

Advokatfirmaet Schjødt AS
v/ Audun Bondkall og Ole Jerving

Kun sendt per e-post

31. mars 2025

Agilyx ASA – Dispensasjon fra tilbudsplikt for Saffron Hill Ventures 3 LP

1. Søknaden

Det vises til brev av 3. februar 2025 og 27. mars 2025 fra Advokatfirmaet Schjødt AS, samt løpende korrespondanse i februar og mars, hvor det på vegne av Saffron Hill Ventures 3 LP («SHV3») søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt på aksjene i Agilyx ASA («Agilyx») etter lov 29. juni 2007 nr. 27 om verdipapirhandel («vphl.») § 6-2 (3) i forbindelse med erverv av aksjer i Agilyx fra Saffron Hill Ventures 2 LP («SHV2»).

SHV2 eier i dag 42.562.365 aksjer i Agilyx, tilsvarende 38,80 % av selskapets aksjer og stemmer. Det er opplyst at alle aksjer i Agilyx har lik stemmerett. SHV2 er et «*limited partnership*» registrert i Delaware som styres i henhold til en styringsavtale (Eng. *limited partnership agreement*). SHV3 er et tilsvarende «*limited partnership*» registrert i Delaware og styrt i henhold til en styringsavtale. SHV3 eier i dag ingen aksjer i Agilyx. Organiseringen av SHV2 og SHV3 har likhetstrekk til norske verdipapirfond, og for enkelhets skyld vil videre omtale benevne SHV2 og SHV3 som fond.

Agilyx har virksomhet innenfor resirkulering av plast, herunder omgjøring av plastavfall til råstoff og produkter til plastprodusenter.

Det planlagte ervervet av aksjer vil medføre at beholdningen av aksjer tilsvarende 38,80 % av Agilyx som i dag kun eies av SHV2, vil fordeles mellom SHV2 og SHV3. Partene vil dermed ha en konsolidert beholdning tilsvarende 38,80 % av selskapets aksjer og stemmer.

Det er opplyst i søknaden at både SHV2 og SHV3 inngår i en struktur som er opprettet for investeringsformål. SHV2 og SHV3 kontrolleres av Saffron Hill Ventures Limited («SHV») som kontrollerende partner (Eng. *general partner*). Søknad om dispensasjon er innsendt av SHV på vegne av SHV2 og SHV3. Det opplyst at SHV i henhold til respektive styringsavtaler har full og eksklusiv myndighet knyttet til driften av fondene, forvaltning av investeringer og til å foreta annet som inngår i å fremme investorinteressene. Fondene har faste terminer, og ved utløp av en termin vil fondet avvikles, med den følge at fondets eiendeler enten må overføres («rulles») til andre i strukturen eller selges ut.

Det er opplyst at formålet med overføringen av en andel av SHV2s aksjebeholdning i Agilyx er at SHV2 nærmer seg termin, og at fondet ved termin vil avvikles. Fondets eiendeler, herunder aksjene i Agilyx, må følgelig enten rulles videre eller selges. Den planlagte transaksjonen innebærer at inntil 34 746 762 aksjer i Agilyx, tilsvarende 31,68 % av aksjene og stemmene i selskapet, vil «rulles» videre til SHV3. De resterende 7 815 603 aksjene i Agilyx, tilsvarende 7,12 % av aksjene og stemmene, som ikke «rulles» til SHV3 vil selges av SHV2 innen fondet når termin. Overføringen av inntil 34 746 762 aksjer i Agilyx til SHV3 vurderes gjennomført i faser. SHV3s erverv aksjer som medfører at SHV3 sammen med SHV2 blir eier av mer enn 1/3 av aksjene og stemmene i Agilyx vil utløse tilbudsplikt for SHV3 etter

verdipapirhandelloven («vphl.») § 6-1 jf. § 6-6 (1) og (2). På vegne av SHV3, søker SHV om dispensasjon fra tilbudsplikt i Agilyx, jf. vphl. § 6-2 (3), jf. § 6-5 (1), jf. § 6-1 (6).

I tillegg bes Euronext Oslo Børs om en uttalelse vedrørende tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, jf. vphl. 6-6 (2).

2. Rettslig grunnlag

Det følger av vphl. § 6-1 (1) om tilbudsplikt ved erverv av aksjer at:

«Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap), plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Tilbudsplikten bortfaller dersom det foretas salg i samsvar med § 6-8, jf. § 6-9.»

I vphl. § 6-1 (6) er det presisert at tilbudsplikt også utløses ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med:

«Første ledd gjelder tilsvarende ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, når erververen alene eller sammen med en eller flere av de nærstående passerer tilbudspliktgrensen som følge av ervervet.»

Euronext Oslo Børs' myndighet til å fatte vedtak om dispensasjon fra tilbudsplikten følger av vphl. § 6-2 (3):

«Tilbudsmyndigheten kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter § 6-5, jf. § 6-1 sjette ledd.»

Hjemmelsgrunnlaget for å foreta identifikasjon etter tilbudsreglene fremgår av vphl. § 6-5:

«(1) I forhold til reglene om tilbudsplikt regnes like med en aksjeeiers egne aksjer, aksjer som eies eller erverves av nærstående som nevnt i § 2-5. Tilbudsplikt inntreer uavhengig av om ervervet foretas av aksjeeieren selv eller av aksjeeierens nærstående som nevnt i § 2-5. Ved vurderingen av om det inntreer gjentatt tilbudsplikt regnes tilbud som tidligere er fremsatt av nærstående som nevnt i § 2-5, like med en erververs tidligere fremsatte tilbud.

(2) Tilbudsmyndigheten avgjør om det skal foretas identifikasjon etter første ledd. Tilbudsmyndighetens vedtak skal meddeles deltakerne i den i gruppen som er gjenstand for identifikasjon.»

Relevante grunnlag for konsolidering følger av vphl. § 2-5 nr. 5, jf. § 6-5:

«Som noens nærstående menes:

[...]

5. noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.»

Regler for gjentatt tilbudsplikt ved etterfølgende erverv følger av vphl. § 6-6 (1) og (2):

«(1) Aksjeeier som eier aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et notert selskap, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet (gjentatt tilbudsplikt) dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer 40 prosent eller mer av stemmene i selskapet. Første punktum gjelder tilsvarende dersom aksjeeieren gjennom erverv blir eier av 50 prosent eller mer av stemmene i selskapet. Første og annet punktum gjelder ikke ved erverv som skjer i tilknytning til fremsettelse av tilbud som nevnt i § 6-1.

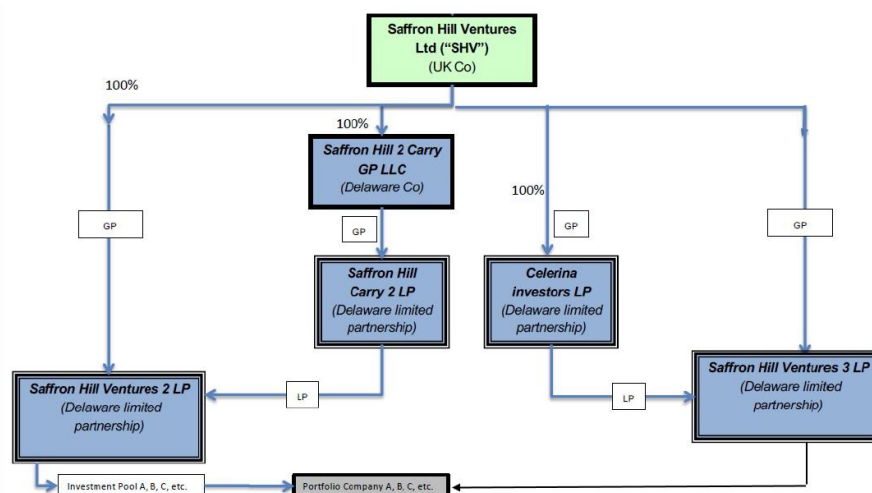
(2) Aksjeeier som har passert tilbudspliktgrense som nevnt i § 6-1 eller § 6-6 første ledd på en måte som ikke utløser tilbudsplikt, og derfor ikke har fremsatt pliktig tilbud, plikter ved ethvert etterfølgende erverv som øker stemmeandelen, å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet.»

3. Faktiske forhold

Aksjene i Agilyx ble tatt opp til handel på Euronext Oslo Børs i 2022, etter overføring fra opptak til handel på daværende Merkur Market, nå Euronext Growth Oslo. SHV2 har eid 38,80 % av aksjene og stemmene i Agilyx siden opptak til Euronext Oslo Børs i 2022.

Som gjennomgått innledningsvis inngår SHV, SHV2 og SHV3 i en investeringsstruktur opprettet av et fellesskap av private investorer. Investorfellesskapet er begrensede partnere (Eng. *limited partner*) og eiere av investeringene. Investorene har gjennom respektive styringsavtaler gitt kontrollerende partner SHV eksklusiv kontroll over fondene, slik at investorene ikke selv deltar i beslutninger knyttet til fondenes investeringer. Styringsavtalene kan ikke endres uten samtykke fra kontrollerende partner, herunder kan ikke SHV erstattes som kontrollerende partner uten samtykke. Utøvelsen av kontroll ligger således hos kontrollerende partner.

Den påtenkte overføringen av aksjer fra SHV2 til SHV3 kan illustreres som følger:



Agilyx ASA inngår som et «Portfolio Company».

Som begrunnelse for ervervet av aksjer er det opplyst at SHV2 nærmer seg termin, og at aksjene i Agilyx, helt eller delvis, enten må «rulles» til et annet fond eller selges ut av strukturen. Etter endt termin vil SHV2 avvikles. Ervervet av aksjer beskrives gjennomført «for rent praktiske formål». Det er

opplyst at vederlag for aksjene vil gjennomføres til markedspris for aksjene i Agilyx, beregnet etter aksjeprisen på Euronext Oslo Børs på tidspunktet for overføringen, ved at de av investorene i SHV2 som «rulles» videre i SHV3, vil motta eierandeler i SHV3 i samme forhold som verdien av andelene i SHV2. En andel av aksjene i Agilyx, tilsvarende beholdningen til de av investorene som ikke «rulles» videre, blir igjen i SHV2, og vil selges innen SHV2 avvikles. Det er opplyst at vederlaget ikke vil inkludere noen kontrollpremie.

Aksjeoverføringen vil medføre at SHV3 gjennom «*erwerb*» av aksjer i Agilyx på konsolidert grunnlag passerer grensen for tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (1).

4. Vurdering av dispensasjon

De norske reglene om tilbudsplikt gjennomfører direktiv 2004/25/EF («*overtakelsesdirektivet*») i norsk rett. Overtakelsesdirektivet er et minimumsdirektiv. Etter de norske reglene, vphl. § 6-1 (1), utløses tilbudsplikt når noen gjennom *erwerb* blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et selskap, enten alene eller på konsolidert grunnlag. I henhold til de norske reglene, jf. vphl. § 6-1 (6), utløses tilbudsplikt også ved *erwerb* fra noen som *erwerber* er identifisert med. Etter overtakelsesdirektivet ansees ikke *erwerb* mellom konsoliderte parter som en endring av kontrollen over selskapet som utløser tilbudsplikt, og de norske reglene går derfor lengre enn direktivets artikkel 5.1. Ettersom SHV3 i dag ikke eier noen aksjer i Agilyx, vil SHV3 utløse tilbudsplikt ved *erwerb* av aksjer i Agilyx fra SHV2, når *erwerbet* medfører at SHV3 og SHV2 på konsolidert grunnlag eier aksjer som tilsvarer 38,80 % av stemmene. Euronext Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikt ved *erwerb* fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5 jf. § 6-1 (6), jf. vphl. § 6-2 (3).

Adgang til å innvilge dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) forutsetter at *erwerber* kan identifiseres med avhenderen av aksjene, og som tilbudsmyndighet avgjør Euronext Oslo Børs hvorvidt identifisering skal foretas, jf. vphl. § 6-5 (2).

Etter vphl. § 2-5 nr. 5, jf. § 6-5, konsolideres en aksjeeier med noen som vedkommende har «*forpliktende samarbeid med*» når det gjelder «*bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument*». Bestemmelsen sikte på å omfatte de mer langvarige formene for samarbeid, jf. NOU 1996: 2 s. 115, og den konkrete vurderingen beror blant annet på om det for øvrige aksjeeierne kan oppleves som at det er etablert en felles kontroll, se børsens vedtak og uttalelser («*VoU*») fra 2021 punkt 5.2.7 (BEWI ASA).

Etter det opplyste inngår SHV2 og SHV3 i samme struktur av investeringsfond, med samme forvalter og kontrollerende partner. Fondene har tilnærmet identiske navn, og er opprettet av samme bakenforliggende private investorgruppe. Basert på dette legger børsen til grunn at fondene inngår i et sterkt forpliktende samarbeid, se til eksempel VoU 2008 punkt 6.4.2 mv. (Luxor). Følgelig kan SHV2 og SHV3 identifiseres etter vphl. § 2-5 nr. 5, jf. vphl. § 6-5.

Den norske regelen om at tilbudsplikt også utløses ved *erwerb* fra noen som *erwerber* identifiseres med, går som nevnt lengre enn artikkel 5.1 i overtakelsesdirektivet. Når Euronext Oslo Børs «*i særlige tilfeller*» kan gi dispensasjon fra tilbudsplikt for *erwerb* mellom identifiserte parter etter vphl. § 6-2 (3), legger direktivets artikkel 4.5 derfor ikke direkte føringer for børsens dispensasjonspraksis.

De strengere norske tilbudspliktreglene anses som saklig begrunnede og forholdsmessige inngrep som fremmer overtakelsesdirektivets formål, i tråd med EØS-rettens krav til grenseoverskridende

regelverk, se Børsklagenemndens sak 1/2023 (BW Limited). EØS-retten legger likevel føringer for børsens skjønnsmessige adgang til å fravike nasjonale regler om tilbudsplikt, herunder krav til saklighet, forholdsmessighet og likebehandling av erververe i samme situasjon. Ved vurderingen av forholdsmessighet må det ses hen til overtakelsesdirektivets formål, og til de formål og skjønnstemaer som fremgår av forarbeidene til tilbudspliktreglene, samt relevant dispensasjonspraksis. Bestemmelsene i vphl. §§ 6-1 (6) (tilbudsplikt ved erverv mellom identifiserte parter) og 6-2 (3) (dispensasjon fra tilbudsplikt) viderefører i det vesentlige § 4-2 (2) i verdipapirhandelloven (opphøvet) fra 1997. Tidligere praksis kan derfor fortsatt være relevant.

Om vurderingen av dispensasjon heter det i forarbeidene, NOU 2005: 17 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), at skjønnstemaet er hvorvidt overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte, jf. også formålet med overtakelsesdirektivets tilbudsregler. Hensikten bak dispensasjonsadgangen er å unngå at tilbudspliktreglene forhindrer hensiktsmessig strukturering av selskapskonsern, samtidig som dispensasjonsreglene må praktiseres på en måte som ikke uthuler regelverket, jf. NOU 2005: 17 s. 26-27. Den konkrete vurderingen tar utgangspunkt i en avveining av hensynene bak reglene om tilbudsplikt, herunder behovet for å beskytte minoritetsaksjeeierne i målselskapet ved at disse skal gis muligheten til å selge sine aksjer når kontrollen i målselskapet endres, og da til en pris som sikrer dem en del av den premien som er betalt for kontrollposisjonen, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 373 og VoU 2022 pkt. 5.3.1 (Solon Eiendom).

Det følger av forarbeidene, NOU 2005: 17 på s. 26-27 og Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) på s. 366-367, at dispensasjon fra tilbudsplikt for overdragelser innenfor grupper konsolidert på bakgrunn av forpliktende samarbeid (vphl. § 2-5 nr. 5) kun sjelden vil være aktuelt, basert på at de hensyn som tilsier dispensasjon ofte er mindre tilstede, muligheten for at slike overdragelser utgjør omgørelser av tilbudsplikten ofte er sterkere, og forpliktende samarbeid kan opphøre slik at det blir et kontrollskifte, se for eksempel VoU 2022 pkt. 5.3.1 (Solon Eiendom). Terskelen for å gi dispensasjon for konsolidering basert på forpliktende samarbeid er derfor høyere.

Et eksempel på et forpliktende samarbeid som ble ansett tilstrekkelig sterkt til å gi dispensasjon etter § 2-5 nr. 5, er de nevnte Luxorsakene fra 2008 om overdragelser mellom fond. Fondene var uten organisatoriske bånd seg imellom, likevel så de hadde samme forvalter. Selv om fondene manglet organisatoriske bånd som følger av å ha samme eier, anså børsen likevel at fondsforvalteren utøvde særlig sterk kontroll og opptre som en konsernspiss, og overføring fra ett fond til et annet ble derfor ikke ansett for å utgjøre et kontrollskifte. Dispensasjon ble videre gitt på betingelser som skulle sikre at den ikke tilrettela for senere kontrollskifter, slik som at fondsforvalteren ikke kunne skiftes ut, og at rammene for fondsforvalterens beslutningsmyndighet måtte bestå uendret hva gjaldt kontrollutøvelse. Saksforholdet har påfallende likhetstrekk til situasjon for SHV, SHV2 og SHV3.

Overføringen av aksjer fra SHV2 til SHV3 er begrunnet i praktiske omstendigheter, herunder at SHV2s termin utløper. SHV vil utøve lik (og eksklusiv) kontroll over både SHV2 og SHV3. Vederlaget utgjør markedspris per aksje. Begrunnelsen for å «rulle» en andel av aksjene videre i SHV3, fremfor å selge hele aksjeposten ut av strukturen, virker å munne ut i at hoveddelen av aksjeposten i Agilyx skal forbli innad i investeringsstrukturen.

Etter en avveining av relevante hensyn, er konklusjonen at overføringen ikke utgjør et kontrollskifte eller ledd i en kjede transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte. Euronext Oslo Børs mener at det foreligger slike «*særlige grunner*» at det kan gis dispensasjon fra tilbudsplikten etter vphl. § 6-2 (3), på nærmere betingelser, for overdragelsen av en andel av aksjeposten i Agilyx fra SHV2 til SHV3.

Dispensasjoner fra tilbudsplikt bør inneholde en tidsramme for gjennomføring, og overdragelse innen 30. juni 2025 ansees passende her.

I overensstemmelse med tidligere praksis og uttalelser om kontinuitet ved overdragelse i medhold av dispensasjon fra tilbudsplikt, er Euronext Oslo Børs av den oppfatning at SHV2 og SHV3 samlet, etter SHV3s erverv av en andel av aksjene i Agilyx, med hensyn til reglene om tilbudsplikt, vil stå i samme stilling som SHV2 alene før overdragelsen. SHV2 og SHV3 vil sammen kunne overta den posisjonen som SHV2 har i dag alene, basert på at SHV2 på tidspunktet for opptak til handel eide over 1/3 av aksjene og stemmene i Agilyx. Det innebærer at SHV2 og SHV3, etter SHV3s erverv av aksjer i Agilyx slik at fondene samlet eier mer enn 1/3 av aksjene og stemmene i Agilyx, på samme grunnlag som SHV2 kan erverve aksjer i Agilyx, uten at tilbudsplikt utløses før den konsoliderte beholdningen til SHV2 og SHV3 når grensen for gjentatt tilbudsplikt (40 %).

Børsens vurdering av forholdet til etterfølgende tilbudsplikt er ikke omfattet av dispensasjonsmyndigheten, men utgjør kun en uttalelse om et lovtolkningsspørsmål.

5. Vedtak

Euronext Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har på denne bakgrunn kommet til følgende vedtak:

Det gis, etter vphl. § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt i Agilyx ASA til erverv av aksjer for Saffron Hill Ventures 3 LP for erverv av inntil 34 746 762 aksjer, tilsvarende inntil 31,68 % av aksjene i Agilyx ASA, fra Saffron Hill Ventures 2 LP på følgende betingelser:

- (i) Saffron Hill Ventures Limited skal, formelt og faktisk, være og fungere som kontrollerende partner (Eng. general partner) for Saffron Hill Ventures 2 LP og Saffron Hill Ventures 3 LP, og skal verken med eller uten samtykke, fjernes;*
- (ii) Den beslutningsmyndighet og kontroll over Saffron Hill Ventures 2 LP og Saffron Hill Ventures 3 LP, som i dag utøves av Saffron Hill Ventures Limited i henhold til respektive styringsavtaler (Eng. limited partnership agreements) for Saffron Hill Ventures 2 LP og Saffron Hill Ventures 3 LP, skal ikke endres på en måte som kan virke inn på utøvelse av kontroll i Agilyx ASA;*
- (iii) Saffron Hill Ventures 2 LP eller Saffron Hill Ventures 3 LP kan ikke erverve aksjer som medfører enten Saffron Hill Ventures 2 LP eller Saffron Hill Ventures 3 LP alene når en beholdning av aksjer i Agilyx ASA overstiger mer enn 1/3 av aksjene og stemmene i selskapet; og*
- (iv) Grunnlaget for konsolidering mellom Saffron Hill Ventures 3 LP og Saffron Hill Ventures 2 LP skal bestå inntil utløp av termin for Saffron Hill Ventures 2 LP.*

Dispensasjonen må benyttes innen 30. juni 2025.

Senest samtidig med at overdragelsen foretas skal Saffron Hill Ventures 2 LP og Saffron Hill Ventures 3 LP sørge for at det ved alminnelig børsmelding offentliggjøres at Euronext Oslo Børs, i egenskap av tilbudsmyndighet, har vedtatt å gi dispensasjon etter vphl. § 6-2 (3) for overdragelsen. Euronext Oslo Børs skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen.

Vi gjør for ordens skyld oppmerksom på at vedtaket kan påklages av andre med rettslig klageinteresse. Det bes om tilbakemelding til Euronext Oslo Børs dersom overdragelsen til SHV3 ikke gjennomføres. Det bemerkes at dispensasjonen fra tilbudsplikt er gitt på bakgrunn av de opplysninger som er gitt i søknaden. Ved endringer i disse forhold må Euronext Oslo Børs kontaktes for eventuelt ny vurdering.

Med vennlig hilsen,
OSLO BØRS ASA

Camilla Perona Fjeldstad
Advokat

Gunnar Eckhoff
Advokat