne har desuden blandt andet bedt Jesper Lau Hansen om en vurdering af kursfastsættelsen. Notat er vedlagt som **bilag 4**.

##### 4.1.1 Jesper Lau Hansens notat

Jesper Lau Hansen tager i sin redegørelse udgangspunkt i ordlyden af § 13 i overtagelsesbekendtgørelsen, hvoraf det fremgår, at det relevante tidspunkt for kursens fastsættelse er den højeste pris, som tilbudsgiver har betalt for aktier i målselskabet i de seks måneder før tilbudsdocumentets godkendelse.

Af notatet fremgår:

*”Det følger klart af ordlyden af § 13 i både den tidligere og den nuværende bekendtgørelse om overtagelsestilbud, at kursen skal beregnes på tidspunktet for tilbudsdocumentets godkendelse. Jeg bemærker, at tilbudspligten efter den begrundelse, der anføres i de danske forarbejder og som også modsvarer det underliggende direktiv (2004/25), angiveligt skal beskytte minoritetsaktionærerne mod eventuelle ulemper som følge af et kontrolskifte ved at få mulighed for at afhænde deres aktier (exit-hensynet). Det er ikke på samme måde fremhævet i lovgivers hensigt, at aktionærerne har ret til at få del i en bestemt kursgevinst (premium-hensynet), sådan som det er i visse lande, f.eks. UK.*

*Jeg er således enig med rettens bemærkning om, at der ikke er hjemmel for Finanstilsynet til at nå et andet resultat ved fastsættelsen af kursen for tilbudspligten, end hvad der følger af bekendtgørelsens §§ 13-15."*

#### 4.2 Minoritetsaktionærernes påstande

Minoritetsaktionærerne lægger blandt andet vægt på, at Sø- og Handelsretten har statueret, at tilbudspligten indtrådte i december 2015. Minoritetsaktionærerne har skriftligt fremført til Finanstilsynet, at:

*"I denne situation, hvor tilbudsgiver har forbrudt sig mod overtagelsesbekendtgørelsen, og ikke rettidigt har fremsat sit pligtmæssige tilbud, bliver en nødvendig diskussion herefter, tidspunktet/hvornår/hvilken dato vurderingen af tilbudskursen "baseret på kurserne på et reguleret marked" skal ske.*

*I den vurdering er to datoer; den 31. december 2015 (hvor kontrolskiftet skete) eller dags dato i januar 2021 (hvor tilbuddet retteligt fremsættes)."*

Minoritetsaktionærerne fremfører, at tilbudskursen bør fastsættes efter datoen den 31. december 2015, da tilbudsgiver hurtigst muligt efter, at tilbudspligten er indtrådt, skal fremsætte sit overtagelsestilbud, jf. § 3, stk. 1, i overtagelsesbekendtgørelsen. De fremfører videre, at denne fortolkning er i overensstemmelse med formålet bag reglerne.

Minoritetsaktionærerne fremfører:

*"Overtagelsesbekendtgørelsen grundprincip er minoritetsbeskyttelse [sic]. Hvis en storaktionær misligholder sin forpligtelse og ikke fremsætter sit pligtmæssige tilbud (som i denne sag), så skal det ikke være minoritetsaktionæren som bærer risikoen for at om kursen er steget eller faldet. Hvis dette blev gjort, ville det være at forringe minoritetsaktionærens rettighed og tværtimod beskytte storaktionæren. I vurderingen af om tidspunktet for vurderingen skal sættes til januar 2021, vil det sikkert fra Storaktionærerne blive gjort gældende, at det vil føre et en urimelig berigelse af minoritetsaktionærerne, hvis ikke den nuværende markeds-kurs anvendes. Hertil skal det bemærkes, at minoritetsaktionærerne ikke opnår en urimelig berigelse - minoritetsaktionærerne stilles derimod alene på samme måde, som hvis storaktionæren havde overholdt sin pligt. Ligeledes skal bemærkes, at det må være den misligholdene storaktionær, som skal bære risikoen for ikke at have fremsat sit pligtmæssigt tilbud, ikke minoritetsaktionæren som lovgivningen skal beskytte. Endeligt er det vigtigt at holde sig for øje, at tilbudspligt ikke er noget som 'kommer snigende', og bliver pålagt en storaktionær. Tilbudspligten*

*bliver kun udløst af en aktiv handling. Denne handling har Storaktionærerne udført den 31. december 2015, og tilbudskursen skal derfor fastsættes på dette tidspunkt, hvor Storaktionærerne foretager deres aktive handling.”*

## 5. Finanstilsynets vurdering

Sø- og Handelsretten har fastslået, at tilbudspligten indtrådte, som følge af kontrolskiftet, den 31. december 2015. Når tilbudsgivere er ifaldet en tilbudspligt, skal tilbudsgiver, hurtigst muligt og senest fire uger efter at tilbudspligten er indtrådt, offentliggøre et tilbudsdokument, der opfylder de lovhjemlede krav i § 10 i overtagelsesbekendtgørelsen.

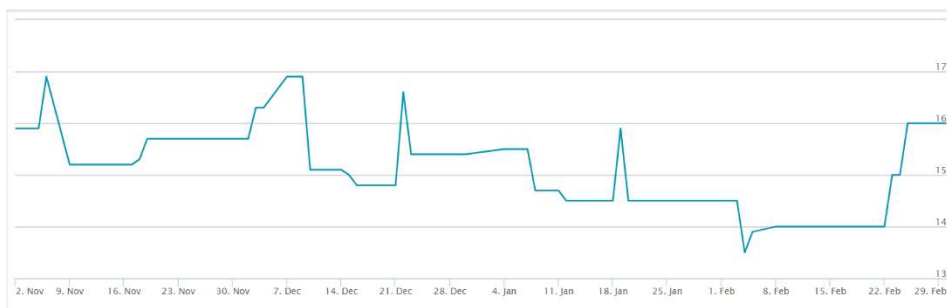
I dette tilfælde vil tilbudsgiver offentliggøre tilbudsdokumentet 5,5 år efter pligtens indtræden. Tilbudsgiverne har indsendt et tilbudsdokument med en kurs på 12,5 kr. pr. aktie baseret på det indgåede forlig i foråret 2021.

Udgangspunkterne for kursfastsættelse i et overtagelsestilbud er fastsat i § 13 og § 14, stk. 2, i overtagelsesbekendtgørelsen. § 13 knytter sig til højeste kurs, som tilbudsgiver har erhvervet aktier til i de seks måneder, der går forud for tilbudsdokumentets godkendelse, mens § 14, stk. 2, knytter sig til kurserne på et reguleret marked.

Normalt er tidspunktet for pligtens indtræden og godkendelsen af tilbudsdokumentet, som nævnt i § 13, nærtbeslægtet, ligesom perioden som markedskursen dækker over i § 14, stk. 2, naturligt afgrænset.

Der er ikke i kursfastsættelsesreglerne taget stilling til retsvirkningen af, at et overtagelsestilbud ikke bliver fremsat i forbindelse med pligtens indtræden.

Tilbudsgiverne har fremsat en tilbudskurs på 12,5 kr. baseret på ordlyden af § 13, hvor tilbudskursen fastsættes som højeste kurs, som tilbudsgiverne har handlet aktier i målselskabet til i de 6 måneder op til tilbudsdokumentets forventede godkendelse i 2021. Finanstilsynet vurderer dog, at denne kurs er væsentlig lavere end markedskursen, jf. overtagelsesbekendtgørelsens § 15, stk. 1, nr. 5, hvorfor der kan ske regulering af tilbudskursen. Tilbudskursen ved pligtens indtræden var 15,4 kr. pr. aktie, hvilket betyder, at den tilbudte kurs er 18,83 pct. lavere end tilbudskursen. Tilbudskursen i perioden omkring pligtens indtræden udviklede sig således:



I vurderingen af, om der kan ske kursregulering kan Finanstilsynet efter vejledningen til overtagelsesbekendtgørelsen inddrage, om der er en objektiv begrundelse for den reducerede tilbudskurs, og om aktionærerne er private eller professionelle investorer.

Årsagen til den reducerede tilbudskurs er, at kursudviklingen har været negativ fra pligtens indtræden frem til fremsættelse af tilbudsdocumentet i 2021. Det har medført, at tilbudsgiverne har kunne indgå et forlig til kurs 12,5 i foråret 2021. Finanstilsynet vurderer, at det ikke er en objektiv begrundelse, som skal komme minoritetsaktionærerne i Boliga til skade, da beskyttelseshensynet i reglerne om overtagelsestilbud er minoritetsaktionærerne.

Finanstilsynet vurderer også, at minoritetsaktionærerne, som overtagelsestilbuddet skal fremsættes overfor, er private investorer, og at der er ikke er større professionelle eller institutionelle investorer i kredsen af minoritetsaktionærer. Denne gruppe bør derfor - med henvisning til reglernes formål - nyde størst mulig beskyttelse i en situation, hvor tilbudspligten først bliver efterlevet 5,5 år efter kontrolskiftet i Boliga.

Derudover er det afgørende, at de øvrige aktionærer ikke bærer risikoen for, at kursen er faldet i perioden fra pligtens indtræden i 2015 til kursfastsættelsen 5,5 år senere.

På denne baggrund er det Finanstilsynets vurdering, at den tilbudte kurs på 12,5 kr. pr. aktie skal reguleres, jf. § 15 i overtagelsesbekendtgørelsen.

## 5.1 Fastsættelse af tilbudskurs

Overtagelsestilbuddet skal fremsættes hurtigst muligt efter, at kontrollen er opnået, jf. § 3 i overtagelsesbekendtgørelsen. Reglerne om kursfastsættelse forudsætter, at tilbudsdocumentet godkendes indenfor 4 uger efter pligten er indtrådt. Der er, som nævnt, ikke i reglerne taget stilling til situationer, hvor overtagelsestilbuddet ikke fremsættes kort tid efter pligtens indtræden.

Anvendes kursen på 12,5 kr. bliver det på bekostning af hensynet til minoritetsaktionærerne og selve formålet med reglerne. Da tilbudsdocumentet skal fremsættes i forlængelse af pligtens indtræden, kan der skabes et uhensigtsmæssigt incitament til at undlade at fremsætte et sådant tilbud, hvis der er risiko for fald i kursen. Det vil være uhensigtsmæssigt, at der indgår spekulation i fremsættelsen af et tilbud, og de tilbudspligtige personer kan komme til at betale en lavere kurs til minoriteten, end hvis tilbuddet var fremsat i overensstemmelse med § 3.

Finanstilsynet bemærker i denne sammenhæng, at minoritetsaktionærer heller ikke skal beriges ved misligholdelse af en tilbudspligt, hvor kursen stiger efterfølgende. Det forhold, at man som tilbudspligtig ikke afgiver et pligtmæssigt tilbud i overensstemmelse med overtagelsesbekendtgørelsens § 3, bør ikke kunne udskyde tidspunktet for kursens fastsættelse.

Finanstilsynet vurderer derfor, at kursen skal fastsættes i medfør af overtagelsesbekendtgørelsens § 15, stk. 2, nr. 4, da samme bestemmelses nr. 1 og 2 knytter sig til tilbudsgivers meddelelse om pligtens indtræden, som i dette tilfælde først er fremsat 5,5 år efter pligtens indtræden. Derudover knytter § 15, stk. 2, nr. 3, sig til målselskabets likvidationsværdi, hvilket ikke er relevant i denne sag, da selskabet hverken er nødlidende eller i øvrigt planlægges at blive afviklet. Finanstilsynet skal derfor fastsætte kursen på baggrund af objektive kriterier.

Finanstilsynet vurderer, at kursen skal fastsættes således, at minoritetsaktionærerne ikke bærer risikoen for kursens udvikling, ligesom der ikke er mulighed for spekulation i fremsættelsestidspunktet af overtagelsestilbud. I dette tilfælde var det endvidere kun gruppen af tilbudsgivere, som havde mulighed for at vurdere tilbudspligten, da den indgåede ejeraftale, hverken var offentliggjort til markedet via Nasdaq Copenhagen eller i årsrapporten.

På den baggrund regulerer Finanstilsynet kursen til 15,2 kr. pr. aktie, hvilket er den volumevægtede gennemsnitskurs i perioden 1. januar 2016 til og med 28. januar 2016.

Idet der har været ændringer i den børsnoterede aktiekapital i Boliga i perioden fra pligtens indtræden i december 2015 til tilbudsdocumentets fremsættelse i maj 2021, har Finanstilsynet vurderet, om der skal ske en korrektion af tidsbudskursen på baggrund af dette. Baseret på en vurdering af de foretagne aktieemissioner og kapitalnedsættelser finder Finanstilsynet ikke grundlag for at foretage en sådan korrektion.

## **6. Konklusion**

I dette overtagelsestilbud fremsættes tilbudsdocumentet 5,5 år efter pligtens indtræden. Tilbudsgiverne har til Finanstilsynet indsendt et tilbudsdocument

indeholdende en kurs på 12,5 kr. Tilbudsgiverne baserer dette på en erhvervelse sket i foråret 2021 med henvisning til kursfastsættelse efter overtagelsesbekendtgørelsens § 13.

Det fremgår af SØ- og Handelsrettens dom, at de mulige offentligretlige konsekvenser ikke er behandlet af retten samt at Finanstilsynet kan justere kursen op og ned, hvorfor Finanstilsynet vurderer, at muligheden for kursregulering efter overtagelsesbekendtgørelsens § 15 fortsat består. Finanstilsynet fortolker henvisningen til kursfastsættelse efter overtagelsesbekendtgørelsens § 13 i dommens præmisser sådan, at den tilbudte kurs som udgangspunkt skal følge fremgangsmåden for kursfastsættelse i § 13, men at dette ikke forhindrer Finanstilsynet i at kursregulere, såfremt betingelserne herfor er opfyldt.

Betingelsen i overtagelsesbekendtgørelsens § 15, stk. 1, nr. 5, for kursregulering er efter Finanstilsynets vurdering opfyldt, da tilbudskursen er væsentlig forskellig fra markedskursen – en forskel svarende til 18,83 pct. Reglerne for overtagelsestilbud tager ikke stilling til situationen, hvor et overtagelsestilbud bliver fremsat 5,5 år efter pligtens indtræden. Det er derfor ikke fastsat, hvad der skal forstås ved markedskursen. Normalt er tidspunkterne for pligtens indtræden og kursfastsættelsen nærtbeslægtede, hvorfor markedskursen må forstås, som markedskursen ved pligtens indtræden. Dette stemmer også overens med beskyttelsehensynet i reglerne, som har til formål at tilgodese minoritetsaktionærerne. Dertil er der et væsentlig behov for at undgå muligheden for at spekulere i fremsættelsestidspunktet for overtagelsestilbud.

På den baggrund fastsætter Finanstilsynet tilbudskursen som markedskursen ved pligtens indtræden, hvilket medfører en kurs på 15,20 kr. pr. aktie. Dette er den volumevægtede gennemsnitskurs i perioden 1. januar 2016 til om med 28. januar 2016, som svarer til tidspunktet hvor tilbudsdokumentet ville være blevet godkendt.

## **7. Offentliggørelse**

Finanstilsynet offentliggør afgørelsen på Finanstilsynets hjemmeside. Finanstilsynet forventer at offentliggøre hurtigst muligt.

Finanstilsynet skal offentliggøre reaktioner, som har været behandlet af Finanstilsynets bestyrelse, jf. § 234, stk. 1, nr. 1, i lov om kapitalmarkeder.

## **8. Klagevejledning**

Finanstilsynets afgørelse kan, senest 4 uger efter at afgørelsen er modtaget, indbringes for Erhvervsankenævnet pr. e-mail til adressen [ean@naevnenes-hus.dk](mailto:ean@naevnenes-hus.dk) eller pr. post til Erhvervsankenævnet, Nævnenes Hus, Toldboden 2, 8800 Viborg, tlf. 72 40 56 00, jf. § 232 i lov om kapitalmarkeder.



Det er forbundet med et gebyr at klage til Erhvervsankenævnet. Yderligere information om klagegebyr og opsættende virkning kan findes på Erhvervsankenævnets hjemmeside, <https://naevneneshus.dk/start-din-klage/erhvervsankenævnet/>, og i bekendtgørelse nr. 1135 af 13. oktober 2017 om Erhvervsankenævnet.

Med venlig hilsen

Anne Bruun  
Kontorchef