



UPstream Nyhedsbrev nr. 27 – juli 2016

Særudgave om Topsil sagen

Dansk teknologi i verdensklasse sælges for en slik

Der har på det seneste været en del virak om Topsil og man kan læse en del herom i Berlingske Tidende og Børsen. Her følger en længere oversigt over forløbet hidtil:

20.maj kommer der 2 pressemeddelelser fra Topsil. 1. Topsil har indgået aftale med Global Wafers fra Taiwan om at sælge sine siliciumaktiviteter for 320 mio. kr. 2. Regnskab for 1.kvartal udskydes til 31.maj. pga. aftale med Global Wafers (GW). Aktionærerne er ikke begejstret og Topsil aktien styrtdykker på Børsen. Se graf på side 12.

25.maj indkaldes til ekstraordinær generalforsamling i Topsil, for at godkende aftalen med GW. Hvis GW skal overtage hele Topsil virksomheden (dvs. hele Topsil aktien) kræves der over 90% flertal blandt aktionærernes stemmer. Men der er ikke tale om et almindeligt opkøb her. Aftalen går nemlig kun på at GW overtager siliciumaktiviteterne (som reelt er hele Topsils aktivitet). Af historiske årsager sidder Topsil stadig på fast ejendom i Polen og den indgår ikke i aftalen. Men køberne vil have Topsil navnet med og derfor skal resterne af det Topsil som UPstream har aktier i, omdøbes til Cemat A/S. Denne navneændring skal behandles på den ekstraordinære generalforsamling og kræver kun 2/3 flertal og kun blandt de fremmødte stemmer. Sidstnævnte er ret væsentligt for langt de fleste Topsil aktier er strøget ud over tusindvis af småaktionærer, som kun i meget begrænset omfang dukker op til generalforsamlinger. Det er med andre ord meget nemmere at få denne aftale i hus end hvis der var tale om et opkøb af hele Topsil.

31.maj kommer så dagen hvor bestyrelsen har lovet at komme med kvartalsrapporten og igen kommer den sammen med en meddelelse ang. aftale med GW, som uddybes med bl.a. følgende

besked: ”De senere års fokus på udvikling af Topsils position inden for højt specialiserede float zone wafers til powermarkedet har på trods af de dårlige finansielle resultater gjort Topsils siliciumforretning attraktiv for flere store bydere”. Den engelske version af meddelelsen er endnu mere påfaldende ”several major bidders have found our silicon business attractive”. Så kan man undre sig over hvorfor der ikke forlyder noget om hvad andre har budt ind med og hvorfor Topsil bestyrelsen har så travlt med at få denne aftale i hus, at man ikke engang får kvartalsrapporten færdig til tiden. Denne delårsrapport findes ikke under ”Nyheder” på Topsils hjemmeside, i modsætning til de forrige delårsrapporter, som både findes der på dansk og engelsk. En standard formulering på de Topsils engelske meddelelser er ”This announcement has been prepared in a Danish-language and an English-language version. In case of doubt, the Danish version will prevail”. Men en dansk version af delårsrapporten er intet steds at finde. I en undermenu til ”Investorer”, under ”announcements” kan man dog finde en engelsk version kaldet ”interim report”. Den manglende danske version bidrager til indtrykket af at Topsil er mere optaget af at kommunikere til GW end til sine aktionærer. Indtrykket af at det er GW man ønsker at komme i møde, bliver ikke mindre ved læsning af ”interim report”. Den forsinkede delårsrapport er højst usædvanlig læsning, idet der afskrives 88 mio. kr. uden nærmere forklaring end at det skal bringe sagerne ”in accordance with the anticipated selling price of the silicon activities”. Javel, skal det forstås sådan at kvartalsrapportens formål er af få den pris som GW har budt til at stemme med værdierne i selskabet? Det plejer vel at være omvendt.

16.juni, dagen før den ekstraordinære generalforsamling (XGF), kommer der så et bud fra en anden aktør – National Silicon Industry Group (NSIG), som er baseret i Shanghai altså i den kinesiske folkerepublik. Dette bud er på 335 mio. kr. og altså 15 mio. kr. højere end GWs tilbud. Bestyrelsen kommenterer tilbuddet med: ”Topsils bestyrelse har ikke haft lejlighed til at verificere eller forholde sig til indholdet af og udtalelser i NSIG’s tilbud”, for herefter at tilkendegive at man alligevel agter at afholde XGF næste dag som planlagt, idet man henholder sig til at det var en aftale med GW. Her kan man bestemt spørge hvorfor NSIG først kommer 5 minutter i 12 med et bud, som kommer ud til offentligheden. Det er da ganske tænkeligt at de har sovet lidt i timen og undervurderet hvor travlt Topsil havde. Til forsvar for Topsil bestyrelsen, skal det også nævnes at bankforbindelsen ved Jyske Bank meget vel kan have presset på for at GWs tilbud skulle accepteres og man kunne komme ud af det uden risiko for banken. Men så travlt burde Topsil nu heller ikke have. Ifølge årsrapporten har banken givet Topsil forlængede faciliteter til 1.3.2017. Af

årsrapporten (udgivet i april), fremgår det også: ” Med baggrund i de udarbejdede forventninger til 2016 er det ledelsens vurdering, at det eksisterende kapitalberedskab og de forventede pengestrømme vil kunne opretholde driften og samtidigt finansiere de planlagte tiltag”. Men man kan naturligvis ikke udelukke at banken pludselig bare vil hurtigst muligt ud. Kineserne kan af gode grunde have svært ved at forstå hvor megen magt bankerne har i det danske samfund. I Kina er bankerne til for samfundet – ikke omvendt. Hvis første politikerne beslutter at en teknologi og en industri er gavnlig for samfundet, står bankerne parat med rigelig kapital. NSIG har også haft travlt med et opkøb af en finsk virksomhed i samme branche som Topsil – det vender vi tilbage til senere.

17.juni kommer der hele 4 meddelelser. De 4 meddelelser er i kronologisk (nummereret) rækkefølge følgende (de ligger i forkert rækkefølge på Topsils hjemmeside):

1. Denne meddelelse går ud på at bestyrelsen nu har set nærmere på NSIGs tilbud. Hertil erklæres ” I forlængelse af ovenstående har bestyrelsen givet både GlobalWafers og NSIG mulighed for at komme med et endeligt bud inden generalforsamling”. Nu skal det bemærkes at XGF er sat til kl. 10 dansk tid. På det tidspunkt står uret på kl. 17 i Taiwan og Kina. Selvom kinesere nok arbejder meget (i hvert fald i restauranter), er det måske ikke lige et optimalt tidspunkt at forholde sig til at man skal komme med et nyt tilbud, dagen efter at man kom med det forrige. Oven i købet skal det nu, af uforklarlige grunde, være et endeligt bud. Hvorfor må budrunden ikke gå videre – hvorfor skal det hele pinedød afsluttes på denne dag?

2. Denne meddelelse er så interessant at den kommer her i sin fulde længde: ” I forlængelse af selskabsmeddelelse nr. 16 af 17. juni 2016 (1. meddelelse den dag) har Topsil modtaget et forhøjet tilbud fra GlobalWafers for Topsils siliciumforretning. Videre har Topsil modtaget vedlagte brev om, at National Silicon Industry Group (NSIG) vil fremsætte frivilligt, offentligt købstilbud på alle selskabets aktier. Som følge heraf vil selskabet anmode Nasdaq Copenhagen om at suspendere handlen med selskabets aktier”. NSIG giver ikke op og tilbyder nu at købe hele virksomheden for en pris på aktien på 35 øre som er 84% højere end hvad Topsil aktien sluttede i dagen før.

3. Sammen med 2.meddelelse fra Topsil kommer der en meddelelse direkte fra NSIG. NSIG har gjort sig den ulejlighed at skrive på dansk. Heri står bl.a.: ”Topsils bestyrelse har her til morgen den 17.juni 2016, 90 minutter før generalforsamlingens afholdelse, bedt os deltage i en lukket

auktionsproces med Global Wafers, hvor Global Wafers' tilbud vil kunne accepteres på den ekstraordinære generalforsamling fredag 17.juni 2016, mens vores tilbud ikke vil kunne accepteres på denne generalforsamling...en sådan proces er ikke fair og lige". Samtidig understreger NSIG (udover en lovprisning af det store potentiale i Frederiksund virksomheden) at man er villig til at byde endnu højere hvis en anden part kommer med nyt bud. Hvor tit ser man det i et bud? "Vi byder dette beløb men vi er også villige til at byde højere hvis en anden part overbyder os".

4. I denne meddelelse sættes der tal på GWs 2.tilbud. 355 mio. kr. men stadig kun for siliciumforretningen. Så kan man nemlig som beskrevet nemmere få det igennem på XGF, der i øvrigt udskydes en time til kl. 11. Det kommer igennem idet kun 31% af stemmerne er mødt op og den næststørste aktionær, Small Cap Danmark, stemmer for ved brevstemme. Men Small Cap Danmarks brevstemme er givet før man kendte til NSIGs tilbud og dirigenten opfordres af afgiveren til at erklære den ugyldig. Det vil han dog ikke, brevstemmen er udslagsgivende og derved opnås 73% af de fremmødte stemmer for GWs tilbud og navneændring til Cemat A/S. 3.største aktionær, Advice Capital, og UPstream Invest stemmer sammen med andre mindre aktionærer imod.

18.juni følger nye vedtægter. Hokus Pokus: Nu er Topsil blevet til Cemat – en højteknologisk virksomhed stiftet af Haldor Topsøe i 1959 er blevet til et ejendomsselskab. Cemat navnet stammer fra den polske silicium virksomhed som Topsil købte i 2009.

20.juni kommer en meddelelse om at 2 aktionærer som repræsenterer 8,54 % af aktiekapitalen (Small Cap Danmark og Advice Capital) har krævet at der afholdes en ny XGF. Dette har de ret til ifølge vedtægter og bestyrelsen indvilger modstræbende i dette, idet den dog ikke forsømmer at understrege at salget til GW er bindende og ikke kan omgøres.

Nu begynder sagen også delvis at fange pressens bevågenhed, idet Børsen og Berlingske bringer omtale. Den 20.juni er 3 personer i sagen interviewet: Niels Mengel, som er formand for Dansk Aktionærforening, er stærkt kritisk overfor Topsil bestyrelsens ageren i sagen, som han kalder kuplignende. Han opfordrer bestyrelsen til at besinde sig og erklære beslutningen på XGF for ugyldig. Ligeså er Christian Rheinholdt fra Small Cap Danmark meget utilfreds med bestyrelsen. Men Storaktionær i Topsil og næstformand i bestyrelsen (og ejendomsspekulant), Ejvind Dam Jensen, forklarer at NSIG jo ikke bare kan komme så sent og byde. På spørgsmålet fra en journalist om det ikke er interessant for aktionærene at lade en budkrig bryde ud i lys lue, svarer EDJ følgende: "Det kan man jo ikke når virksomheden blev solgt i fredags...så kan man ikke komme lige efter at den er blevet solgt, og byde mere". Tidligere i interviewet har EDJ forklaret at

kineserne først kom på banen torsdag. Der er ikke noget at sige til at man kan blive rundtosset af denne her sag, men mon ikke EDJ udmærket ved at torsdag kommer før fredag?

22.juni kommer så nyheden i Berlingske om at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen (E&S) går ind i sagen, efter opfordring fra NSIGs danske advokatfirma. Denne nyhed optræder dog ikke som nogen pressemeddelelse fra Topsil. I artiklen i Berlingske forlyder det også at E&S har blokeret for registreringer af nye selskaber af Topsil.

24.juni når sagen ind på Berlingske Business Gossip: ”..så blev Topsil-bestyrelsen så rundforvirret at den sagde stop og besluttede at sælge til taiwaneserne. Selvom kineserne efterfølgende bød over...”

Nu afventer vi så en afgørelse fra E&S og Small Cap Danmark, Advice Capital og UPstream Invest har sendt en fælles appel til styrelsen om at erklære beslutningen truffet på XGF 17.juni for ugyldig. Denne erklæring følger her:

I forlængelse af forløbet vedrørende den ekstraordinære generalforsamling i Topsil den 17. juni 2016 skal vi hermed tilslutte os de af advokat Dan Moalem og advokat Lennart Meyer Østenfeld fremsatte anmodninger om, at Erhvervsstyrelsen og Finanstilsynet aktivt påser, at fundamentale og individuelle rettigheder, der ved direktiv, lov og bekendtgørelse (og ved tilslutning til corporate governance anbefalinger) er tillagt aktionærerne i Topsils til fulde respekteres, og at Finanstilsynet og Erhvervsstyrelsen påser, at beslutningerne på den ekstraordinære generalforsamling den 17. juni 2016 erklæres ugyldige, og at der straks indkaldes til en ny ekstraordinær generalforsamling i henhold til vores lovlige anmodning fremsendt den 19. juni 2016 til bestyrelsen i Topsil.

Vi vil desuden godt komme med følgende erklæring:

Vi frygter at dansk teknologi i verdensklasse skal sælges for en slik, fordi en storaktionær (Ejvind Dam Jensen) interesserer sig mere for ejendomsspekulation i Polen. Skal vi sælge dette, må vi dog forvente at få en nogenlunde ordentlig pris. Vi er mange små aktionærer der har lagt tid og penge i det vi håbede skulle blive et dansk erhvervseventyr i stil med Grundfos, Giga, Navision og Universal Robots.

Når en budkrig mellem to store kinesiske spillere, Global Wafers og National Silicon Industry Group, er ved at bryde ud i lys lue – hvorfor så i alverden ikke lade den rase til aktionærernes fordel?

Når Topsil bestyrelsen så åbenlyst diskriminerer her, og ikke behandler de 2 aktører på lige vilkår, rejser det mange spørgsmål ang. Topsil – mistænksomheden pirres. Hvorfor er der en højst usædvanlig afskrivning på hele 88 mio. kr. i 1.kvartal uden nogen forklaring i rapporten? Hvorfor vil bestyrelsen ikke sælge hele virksomheden (aktien) som jo er helt almindelig kotyme i den slags transaktioner? Hvorfor vil de beholde ejendommen i Polen? Hvorfor tager de ikke hensyn til, at med denne model rammes de små aktionærer (modsat Ejvind Dam Jensen) af udbytteskat? Burde en bestyrelse som hver år hæver 1,6 mio. kr. i lønninger, betalt af de små aktionærer, ikke som minimum forsøge at varetage disse aktionærers interesser?

UPstream Invest A/S har uafbrudt siden sin start i 2008 haft Topsil aktier i sin portefølje. I dag ejer vi 1.500.000 stk. Topsil aktier, svarende til 0,3% af aktiekapitalen i Topsil.

Med venlig hilsen
Thomas Grønlund Nielsen
Direktør
Mobil: 22 63 75 99

www.UPstreamInvest.com

UPstream
I N V E S T

Et parkommentarer til erklæringen:

Aftalen mellem Topsil og GW går som nævnt på at GW ikke køber hele Topsil aktien (hel selskabet) men kun silicium aktiviteterne. Hvordan dette skal ske, fremgår af en meddelelse fra NSIG (som åbenbart er de eneste der føler forpligtigelse til at informere os): GW bruger 210 mio. på at købe Topsil gældfri. De resterende 145 mio. kr. (GWs 2.bud lød jo på 355 mio. kr.) går ind på bankbogen for det nye Cemat A/S. De penge skal så, har Topsil erklæret, betales som udbytte til Cemat aktionærerne, altså de tidligere Topsil aktionærer, dvs. os. Da der er 528 mio. aktier udestående, giver dette 27,5 øre per aktie. Men når man får udbytte, skal man betale skat heraf. Når aktierne ejes privat, svarer udbyttet til aktieindkomst og beskattes på samme måde som

kursgevinster, dvs. med 28 hhv. 43% afhængig af hvor stor aktieindkomst man har. For investeringselskaber, som UPstream Invest A/S og Advice Capital A/S, slipper man med 15% i udbytteskat. Men hvis selskabet er stort nok, som Ejvind Dams EDJ Gruppen, og ejer over 10% af aktierne i Topsil, slipper man for denne udbytteskat. UPstream Invest har derfor på XGF opfordret Topsil til ikke at betale udbytte, men i stedet købe egne aktier tilbage.

30. juni meddeler E&S at de ikke giver NSIG medhold, dvs. de vil ikke dømme beslutningen på XGF 17.6 ugyldig. Dette afstedkommer fornyet interesse fra Børsen, der også kontakter UPstream Invest.

1. juli I en artikel hedder det: "NSIG anmoder samtidig Topsil-bestyrelsen om ikke at foretage sig videre, før der bliver taget stilling til de videre skridt. Hvis bestyrelsen alligevel vælger at gøre det, kan hele sagen nemlig meget vel ende i et retslokale, lyder advarslen." I en artikel senere på dagen, kommer følgende citater: "Én dag efter, at vi får at vide, at der overhovedet eksisterer en kinesisk køber, så smækker bestyrelsen vinduet i og kører videre. Vi synes simpelthen ikke, at bestyrelsen har varetaget vores interesser," siger Thomas Grønlund Nielsen, der er overbevist om, at en budproces ville have givet en højere pris. "De indikerede jo, at de var villige til at forhøje prisen. Og NSIG er seriøs spiller med den kinesiske regering i ryggen. Det siger noget, om at de har dybe lommer," lyder det fra aktionæren, der oven på meddelelsen fra Topsil føler sig trampet på. "Man har simpelthen besluttet sig for, at det er ok, at rulle hen over os små aktionærer" lyder det. Derfor kræver aktionærene nu, at Topsil indkalder til en ekstraordinær generalforsamling, hvor frasalget angiveligt sættes på pause. Men med dannelsen af et selskab til at håndtere frasalget står det altså klart, at Topsil vil køre videre på trods af protester. "De arbejder på højtryk på at effektuere den handel. Det er da sådan, at jeg tolker, at de nu laver selskabsdannelse. Men det er klart, at vi ikke opgiver. Vi søger jo ikke om en ekstraordinær generalforsamling bare for at holde den for et tomt selskab," lyder det fra Christian Reinholdt, direktør i investeringsforeningen SmallCap Danmark, der sidder som en mindre aktionær i Topsil. "Jeg synes, man skulle kigge på min interesse i den her sag. Jeg sidder på en stor aktiepost. Jeg har kun interesse i at få den største værdi", siger Eivind Dam Jensen. Han ser det også sådan, at den nye byder faktisk allerede har presset værdien op. "Jeg vil opfordre til, at man relaterer sig til virkeligheden. NSIG har sendt et røgsignal om, at man ville fremsætte et købstilbud. Men vi har aldrig modtaget det. Vi stod i bestyrelsen med et sikkert bud, og et røgsignal. Vi valgte det sikre," lyder det fra næstformanden.

-
Vi har nu 4 uger til at overveje, sammen med de Small Cap Danmark og Advice Capital, at sende sagen videre til Erhvervsankenævnet. Dette er også hvad E&S opfordrer til.

Topsil indkalder om aftenen 1.juli til en ny generalforsamling som skal afholdes 5.august, jf. tidligere nævnte krav fra Small Cap Danmark og Advice Capital.

I mellemtiden kan vi jo se lidt mere på tallene for Topsil:

Selvom Topsil i 2015 havde et underskud på 90 mio. kr., stod egenkapitalen stadig på 261 mio. kr. ultimo 2015. Egenkapitalen består ikke af ”fluffy” goodwill og den slags men af land, ejendomme og, i hvert fald for den danske dels vedkommende, en topmoderne maskinpark. Disse robuste værdier er i 2015 blevet nedskrevet med 75 mio. kr. mod blot 27 mio. i 2014. Der ofres ikke megen skrift i årsrapporten på at forklare nedskrivningerne. Men ved granskning, fremgår det at der er her tale om nedskrivning af især fabrikken i Polen som blev købt i 2009 – denne nedskrives fra omtrent 60 mio. kr. til omtrent 10 mio. kr. Dette kan man jo diskutere rimeligheden i, men måske har Topsil overinvesteret på et tidspunkt hvor markedet for ultraren silicium i en længere periode har tabt pusten.

Således er Topsils underskud for 2015 ikke på drift, som giver en positivt cashflow på 7 mio. kr. Omtrent samme historie for Q1 2016. Her haves et underskud på drift på bare 4 mio. kr. Men man føler så igen trang til at nedskrive maskinpark og produktionsfaciliteter med ikke mindre end 88 mio. kr. Og denne gang kan det jo ikke være produktionsfaciliteterne Polen som er ansvarlige for den store nedskrivning, da de som før nævnt nu kun udgør 10 mio. kr. Igen gøres der ikke meget ud af at forklare de store nedskrivninger. Det hedder blot i kvartalsrapporten: “Topsil reported a loss of DKK 92.5 million for the first quarter of 2016, of which DKK 88.0 million can be attributed to depreciation, amortisation and impairment of the assets of the silicon business in accordance with the anticipated selling price of the silicon activities”. Er også den topmoderne danske fabrik simpelthen bare forældet nu? Eller er de færdiggjorte og igangværende udviklingsprojekter alligevel værdiløse fordi markedet ved at gå helt i sort? Det tyder budkrigen mellem NSIG og GW jo ikke på. Nej, det lyder nærmere som om Topsil skal gøres klar til salg og til at passe til den pris som den på forhånd udvalgte køber har råd til og er villig til at betale. Som en due diligence hvor værdien er aftalt på forhånd.

Med disse kraftige nedskrivninger af den indre værdi af Topsil, kan den på forhånd udvalgte køber, GW så komme med et bud der passer nogenlunde til egenkapitalen af Topsil – ja, faktisk ligger GWs 1.bud stadig lidt lavere. Dette står i kontrast til hvad der normalt bydes ved opkøb af teknologi virksomheder med skjulte værdier i form af knowhow. F.eks. bød en anden kinesisk kapitalfond 65% over indre værdi på den tyske LED virksomhed Aixtron AG. Og det selvom Aixtron i de seneste 4-5 år har haft blodrøde underskud, og fortsat har. Den tyske stat er i øjeblikket i gang med at undersøge om den kinesiske overtagelse kan godkendes – man er nok lidt bekymret for om Tyskland sælger ud af sit arvesølv. Fra Topsils branche har kinesiske State-Grid Corporation vist interesse i at købe svensk-schweiziske ABBs power system division, hvilket har bragt en af ABBs storaktionærer i åben krig med ledelsen og de institutionelle investorer. Storaktionæren er interesseret, velsagtens fordi kineserne er kendt for at ville betale overpriser for at få hænderne i vestlig teknologi. De institutionelle investorer (og tilsynsmyndighederne) er måske lidt bekymret for at sælge nøgleteknologi. Den slags bekymringer har man tilsyneladende ikke i Danmark. De danske myndigheder interesserer os ikke så meget for teknologi som de kinesiske.

Det burde de dog når Topsil oven i købet har en topmoderne fabrik, enestående i verden, til fremstilling af netop den type silicium som Kina skal bruge i deres elforsyninger og højhastighedstøge. For så er det ikke mærkeligt at flere kinesiske investorer er interesseret og villige til at betale en god pris til os, hvis vi ellers gider at overkomme de kulturelle barrierer og forhandle med dem. I de sidste 2-3 år har der flere gange i pressemeddelelser og årsrapporter fra Topsil, været skrevet om de store muligheder for Topsil i Kina. I 2014 skrives der f.eks. om Topsils rammeaftale med kinesiske PERI om levering af ultrarent silicium i en 3-årig periode fra 2014-2017. Her står der også at det forventes at Kina vil investere 620 mia. kr. over de næste 5 år i energiinfrastruktur, hvor Topsil har en nøgleteknologi. CEO Kalle Hvidt citeres: ”Kina har brug for silicium. Vi har unik teknologi som kan bidrage til opbygningen af en moderne, pålidelig og mere miljøvenlig energiinfrastruktur i Kina”. Senest i årsrapporten fra 2015 skrives der om 60% vækst i omsætningen i Kina. Lyder det som en falleret virksomhed der skal sælges til under indre værdi? Nej, det lyder vel snarere som, at snart vil de mange små Topsil-aktionærer belønnes for deres tålmodighed. Men det var ikke det udfald som bestyrelsen leverede på den ekstraordinære Generalforsamling den 17.juni 2016.

Ganske vist skal det med i betragtningen, at Topsil unægtelig står finansielt svækket pga. at timingen for bygningen af fabrikken ikke var den bedste, og Jyske Bank (som er Topsils bankforbindelse) presser måske på for at få sit på det tørre. Men det begrundes jo ikke at dansk

teknologi i verdensklasse skal sælges for en slik, fordi en storaktionær interesserer sig mere for ejendomsspekulation i Polen. Skal vi sælge dette, må vi dog forvente at få en nogenlunde ordentlig pris. Vi er mange små aktionærer der har lagt tid og penge i det vi håbede skulle blive et dansk erhvervseventyr i stil med Grundfos, Giga, Navision og Universal Robots.

Konklusion:

Jeg har ført lange samtaler med forskellige aktører i denne sag, såsom Topsils bestyrelsesformand, direktør, tidligere direktør, advokat fra NSIG, og andre aktive aktionærer. Topsil bestyrelsen mener måske selv at den har gjort det bedste for aktionærerne. Men humlen er at det skal de lade aktionærerne om at afgøre og det kunne de have gjort, ved at udskyde XGF 17.6, så alle parter fik mere tid til at vurdere sagerne. Det er også hvad der fremgår af Topsils egen "Report on Corporate Governance". På side 5 står at de skal give aktionærerne mulighed for at tage stilling til "takeover bids" - det er således ikke en "bestyrelsesbeslutning". Endvidere står der "the board of directors should not without the acceptance of the general meeting, attempt to counter the takeover bid by making decisions which in reality prevent the shareholders from deciding on the takeover bid themselves". Her er det kritisabelt at, som tidligere nævnt, kunne GWs tilbud accepteres på XGF men ikke NSIGs.

Som aktionær sidder jeg tilbage med en fornemmelse af at noget der kunne være blevet rigtig interessant, ikke fik lov til at udfolde sig - måske pga. angst for det ukendte. Da NSIGs 1.bud kom den 16.juni, var det første gang aktionærerne hørte om Shanghai selskabet og deres overvældende interesse for Topsil. Læserne af dette nyhedsbrev ved hvor meget jeg tror på Kina som driver for alt det UPstream Invest ser på, og for mig var det et nyt vindue af perspektiver der åbnede sig. Det er jo det vi aktionærer invester i – det usikre, perspektiverne og for det er vi villige til at løbe en risiko. Ellers var vi ikke aktionærer og da slet ikke i noget så risikabelt som Topsil. Da man så allerede næste dag sætter skodder for dette vindue, og henholder sig til at man hellere vil tage det sikre her og nu, begår man efter min mening grov vold mod selve ånden i at være aktionær.

Hvad kan være grunden til uoverensstemmelsen mellem bestyrelsen og aktionærerne (pånær Eivind Dam)?

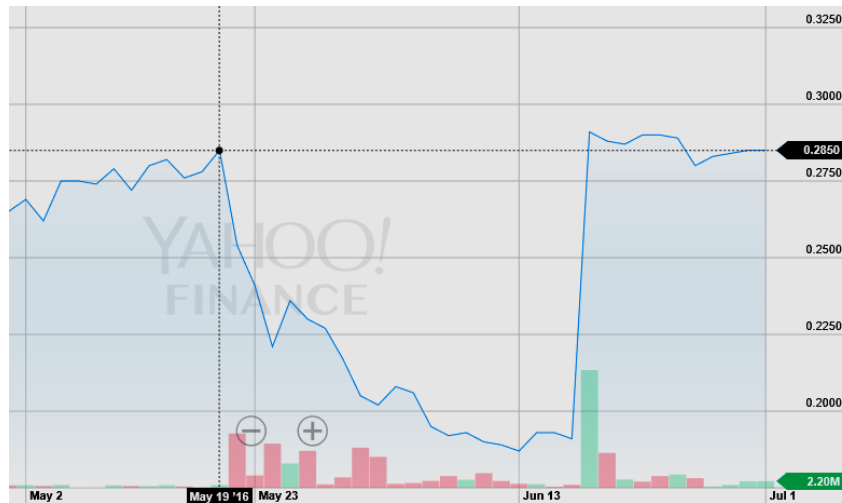
Når man ser på grafen herunder over kursen på Topsil aktien, får man et godt billede af sagens kerne. Bestyrelsen med Eivind Dam foretrækker GW som opkøber – det gør, at dømme efter aktiekursen, aktionærerne ikke. Hvordan denne uenighed? – Eivind har jo de samme aktier som alle

os andre. GWs bud omfatter ikke den faste ejendom i Polen men kun silicium aktiviteterne, NSIGs 2.bud den 17.6 omfatter begge dele dvs. hele Topsil aktien. Hvis NSIGs bud går igennem, vil de polske ejendomme altså ikke kunne beholdes i et Topsil omdøbt til Cemat. Skulle det gøre nogen forskel? At dømme efter kursen den 1.juli på 28,5 øre, gør det ikke nogen stor forskel for markedet. Det værdsætter kun ejendommens værdi til 1 øre per aktie, fordi de 27,5 øre, som tidligere nævnt, svarer til de 145 mio. kr. man får i kassen med GWs opkøb. 1 øre per aktie svarer til 5,28 mio. kr. Men Topsil har selv sat ejendommens værdi til 60 mio. kr. Det korte af det lange er vel her at ingen af aktionærene (udover Eivind Dam) interesserer sig en døjt for disse ejendomme. Man har vel for pokker ikke købt aktier i en højteknologisk dansk virksomhed for at spekulere i fast ejendom i Polen.

På den nye ekstraordinære generalforsamling den 5.august NXGF, skal aktionærene afgøre om de 145 mio. kr. skal bruges til:

1. at betale udbytte til aktionærene eller
2. at selskabet køber sine egne aktier tilbage

UPstream vil stemme for punkt 2. for så slipper vi da i hvert fald for den førnævnte udbytteskat på 15%. Men hvis Eivind Dam stemmer for punkt 1. vil det nok gå igennem da der næppe møder mange af de små aktionærer op. Så udbetales der 27,5 øre per aktie. Herefter vil langt de fleste aktionærer nok ønske at komme af med deres cemat aktier. Udbud og efterspørgsel mekanikken vil presse prisen helt i bund og Eivind Dam kan købe aktierne op for en slik. Så ejer han pludselig ikke bare 15% af de polske ejendomme men meget mere. Det kan jo gå hen og blive helt interessant for EDJ Gruppen, som (surprise!) beskæftiger sig med alle aspekter indenfor salg, udlejning og investering i fast ejendom.



Kursudvikling på Topsil fra 1.maj til 1. juli. Bemærk faldet fra 20.maj (efter aftalen med GW) og stigningen fra 17.juni (efter NSIGs bud)

Lidt om NSIG:

NSIG er stiftet i november 2015 som barn af Kinas 5-års plan 2016-2020. Det Shanghai baserede selskab har 2 mia. kr. i startkapital, foruden den kinesiske stat bag sig. NSIG tilkendegav, efter egne udsagn, allerede i februar 2016 interesse for Topsil, men oplevede ikke at blive behandlet som en ligeværdig spiller i forhold til GW. På det tidspunkt var NSIG også optaget af at undersøge den finske virksomhed Okmetic Oyj, der ligesom Topsil er i siliciumbranchen (men er mere på forbrugerprodukter). Det endte med at NSIG betalte 1,27 mia. kr. for den finske virksomhed, hvilket svarer til 3 gange indre værdi af Okmetic. 96% af samtlige Okmetic-aktionærstemmer tilsluttede sig dette opkøb, hvilket vel viser at NSIG forstår at skabe værdi for alle aktionærer. På grund af denne aktivitet, henstillede NSIG til Topsil om at udskyde XGF 17.juni til senere, så man fik mere tid til at undersøge Topsil (som er en mere unik og højteknologisk virksomhed end Okmetic). Her understregede de samtidig at de havde rigeligt med penge i en luxemburg bank til at byde seriøst. De havde da 20 eksperter beskæftiget på fuld tid med at undersøge Topsil.

Kort nyt

Kurs på UPstream aktien per 04.07.16: 825 kr.

Antal UPstream aktier til salg: 551 stk.

Med **grønne** hilsener

Thomas Grønlund Nielsen