FINANSTILSYNET
THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

Norvestor IX Master HoldCo S.à r.l.
Robin Bakken

Vår referanse
26/10123
Deres referanse

09.10.2026

Dispensasjon fra tilbudsplikt

1 Søknaden

Det vises til søknad av 19. august 2026 fra Advokatfirmaet BAHR AS, samt etterfølgende korrespondanse, hvor det på vegne av Norvestor IX Master HoldCo S.à r.l. ("Master HoldCo") søkes om dispensasjon fra tilbudsplikt i henhold til verdipapirhandelloven ("vphl.") § 6-2 (3).

Søknaden gjelder indirekte erverv av 19 413 884 aksjer i Zalaris ASA ("Zalaris") som følge av at Master HoldCo blir nytt mellomliggende holdingselskap i eierstrukturen til Kona BidCo AS ("Kona BidCo"), som eier 19 413 884 aksjer i Zalaris, tilsvarende ca. 87,71 prosent av totalt antall aksjer.

Videre inneholder søknaden en anmodning om en uttalelse fra Finanstilsynet om tilbudsplikt ved etterfølgende erverv, jf. vphl. § 6-6 (2).

2 Rettslig grunnlag

Reglene om tilbudsplikt i verdipapirhandelloven kapittel 6 gjennomfører direktiv 2004/25/EF ("overtakelsesdirektivet") i norsk rett. Overtakelsesdirektivet er et minimumsdirektiv.

Det følger av vphl. § 6-1 (1) at den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap notert på regulert marked i Norge, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet. Etter vphl. § 6-1 (2) nr. 1 anses erverv av aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et slikt notert selskap, også som et erverv etter første ledd.

Tilbudsplikt utløses tilsvarende ved erverv fra noen erververen er identifisert med etter vphl. § 6-5, jf. vphl. § 6-1 (6). Etter § 6-5 skal erverver identifiseres med sine nærstående, herunder selskaper innen samme konsern, jf. § 2-5 nr. 3.

Etter overtakelsesdirektivet anses erverv mellom konsoliderte parter ikke som en endring av kontroll over selskapet som utløser tilbudsplikt. De norske reglene om tilbudsplikt er dermed strengere enn overtakelsesdirektivet på dette punktet.

I henhold til vphl. § 6-2 (3) kan Finanstilsynet i "særlige tilfeller" gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra noen erververen er identifisert med etter vphl. § 6-5. Skjønnstemaet for om adgangen kan og bør benyttes er om overdragelsen utgjør et kontrollskifte, eller kan utgjøre et ledd i en kjede av transaksjoner som kan utgjøre et kontrollskifte, jf. NOU 2005:17 punkt 5.4 s. 27 og Ot.prp.nr. 34 (2006–2007) punkt 25.3.2 s. 366. Samtidig er et viktig hensyn bak dispensasjonsadgangen at tilbudspliktreglene ikke bør hindre hensiktsmessig restrukturering av selskaper.

Revierstredet 3
Postboks 1187 Sentrum
0107 Oslo

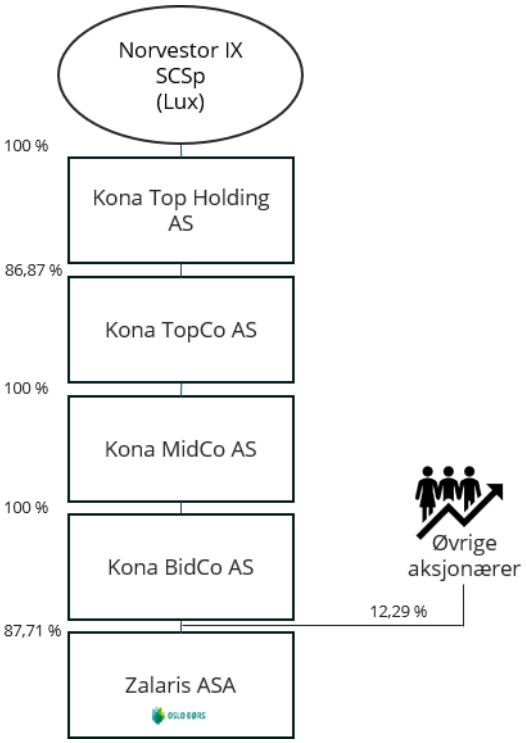
Telefon 22 93 98 00
post@finanstilsynet.no
finanstilsynet.no

Saksbehandler
Pernille Woxen Burum
Dir. tlf. 22 93 97 98

3 Faktiske forhold

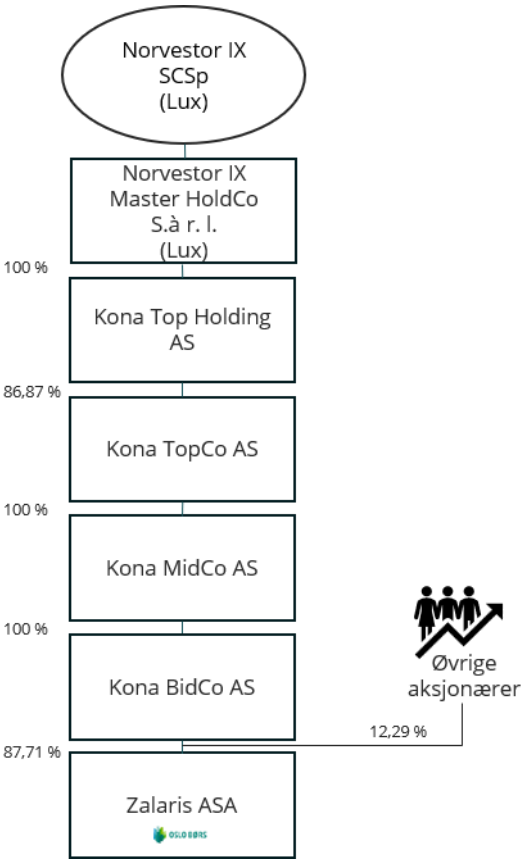
Zalaris er notert på Euronext Oslo Børs. Kona BidCo eier 19 413 884 aksjer i Zalaris, tilsvarende ca. 87,71 prosent av totalt antall aksjer. Kona BidCo er indirekte kontrollert av private equity-fondet Norvestor IX SCSp ("Norvestor IX"), representert ved sin general partner Norvestor IX (GP) S.à r.l. ("Norvestor IX GP"), gjennom holdingselskapene Kona Top Holding AS ("Kona Top"), Kona TopCo AS ("Kona TopCo") og Kona MidCo AS ("Kona MidCo").

Illustrasjon av nåværende eierstruktur, hvor prosentandel angir andel stemmer:



Det planlegges å gjennomføre en intern reorganisering i Norvestor IX-strukturen, hvor Master HoldCo blir et nytt mellomliggende holdingselskap mellom Norvestor IX og Kona Top. Reorganiseringen planlegges gjennomført ved at Norvestor IX overfører 100 prosent av aksjene i Kona Top til Master HoldCo som tingsinnskudd, mot at Norvestor IX mottar nyutstedte aksjer i Master HoldCo som vederlag. Norvestor IX vil etter dette eie 100 prosent av de stemmeberettigede aksjene i Master HoldCo. Etter den planlagte reorganiseringen vil Norvestor IX, representert ved sin general partner Norvestor IX GP, fortsette å kontrollere Zalaris, men med Master HoldCo etablert som nytt holdingselskap mellom Kona Top og Norvestor IX.

Illustrasjon av eierstrukturen etter gjennomføring av reorganiseringen, hvor prosentandelen angir andel stemmer:



I søknaden er det reist spørsmål om den planlagte overføringen av aksjene i Kona Top til Master HoldCo innebærer et indirekte erverv som omfattes av vphl. § 6-1 (2) nr. 1. Spørsmålet er nærmere bestemt om bestemmelsen kan komme til anvendelse ved erverv av et holdingselskap flere ledd opp i eierstrukturen enn det selskapet som direkte eier aksjene i det børsnoterte selskapet.

4 Finanstilsynets vurdering

4.1 Indirekte erverv

Etter vphl. § 6-1 (2) nr. 1 skal erverv av aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et selskap som nevnt i første ledd, anses som erverv etter første ledd.

Det første spørsmålet er om bestemmelsen kun omfatter erverv av aksjer i det selskapet som direkte eier aksjene i det børsnoterte selskapet, eller om bestemmelsen også kan komme til anvendelse ved erverv høyere opp i eierstrukturen.

Lovens ordlyd gir ikke noe klart svar på spørsmålet. Bestemmelsen viser til erverv av aksjer i «et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer» i et børsnotert selskap, og kan tale for at den gjelder erverv av aksjer i det selskapet som direkte eier aksjene i det børsnoterte selskapet.

Etter Finanstilsynets syn tilsier imidlertid bestemmelsens formål at regelen ikke er begrenset til slike erverv. Regelen om indirekte erverv er begrunnet i at de hensyn som begrunner tilbudsplikt også gjør seg gjeldende når kontroll over et børsnotert selskap oppnås gjennom erverv av et

mellomliggende selskap[1]. Formålet er videre å motvirke omgåelse av reglene om tilbudsplikt. En forståelse hvor bestemmelsen utelukkende omfatter erverv av selskapet som direkte eier aksjene i det børsnoterte selskapet, vil kunne åpne for at tilbudsplikt enkelt kan unngås ved å organisere eierskapet gjennom flere holdingselskaper.

Denne tilnærmingen er i tråd med praksis fra Oslo Børs som tidligere tilbudsmyndighet. I Børsklagenemndens sak 1/2011 la børsen til grunn at den aktuelle eierstrukturen, hvor det var mellomliggende selskaper mellom erververen og det børsnoterte selskapet, strengt tatt ikke falt inn under ordlyden i vphl. § 6-1 (2) nr. 1. Oslo Børs kom likevel til at forarbeidene og reelle hensyn talte for at bestemmelsen også kunne komme til anvendelse på slike erverv, så lenge eierstrukturen ga aksjonæren reell kontroll med de børsnoterte aksjene og de øvrige vilkårene i bestemmelsen var oppfylt. Børsklagenemnden tok ikke stilling til spørsmålet.

Også i Vedtak og uttalelser ("VoU") 2023 punkt 5.2.5 vurderte børsen om et selskap høyere opp i eierstrukturen hadde som vesentligste virksomhet å eie aksjer i det børsnoterte selskapet. Oslo Børs tok dermed stilling til dette vilkåret uten å legge til grunn at bestemmelsen ikke kom til anvendelse fordi ervervet skulle skje på et høyere nivå i eierstrukturen.

Etter Finanstilsynets syn kommer vphl. § 6-1 (2) nr. 1 derfor også til anvendelse ved erverv av aksjer i et selskap høyere opp i eierstrukturen enn det selskapet som direkte eier aksjene i det børsnoterte selskapet, forutsatt at de øvrige vilkårene i bestemmelsen er oppfylt.

I foreliggende sak vil Master HoldCo erverve samtlige aksjer i Kona Top, som eier 86,87 prosent av de stemmeberettigede aksjene i Kona TopCo. Kona TopCo eier 100 prosent av de stemmeberettigede aksjene i Kona MidCo, som igjen eier 100 prosent av de stemmeberettigede aksjene i Kona BidCo. Ervervet omfatter dermed mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap som indirekte kontrollerer 87,71 prosent av aksjene i Zalaris.

Spørsmålet blir etter dette om Kona Tops vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i Zalaris. Dette vil bero på en konkret vurdering i den enkelte sak.

I forarbeidene[2] til verdipapirhandelloven av 1997, hvor regelen om tilbudsplikt ved indirekte erverv ble innført, ble det vist til at det etter engelsk rett var lagt til grunn at tilbudsplikt normalt ville inntre dersom 75 prosent av selskapets aktiva besto av de børsnoterte aksjene. Utvalget antok at en tilsvarende grense burde kunne være veiledende for skjønnet etter den foreslåtte bestemmelsen. Oslo Børs har som tidligere tilbudsmyndighet lagt til grunn at denne terskelen ikke alene vil være avgjørende, og at den under enhver omstendighet er noe høy som et utgangspunkt for vurderingen av hva som er et selskaps vesentlige virksomhet, jf. VoU 2017 punkt 5.3.1.

Når det gjelder den nærmere vurderingen av hva som utgjør selskapets vesentligste virksomhet, uttalte Oslo Børs i Børsklagenemndens sak 1/2011 at det vil være relevant å se hen til hvor stor andel eierskapet i det børsnoterte selskapet utgjør (målt i f.eks. aktiva, markedsverdi og/eller profitt), i hvilken grad eierskapet må anses å påvirke prisen på aksjene i det mellomliggende selskapet, art og omfang av det mellomliggende selskapets virksomhet for øvrig, formålet med ervervet mv. Videre uttalte Oslo Børs at det må foretas en helhetsvurdering av de aktuelle forholdene.

Finanstilsynet legger samme vurderingstema til grunn.

I foreliggende sak er det opplyst at verken Kona BidCo eller de mellomliggende holdingselskapene har eiendeler eller virksomhet av betydning utover det direkte og indirekte eierskapet i Zalaris.

---

[1] NOU 1996:2 "Verdipapirhandel" s. 116

[2] NOU 1996:2 "Verdipapirhandel" s. 116

Etter Finanstilsynets vurdering består Kona Tops vesentligste virksomhet derfor i å eie aksjer i Zalaris som nevnt i vphl. § 6-1 (2) nr. 1.

4.2 Dispensasjon fra tilbudsplikt

Overdragelse av aksjene i Kona Top fra Norvestor IX til Master HoldCo innebærer etter Finanstilsynets vurdering et indirekte erverv som omfattes av vphl. § 6-1 (2) nr. 1, jf. § 6-1 (1), og medfører derfor som utgangspunkt tilbudsplikt for Master HoldCo i Zalaris.

Finanstilsynet kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra tilbudsplikten ved erverv fra noen vedkommende er identifisert med etter vphl. § 6-5, jf. § 6-1 (6), jf. vphl. § 6-2 (3).

Norvestor IX og Master HoldCo inngår i samme konsern og er dermed nærstående etter vphl. § 2-5 nr. 3, og skal identifiseres med hverandre etter vphl. § 6-5.

Den omsøkte overdragelsen omfatter samtlige stemmeberettigede aksjer som Norvestor IX eier i Kona Top, og innebærer at Master HoldCo blir et nytt mellomliggende selskap i den eksisterende eierstrukturen. Den bakenforliggende kontrollen av Zalaris vil ikke endres, ettersom Norvestor IX etter overdragelsen vil fortsette å kontrollere Zalaris gjennom Kona Top og den underliggende eierstrukturen. Overdragelsen innebærer dermed ingen endring av den reelle kontrollen av Zalaris som tilsier at hensynet bak reglene om tilbudsplikt gjør seg gjeldende.

På denne bakgrunn finner Finanstilsynet at den planlagte overdragelsen av aksjene i Kona Top er en intern reorganisering som isolert sett ikke innebærer et kontrollskifte i Zalaris etter reglene om tilbudsplikt. Overføringen inngår heller ikke i en kjede av transaksjoner som samlet sett utgjør et kontrollskifte.

Etter en samlet vurdering finner Finanstilsynet at den omsøkte overdragelsen av aksjene i Kona Top fra Norvestor IX til Master HoldCo utgjør et særlig tilfelle hvor Finanstilsynet i medhold av vphl. § 6-2 (3) kan innvilge dispensasjon fra tilbudsplikt.

4.3 Etterfølgende erverv

Etter Finanstilsynets vurdering vil Kona BidCos posisjon etter vphl. § 6-6 (2) være uendret som følge av den omsøkte overdragelsen. Finanstilsynets oppfatning er følgelig at Kona BidCo kan erverve ytterligere aksjer i Zalaris uten at tilbudsplikt utløses, forutsatt at Kona BidCo til enhver tid har 50 prosent eller mer av stemmene i Zalaris. Finanstilsynets vurderinger knyttet til tilbudsplikt ved etterfølgende erverv er ikke omfattet av Finanstilsynets dispensasjonsmyndighet, og utgjør kun en rettslig tolkningsuttalelse.

Euronext Oslo Børs har etter søknad vedtatt å stryke aksjene i Zalaris fra notering. Siste handelsdag vil være 10. november 2026. Reglene i verdipapirhandelloven kapittel 6 kommer kun til anvendelse så lenge Zalaris er notert.

5 Vedtak

Finanstilsynet har på denne bakgrunn fattet følgende vedtak:

Det gis, etter verdipapirhandelloven § 6-2 (3), dispensasjon fra tilbudsplikt for overdragelse av samtlige aksjer i Kona Top Holding AS (org.nr. 937 264 763) fra Norvestor IX SCSp (org.nr. B270952) til Norvestor IX Master HoldCo S.à r.l. (org.nr. B310805).

Overdragelsen må gjennomføres innen 10. november 2026.

Senest samtidig med at overdragelsen av aksjene gjennomføres skal Norvestor IX Master HoldCo S.à r.l. sørge for at det offentliggjøres en børsmelding om at Finanstilsynet har vedtatt å gi dispensasjon for overdragelsen etter verdipapirhandelloven § 6-2 (3). Finanstilsynet skal samtidig gis beskjed om offentliggjøringen.

Den alminnelige klagefristen er to uker fra vedtaket er mottatt, jf. finanstilsynsforskriften § 5-5. For øvrig gjelder finanstilsynsforskriften § 5-4. Klagen skal sendes til Finanstilsynet. Klageinstans er Finanstilsynsklagenemnda. Forvaltningsloven §§ 18 og 19 om partsinnsyn i sakens dokumenter gjelder. Vedtaket kan påklages av enhver med rettslig klageinteresse.

Finanstilsynets vedtak bygger på de opplysninger som er fremlagt i saken. Finanstilsynet har ikke kontrollert riktigheten eller fullstendigheten av opplysningene. Ved endringer av de forhold vedtaket bygger på må Finanstilsynet kontaktes for en ny vurdering.

For Finanstilsynet

Torbjørn Vik
seksjonsleder

Pernille Woxen Burum
seniorrådgiver

Dokumentet er godkjent elektronisk.