

If P&C Insurance Holding Ltd.
c/o Plesner
Att.: Advokat Jacob Bier
Amerika Plads 37
2100 København Ø

11. september 2014

Ref. MBD

J.nr. 6373-0041

Afgørelse om tilbudspligt til aktionærene i Topdanmark A/S

Finanstilsynet modtog den 14. juli 2014 en henvendelse fra advokat Jacob Bier vedrørende mulig tilbudspligt for If P&C Insurance Holding Ltd. ("If") til aktionærene i Topdanmark A/S ("**Topdanmark**"). Forespørgslen er fremsat i forlængelse af forespørgsel af 29. august 2013, der blev besvaret ved afgørelse af 22. oktober 2013.

I henvendelsen anmodes der om Finanstilsynets stillingtagen til, om If vil ifalde tilbudspligt til de øvrige aktionærer i Topdanmark under visse forudsætninger, jf. § 31, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. Til forskel fra henvendelsen af 29. august 2013 er der blandt andet sket den ændring, at If nu er repræsenteret i Topdanmarks bestyrelse ved administrerende direktør hos If, Torbjörn Magnusson.

Formålet med overtagelsestilbudsreglerne om pligtmæssige tilbud er at sikre, at investorer kan komme ud af deres investering, hvis en person opnår bestemmende indflydelse over det selskab, som investoren er aktionær i. Det er i den forbindelse som udgangspunkt et krav, at der sker en overdragelse af aktier til personen, der samtidig opnår bestemmende indflydelse. Det vil derfor som udgangspunkt være en aktiv handling fra den aktionær, der opnår bestemmende indflydelse, der udløser tilbudspligten.

Afgørelse

Det vurderes, at If ikke vil ifalde tilbudspligt ved opnåelse af bestemmende indflydelse til de øvrige aktionærer i Topdanmark under de i henvendelsen af 14. juli 2014 oplyste forudsætninger. Der er i den forbindelse lagt vægt på, at der ikke sker en overdragelse af aktier til If, der medfører opnåelse af bestemmende indflydelse.

Sagen har været forelagt Finanstilsynets bestyrelse.

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

ERHVERVS- OG VÆKSTMINISTERIET

Afgørelsen er truffet ud fra de oplysninger, If har forelagt Finanstilsynet. Det kunne føre til en anden vurdering, at (i) de faktiske omstændigheder er anderledes end oplyst, (ii) der er udeladt oplysninger, der er relevante for vurderingen, eller (iii) der sker ændringer i de forelagte oplysninger.

Faktiske omstændigheder

If har oplyst, at selskabet på nuværende tidspunkt ejer 31.476.920 stk. aktier i Topdanmark, hvilket pr. 25. august 2014 svarer til 27,37 pct. af aktiekapitalen og stemmerettighederne i Topdanmark. Ifs erhvervelser af aktier i Topdanmark fremgår af nedenstående tabel.

Tabel 1: Oversigt over Ifs erhvervelse af aktier i Topdanmark

År	Erhvervelse af aktier i Topdanmark
2008	Sampo (ultimativ ejer af IF) erhverver 860.321 stk. aktier i Topdanmark. Samos andel af den samlede udstedte kapital og stemmerettighederne udgjorde 5,09 pct.
2009	Samos aktier i Topdanmark overdrages til If. If erhverver samtidig yderligere aktier. Ved den ordinære generalforsamling i 2009 udgør Ifs aktiepost 1.889.076 stk. aktier. Ifs andel af den samlede udstedte kapital og stemmerettighederne udgjorde 11,25 pct.
Nov. 2010- mar. 2011	If erhverver yderligere aktier. Ved den ordinære generalforsamling i 2011 udgør Ifs aktiepost 2.309.242 stk. aktier. Ifs andel af den samlede udstedte kapital og stemmerettighederne udgjorde 14,74 pct.
Maj 2011	If erhverver 838.450 stk. aktier og Ifs aktiepost udgør herefter 3.147.692 stk. aktier. Ifs andel af den samlede udstedte kapital og stemmerettighederne udgjorde 21,23 pct.

If har ikke erhvervet aktier i Topdanmark siden maj 2011. Øgningen af Ifs andel af den samlede udstedte kapital og stemmerettighederne i Topdanmark fra 21,23 pct. i maj 2011 til 27,37 pct. pr. 10. juni 2014 er en følge af Topdanmarks aktietilbagekøbsprogram samt annullering af egen af egne aktier, jf. straks nedenfor.

Topdanmarks tilbagekøbspolitik

Topdanmark har siden 1998 haft som politik at udlodde udbytte i form af tilbagekøb af selskabets aktier. Topdanmarks bestyrelse er bemyndiget til

inden for visse prisintervaller at tilbagekøbe selskabets aktier frem til 20. april 2015. Sideløbende med tilbagekøbsprogrammet har Topdanmark foretaget annullering af egne aktier.

Eftersom bemyndigelsen til bestyrelsen til at foretage tilbagekøb udløber 20. april 2015 forventer If, at der i september 2014 vil blive indledt drøftelser i Topdanmarks bestyrelse om Topdanmarks fremtidige politik for tilbagekøb.

Under forudsætning af at tilbagekøbsprogrammet forlænges, og at If ikke sælger aktier til Topdanmark via tilbagekøbsprogrammet, vil Topdanmarks tilbagekøb af egne aktier og annullering heraf medføre, at Ifs ejerandel i Topdanmark øges, selvom If ikke erhverver yderligere aktier i Topdanmark.

If vurderer, at det er sandsynligt, at Ifs aktiepost på et tidspunkt efter Topdanmarks ordinære generalforsamling i april 2015 vil overstige en tredjedel af aktiekapitalen og stemmerettighederne.

Der er ifølge offentliggjorte storaktionærmeddelelser ikke andre større aktionærer i Topdanmark.

Bestyrelsessammensætning i Topdanmark

Topdanmarks bestyrelse består af indtil 6 generalforsamlingsvalgte medlemmer samt det antal medarbejdervalgte medlemmer, der følger af lovgivningen. På nuværende tidspunkt er der 3 medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer. Generalforsamlingsvalgte medlemmer skal være aktionærer i selskabet. Generalforsamlingsvalgte medlemmer må ikke være knyttet til koncernen gennem ansættelsesforhold, jf. vedtægternes § 16, stk. 1.

Bestyrelsen består på nuværende tidspunkt af:

- Michael Pram Rasmussen (formand)
- Søren Thorup Sørensen (næstformand)
- Anders Colding Friis
- Birgitte Nielsen
- Torbjörn Magnusson
- Annette Sadolin
- Per Mathiesen (medarbejdervalgt)
- Desiree Schultz (medarbejdervalgt)
- Aage Nedergaard Smidt (medarbejdervalgt)

Som nævnt indledningsvis er Torbjörn Magnusson administrerende direktør hos If. Han blev valgt ind i bestyrelsen ved den ordinære generalforsamling i april 2014. If har ikke tidligere været repræsenteret i bestyrelsen.

Retligt grundlag

§ 31 i lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 831 af 12. juni 2014, har følgende ordlyd:

”§ 31. Overdrages en aktiepost i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til handel på et reguleret marked eller en alternativ markedsplads, direkte eller indirekte 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 opnår bestemmende indflydelse over selskabet, jf. stk. 2 og 3.

Stk. 2. Bestemmende indflydelse foreligger, når erhververen direkte eller indirekte besidder mindst en tredjedel af stemmerettighederne i et selskab, medmindre det i særlige tilfælde klart kan påvises, at et sådant ejerforhold ikke udgør bestemmende indflydelse.

Stk. 3. Bestemmende indflydelse foreligger desuden, når en erhverver, der ikke ejer mindst en tredjedel af stemmerettighederne i et selskab, har

- 1) råderet over mindst en tredjedel af stemmerettighederne i kraft af en aftale med andre investorer,*
- 2) beføjelse til at styre de finansielle og driftsmæssige forhold i et selskab i henhold til en vedtægt eller aftale eller*
- 3) beføjelse til at udpege eller afsætte flertallet af medlemmerne i det øverste ledelsesorgan, og dette organ besidder den bestemmende indflydelse over selskabet.*

Stk. 4. Eksistensen og virkningen af potentielle stemmerettigheder, herunder tegningsretter og købsoptioner på aktier, som aktuelt kan udnyttes eller konverteres, skal tages i betragtning ved vurderingen af, om en erhverver har bestemmende indflydelse.

Stk. 5. Ved opgørelsen af stemmerettigheder i et selskab medregnes stemmerettigheder, som knytter sig til aktier, der besiddes af selskabet selv eller dets dattervirksomheder. Et selskabs erhvervelse af egne aktier udløser dog tilbudspligt efter stk. 1, såfremt erhvervelsen er et udtryk for omgåelse af de grænser, der er nævnt i stk. 2 og 3.

Stk. 6. Forpligtelsen efter stk. 1 finder ikke anvendelse, såfremt

- 1) den i stk. 1 omhandlede overdragelse er resultatet af et frivilligt tilbud til samtlige aktionærer om at overdrage samtlige deres aktier,*
- 2) det frivillige tilbud efter nr. 1 opfylder betingelserne i § 32, stk. 1, og*
- 3) erhververen som følge af det frivillige tilbud opnår mere end halvdelen af stemmerettighederne i målselskabet.*

Stk. 7. Bestemmelserne i § 71 i selskabsloven finder tilsvarende anvendelse på overdragelser af stemmerettigheder i et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til handel på en alternativ markedsplads.

Stk. 8. Finanstilsynet kan fritage fra forpligtelsen i stk. 1, såfremt særlige forhold gør sig gældende.”

Vurdering

If har anmodet Finanstilsynet om at vurdere, om If ifalder tilbudspligt til de øvrige aktionærer i Topdanmark under følgende forudsætninger:

Beslutninger om nyt aktietilbagekøbsprogram

- 1) Torbjörn Magnusson deltager i drøftelserne i bestyrelsen i Topdanmark om etablering af et aktietilbagekøbsprogram til vedtagelse på den ordinære generalforsamling 2015 samt de nærmere vilkår her-

for. Torbjörn Magnusson stemmer for en indstilling til generalforsamlingen om at meddele bemyndigelse til bestyrelsen i Topdanmark til at gennemføre aktietilbagekøbsprogrammet. Bestyrelsen træffer beslutning om denne indstilling til generalforsamlingen med den fornødne majoritet.

- 2) If stemmer på den ordinære generalforsamling i Topdanmark i 2015 for bestyrelsens forslag om at bemyndige bestyrelsen til at gennemføre aktietilbagekøbsprogrammet, og forslaget stemmes igennem med den fornødne majoritet.

Beslutninger om tilbagekøb

- 3) Torbjörn Magnusson deltager i drøftelser i bestyrelsen om og stemmer for forslag om Topdanmarks opkøb af egne aktier som led i det vedtagne aktietilbagekøbsprogram fra 2015, hvilket beslutes med den fornødne majoritet.

Beslutning om annullering af aktier

- 4) Torbjörn Magnusson deltager i drøftelser i bestyrelsen om og stemmer for forslag om at indstille til generalforsamlingen at beslutte kapitalnedsættelse ved annullering af egne aktier opkøbt gennem aktietilbagekøbsprogrammet, hvilket beslutes med den fornødne majoritet.
- 5) If stemmer på generalforsamlingen i Topdanmark for bestyrelsens forslag om kapitalnedsættelse ved annullering af egne aktier opkøbt gennem aktietilbagekøbsprogrammet, hvilket stemmes igennem med den fornødne majoritet.

Bestemmende indflydelse

- 6) If opnår som følge af ovenstående en besiddelse af en tredjedel eller mere af stemmerettighederne i Topdanmark.

Spørgsmålet er herefter, om det har en betydning i relation til overtagelsestilbudsreglerne, at If er repræsenteret i Topdanmarks bestyrelse, og at If stemmer for de begivenheder, der kan medføre, at If opnår bestemmende indflydelse over Topdanmark.

Formålet med overtagelsestilbudsreglerne

Formålet med overtagelsestilbudsreglerne om pligtmæssige tilbud er at sikre, at investorer kan komme ud af deres investering, hvis en person opnår bestemmende indflydelse over det selskab, som investoren er aktionær i. Det er i den forbindelse som udgangspunkt et krav, at der sker *en overdragelse* af aktier til personen, der *samtidig opnår bestemmende indflydelse*. Det vil derfor som udgangspunkt være en aktiv handling fra den aktionær, der opnår bestemmende indflydelse, der udløser tilbudspligten. Var dette ikke tilfældet, ville en aktionær, der ikke selv foretager en aktiv hand-

ling, kunne risikere at ifalde en byrdefuld tilbudspligt uden mulighed for at forhindre det.

Reglerne medfører således, at der kan opnås bestemmende indflydelse over et selskab, uden at der udløses tilbudspligt. Det gør sig blandt andet gældende i forbindelse med undtagelsen for arv eller kreditorfølgning, jf. § 3, nr. 1, i bekendtgørelse om overtagelsestilbud, hvor en person, der via arv eller kreditorfølgning opnår bestemmende indflydelse i et selskab, ikke ifalder tilbudspligt. Det gør sig også gældende i forbindelse med opnåelse af bestemmende indflydelse ved passivitet, eksempelvis i forbindelse med kapitalnedsættelse, jf. afsnit 3.2 i vejledning nr. 9475 af 2. oktober 2012 om bekendtgørelse om overtagelsestilbud. For god ordens skyld bemærkes at vejledning nr. 9475 af 2. oktober 2012 om bekendtgørelse om overtagelsestilbud er historisk, som følge af at en ny bekendtgørelse om overtagelsestilbud trådte i kraft den 1. juli 2014 (bekendtgørelse nr. 562 af 2. juni 2014 om overtagelsestilbud). Den gældende bekendtgørelse er imidlertid ikke ændret på det for denne sag relevante område, hvorfor indholdet i vejledning fortsat er relevant.

Vurdering

Der skal ske en *overdragelse til en erhverver*, der medfører, at erhververen *opnår bestemmende indflydelse*, førend erhververen ifalder tilbudspligt, jf. § 31, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. If har ikke erhvervet aktier i Topdanmark siden 2011 og planlægger ifølge det oplyste ikke at erhverve yderligere aktier inden grænsen på en tredjedel krydses. If opnåede *ikke* bestemmende indflydelse over Topdanmark ved erhvervelsen i 2011.

If forventer at opnå bestemmende indflydelse i Topdanmark i forbindelse med Topdanmarks forventede annullation af egne aktier i foråret 2015. Ved annullation af aktier sker der ikke en overdragelse. Situationen ses derfor ikke umiddelbart omfattet af bestemmelsen i § 31, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.

Ud fra en konkret vurdering af forholdene omkring Ifs erhvervelse af aktier i Topdanmark samt det videre forløb efter erhvervelsen vurderer Finanstilsynet, at If ikke vil ifalde tilbudspligt ved opnåelse af bestemmende indflydelse til de øvrige aktionærer i Topdanmark under de oplyste forudsætninger. Der er i den forbindelse lagt vægt på, at der ud fra de beskrevne forudsætninger ikke sker en overdragelse af aktier til If, der medfører, at If opnår bestemmende indflydelse.

Tilsynet har i vurderingen lagt vægt på, at tilbagekøbsprogrammet startede i 1998, hvilket er 10 år inden If først erhvervede aktier i Topdanmark. Det faktum, at If via én bestyrelsespost og brug af indflydelse på generalforsam-

lingen er med til at fortsætte et aktietilbagekøbsprogram som beskrevet, medfører ikke, at If ifalder tilbudspligt.

Omgåelse

Ovenstående vurdering bygger på de af If afgivne oplysninger om, hvad der forventes at ske inden for det næste år. Andre begivenheder end de beskrevne eller yderligere oplysninger, der måtte være relevant for vurderingen af de oplyste begivenheder, kan medføre, at Ifs opnåelse af bestemmende indflydelse over Topdanmark må anses som omgåelse af overtagesestilbudsreglerne. Det vil kunne betyde, at If ifalder tilbudspligt til de øvrige aktionærer i Topdanmark i forbindelse med opnåelse af bestemmende indflydelse. Dette vil imidlertid først kunne vurderes, når de pågældende forhold indtræder.

Klagevejledning

Finanstilsynets afgørelse kan, senest 4 uger efter at afgørelsen er modtaget jf. § 88, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., indbringes for Erhvervsankenævnet pr. e-mail til adressen ean@erst.dk eller pr. post til Dahlerups Pakhus, Langelinie Allé 17, Postboks 2000, 2100 København Ø, tlf. 35 29 10 93, jf. § 88, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.

Det følger af § 7 i bekendtgørelse om Erhvervsministeriets Erhvervsankenævn, at det er forbundet med et gebyr på 4.000 kr. at klage til Erhvervsankenævnet, når klagen vedrører klagerens aktuelle eller fremtidige erhvervsforhold. Efter § 15, stk. 4, i nævnte bekendtgørelse, kan nævnet eller formanden på dets vegne træffe bestemmelse om hel eller delvis tilbagebetaling af det indbetalte gebyr, hvis der gives klageren helt eller delvist medhold. Gebyret tilbagebetales, hvis klagen afvises.