

## **BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 2/2023 – UNIVID ASA**

Avgjørelse 23. januar 2024 av klage fra Univid ASA over Oslo Børs' vedtak 27. oktober 2023 om å stryke Univid ASAs aksjer fra handel, jf. lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) § 12-3 jf. Oslo Børs' Regelbok II punkt 2.11.2 (1).

### **1. KLAGESAKEN OG BØRSKLAGENEMNDENS SAMMENSETNING**

Oslo Børs ASA (heretter «Oslo Børs» eller «børsen») fattet 27. oktober 2023 følgende vedtak:

«Oslo Børs finner at Univid ASA, utsteder av aksjer med ISIN NO 0003055808, ikke tilfredsstillt kravene for opptak til handel og anser selskapet for å ikke være egnet for fortsatt notering.

Oslo Børs har derfor besluttet å stryke aksjene fra handel, jf. verdipapirhandellovens § 12-3, jf. Regelbok II punkt 2.11.2 (1).

Aksjene i Univid ASA strykes fra notering på Oslo Børs fra og med 12. desember 2023. Siste noteringsdag vil være 11. desember 2023.»

Univid ASA (heretter «klager», «Univid» eller «selskapet») påklaget vedtaket 10. november 2023. Klagen ble fremsatt av advokatfirmaet CLP DA v/advokat Andreas Kildal. Klagen er rettidig. Klager legges til grunn å ha rettslig klageinteresse i saken, jf. forskrift 29. juni 2007 nr. 876 om verdipapirhandel (verdipapirforskriften) § 12-5 (1) jf. lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven) § 28 første ledd.

Oslo Børs besluttet 24. november 2023 at iverksettelsen av strykningsvedtaket utsettes til klagen er ferdigbehandlet, se børs melding 24. november 2023 kl. 14:55 publisert på Univids ticker.

Før klagen ble ferdigbehandlet av Oslo Børs, sendte Oslo Børs et brev 24. november 2023 til Univid med merknader til klagen. Disse ble kommentert av Univid i brev 3. desember. Børsen ga merknader til disse kommentarene 6. desember 2023. Univid sendte 7. desember 2023 inn ytterligere kommentarer. Oslo Børs fant ikke grunn til å omgjøre vedtaket og oversendte 11. desember 2023 saken til Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen, jf. verdipapirforskriften § 12-5 (6) og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Børsklagenemndens leder besluttet 12. desember 2023 å utsette fristen for nemndens behandling av saken, under henvisning til planlagt ferieavvikling og reisefravær hos både nemndens sekretariat og nemndens medlemmer, jf. verdipapirforskriften § 12-5 åttende ledd.

Ytterligere merknader i saken ble inngitt på vegne av Univid v/advokatfirmaet CLP 15. desember 2023. Børsen innga merknader til klagers merknader 20. desember 2023, mens klager innga avsluttende merknader 22. desember 2023. Oslo Børs gjorde 4. januar 2024

nemnden oppmerksom på børsmelding om at Univids revisor trekker seg. Kommentarer til dette ble inngitt av Univid 5. januar 2024.

Børsklagenemnden har behandlet saken i møte. Ved behandlingen deltok Christian Lund (leder), Knut Bergo, Espen Klitzing, Jøril Mæland og Margrethe Buskerud Christoffersen.

## 2. BAKGRUNN – FAKTISKE FORHOLD

Oslo Børs har i vedtaket 27. oktober 2023 omtalt selskapets historikk og bakgrunn for vedtaket om strykning. Selskapet har ikke hatt merknader til børsens redegjørelse. Omtalen under er basert på denne, supplert med faktiske forhold beskrevet i klagen og øvrige dokumenter.

Selskapet har vært notert på Oslo Børs siden 2006, og var ved opptak til handel et gruveselskap. Selskapets navn var Intex Resources og var da et heleid datterselskap av Crew Corporation, som var notert på Oslo Børs. Selskapet endret navn til Element i 2017 og endret samtidig strategi til å være et prosjektinvesteringsselskap innen mineralsektoren og den digitale/blockchain-økonomien. Selskapet ønsket bl.a. å etablere en asset-backed token basert på selskapets mineralforekomster.

I 2020 og 2021 ble denne virksomheten solgt og avviklet, og selskapet endret navn til DLT. I forbindelse med denne transaksjonen sendte selskapet i februar 2021 redegjørelse for fortsatt notering, da selskapet endret virksomhet til å være et investeringsselskap innenfor digitale eiendeler/verdpapirer relatert til krypto, mining og blokkjede. Selskapet ble i denne forbindelse pålagt å gjennomføre full noteringsprosess mot Oslo Børs, og da også med full due diligence. Etter dette ble det besluttet at noteringen ville bli videreført. Selskapets navn ble i juni 2022 endret til DLTx.

21. oktober 2022 mottok opptaksavdelingen ved Oslo Børs redegjørelse for fortsatt notering fra selskapet. Grunnen var at selskapet hadde inngått transaksjonsavtale om salg av det vesentlige av sin virksomhet, og hvor selskapet opplyste at *«Following Closing, the Company will change its name and ticker and pursue business combinations with companies focusing on disruptive and sustainable business models»*.

Oslo Børs ga tilbakemelding om at «Ettersom gjennomføring av transaksjonen innebærer en avvikling av den gjeldende virksomheten, samt at det planlegges ny virksomhet, vil Oslo Børs kreve at det gjennomføres en full opptaksprosess for ny virksomhet, alternativt iverksette strykning av aksjene dersom ny virksomhet *ikke erverves innen rimelig tid.*». Selskapet ble samtidig bedt om å gi en oppdatering innen 31. januar 2023. Oslo Børs mottok ikke slik oppdatering, og 21. februar 2023, etter oppfølging fra Oslo Børs med hensyn til ovennevnte frist, opplyste selskapet at de fremdeles arbeidet med transaksjonen, og at de ikke hadde oppdatering med hensyn til planlagt virksomhet for selskapet. 1. mars 2023 mottok selskapet varsel om avtalebrudd fra avtalemotparten. Transaksjonsavtalen ble terminert 12. mars 2023.

Den 8. april 2023 inngikk selskapet avtale om og gjennomførte avtale om salg av alle utenlandske, operasjonelle datterselskaper, inkludert interessen i «Filecoin cloud storage partnerships Storify and Helix». Oslo Børs mottok ny redegjørelse for fortsatt notering 17. april 2023 i forbindelse med denne transaksjonen. Av redegjørelsen fremgår at *“Following Closing of the Transaction, the Company will change its name and ticker and optimize its balance sheet and then pursue business combinations with companies focusing on innovative, sustainable and scalable business models”*. I forbindelse med transaksjonen mottok Oslo Børs redegjørelse for fortsatt notering i henhold til Oslo Børs’ Regelbok II - Utstederregler (Regelbok II) punkt 4.7.

Oslo Børs ga 5. mai 2023 bl.a. følgende tilbakemelding til denne redegjørelsen:

«På bakgrunn av overnevnte, herunder at Selskapet har overført en vesentlig del av sine eiendeler, og vil «pursue business combinations with companies focusing on innovative, sustainable and scalable business models», vil Oslo Børs kreve at det gjennomføres en full opptaksprosess så fort slik «business combination» er klarlagt. Strykningsprosess vil bli vurdert iverksatt dersom planlagt virksomhet videre ikke er ytterligere klarlagt innen 1. september 2023, og/eller dersom Selskapet ved planlagt virksomhet videre ikke oppfyller vilkårene for videre notering. Det vil påløpe full introduksjonsavgift for ny opptaksprosess.»

Selskapet annonserte 10. mai 2023 at navnet var endret fra DLTx til Univid.

22. august 2023 sendte selskapet anmodning om fristutsettelse på bakgrunn av at videre virksomhet ikke er ytterligere konkretisert grunnet kort tidsfrist, sommerferie og urolige tider i transaksjonsmarkedet. Oslo Børs sendte 14. september 2023 tilbakemelding på slik anmodning, og Univid ble forespurt ytterligere informasjon med sikte på å gjøre en nærmere vurdering av selskapets situasjon og vurderingen av fortsatt notering. Oslo Børs mottok 5. oktober 2023 ytterligere informasjon i forbindelse med vurderingen av fortsatt notering, samt Univids egen vurdering av situasjonen.

Oslo Børs fattet 27. oktober 2023 vedtak om strykning av Univids aksjer.

Den 7. november 2023 offentliggjorde Univid at det hadde inngått avtale om virksomhetssammenslåing med det irske selskapet SEEYOU Ltd. (SEEYOU). I børsmelding 12. desember 2023 varslet Univid at SEEYOU hadde hevet avtalen om virksomhetssammenslutningen. Ifølge børsmeldingen var hevingen basert på at Oslo Børs ikke hadde omgjort sitt vedtak om strykning av Univids aksjer fra Oslo Børs.

Den 3. januar 2024 publiserte Univid en børsmelding om at selskapets revisor, Plus Revisjon AS, trekker seg 26. januar 2024, om ikke ny revisor oppnevnes før den tid. Begrunnelsen er i børsmeldingen oppgitt å være følgende:

«The background for the notice of resignation is inter alia that the auditor considers that the liquidity of the Company is less than adequate based on the risks and extent of

the Company's business, and that the Company has challenges related to reconciliation and documentation for significant balance sheet items, as well as in relation to satisfactory control with accounts and capital management.»

Under henvisning til børsmeldingen 3. januar 2024 plasserte Oslo Børs 4. januar Univid i «Recovery Box», som er forbeholdt tilfeller der utstedere av finansielle instrumenter er i en situasjon som gjør prisingen av verdipapirene særlig usikker, jf. Regelbok II punkt 2.10.2.

### 3. RETTSLIG GRUNNLAG

Verdipapirhandelloven § 12-3(1) lyder slik:

«Markedsoperatøren kan suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel på det regulerte markedet hvis det ikke lenger tilfredsstillende det regulerte markedets vilkår. Markedsoperatøren kan likevel ikke suspendere eller stryke et finansielt instrument på det regulerte markedet hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon.»

Regelbok II punkt 2.11.2(1) og (5) lyder slik:

«(1) Oslo Børs kan stryke finansielle instrumenter utstedt av en Utsteder hvis de ikke lenger tilfredsstillende børsens vilkår eller regler. Oslo Børs kan likevel ikke stryke et finansielt instrument hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller for markedets oppgaver og funksjon.

[...]

(5) Før det treffes vedtak om strykning, skal spørsmålet om strykning og hvilke tiltak som eventuelt kan iverksettes for å unngå strykning, drøftes med Utstederen. Kan det forhold som begrunner strykning rettes, kan børsen gi Utstederen en frist til å rette forholdet eller pålegge Utstederen å utarbeide en plan for at Utstederen igjen kan oppfylle vilkårene. Samtidig skal Utstederen gjøres kjent med at hvis forholdet ikke blir rettet eller det ikke legges fram en tilfredsstillende plan innen fristens utløp, vil de finansielle instrumentene bli vurdert strøket.»

Forskrift 29. juni 2007 nr. 876 til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) § 13-2 lyder slik:

«§ 13-2 *Minimumskrav for børsnotering av aksjer*

(1) Aksjer utstedt av allmennaksjeselskap eller tilsvarende utenlandsk foretak kan tas opp til børsnotering dersom aksjene antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning. Ved avgjørelsen skal det også legges vekt på foretakets økonomi og andre forhold av betydning for om aksjene er egnet til børsnotering. Videre må alle vilkårene i bestemmelsen her være oppfylt.

(2) Kursverdien av aksjene som søkes opptatt til børsnotering, må antas å være minst 8 millioner kroner. Dersom kursverdien ikke kan anslås, skal foretakets balanseførte egenkapital ved siste avlagte årsregnskap være av minst samme størrelse. Dersom foretaket har avlagt delårsrapport etter siste avlagte årsregnskap og markedsoperatøren for børsen finner rapporten tilfredsstillende, kan bokført egenkapital i delårsrapporten legges til grunn.



(3) Foretaket skal ha bestått i minst tre år og skal ha drevet det vesentligste av sin virksomhet i minst tre år. Det skal være offentliggjort årsregnskap og årsberetning i henhold til regnskapslovgivningen for de tre siste år før søknad om børsnotering. Markedsoperatøren for børsen kan i særlige tilfeller gjøre unntak fra kravene i første og annet punktum dersom den finner at dette er i allmennhetens og investorenes interesse, og at investorene har tilgang til tilstrekkelige opplysninger til å foreta en godt fundert vurdering av foretaket og de aksjer som søkes børsnotert.

(4) Minst 25 prosent av aksjene som søkes opptatt til notering, må være spredt blant allmennheten.

(5) Markedsoperatøren for børsen kan fravike 25 prosent-grensen på opptakstidspunktet dersom slik spredning i løpet av kort tid må påregnes oppnådd ved handel over børsen, eller når tilstrekkelig spredning av aksjene likevel må anses sikret på grunn av et stort antall aksjer av samme aksjeklasse og omfattende spredning av disse blant allmennheten.»

Forordning (EU) 2017/565 om utfylling av verdipapirmarkedsdirektivet med hensyn til organisatoriske krav og virksomhetskrav for verdipapirforetak og definisjoner av begreper for nevnte direktivs formål (heretter «MiFID II-forordningen») artikkel 80 nr. 1 bokstav c og nr. 2, gjennomført i norsk rett i forskrift 29. juni 2007 nr. 876 til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) § 2-2, lyder slik:

«1. Ved anvendelse av artikkel 32 nr. 1 og 2 og artikkel 52 nr. 1 og 2 i direktiv 2014/65/EU skal en suspensjon eller strykning av et finansielt instrument fra handel anses å kunne være til betydelig skade for investorenes interesser eller markedets ordnede virkemåte under minst følgende omstendigheter:

[...]

c. Dersom utstederens økonomiske levedyktighet ville stå i fare, for eksempel når den deltar i en foretakstransaksjon eller framskaffelse av kapital.

2. For å avgjøre om en suspensjon eller strykning vil kunne være til betydelig skade for investorenes interesser eller markedets ordnede virkemåte i det enkelte tilfellet, skal vedkommende nasjonale myndighet, en markedsoperatør som driver et regulert marked, eller et verdipapirforetak eller en markedsoperatør som driver en MHF eller en OHF, ta hensyn til alle relevante faktorer, herunder:

- a. Markedets relevans med hensyn til likviditet, når tiltakenes følger sannsynligvis blir større på markeder som er viktigere for likviditeten, enn på andre markeder.
- b. Det planlagte tiltakets art, når tiltak med en vedvarende eller varig virkning på investorenes mulighet til å handle med et finansielt instrument på handelsplasser, for eksempel strykning, sannsynligvis får en større innvirkning på investorer enn andre tiltak.
- c. Følgevirkningene av en suspensjon eller strykning av tilstrekkelig tilknyttede derivater, indekser eller referanseverdier som har det strøkne eller suspenderte instrumentet som underliggende eller bestanddel.
- d. Hvordan en suspensjon påvirker interessen til de sluttbrukerne på markedet som ikke er finansielle motparter, for eksempel foretak som handler med finansielle instrumenter for å sikre kommersielle risikoer.[...]

## **4. BØRSENS VEDTAK**

### **4.1 Rettslig utgangspunkt for vurdering**

Oslo Børs tar i vedtaket 27. oktober 2023 utgangspunkt i formålet med verdipapirhandelloven, jf. § 1-1, som er å «legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter og å sikre investorbesskyttelse». Børsen viser til at det er en avgjørende forutsetning for at noen vil delta i et verdipapirmarked, at aktørene har tillit til markedet, og at en grunnleggende forutsetning for denne tilliten er at aktørene vurderer alminnelig markedsatferd som betryggende. Minimumskravene for opptak til handel på regulert marked skal bidra til betryggende og effektiv handel, der aktørene har tillit til markedet.

Børsen redegjør deretter for enkelte krav til selskaper som søkes opptatt til handel samt regler om oppfølging av noterte selskaper som deltar i fusjon, fisjon eller på andre måter endrer karakter, avviker vesentlige deler av virksomheten eller inngår avtale om transaksjon som innebærer en endring på mer enn 50 prosent målt mot kriterier angitt i Regelbok II punkt 4.7.3(1). Det bemerkes på side 4 i vedtaket at vurderingen av om utsteder oppfyller opptakskravene og om noteringen skal videreføres, er skjønnsmessig, der det må avveies mellom betydningen av at opptaksvilkår ikke er oppfylt, i hvilken grad utsteder endrer karakter og formålet i verdipapirhandelloven.

### **4.2 Vurdering av fortsatt notering**

#### *4.2.1 Allmenn interesse og regelmessig omsetning. Andre forhold av betydning for egnetheten av noteringen*

Børsen vurderer på side 5 i vedtaket at Univid på det aktuelle tidspunktet hadde begrenset virksomhet og ikke oppfylte kravet til allmenn interesse. Selskapets opplysninger om planlagt virksomhet ble karakterisert som «svært begrenset», og børsen mente derfor at det heller ikke kunne konstateres at selskapet ville tilfredsstille kravet til allmenn interesse og at det «kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning», jf. verdipapirforskriften § 13-2(1) og Regelbok II punkt 3.1.1. Omsetningen i aksjen er også kommentert på side 5 i vedtaket, og børsen bemerker at overvekten av handler er gjennomført før offentliggjøringen av transaksjonen i april 2023, og at det siden da har vært begrenset likviditet i selskapets aksjer.

Til Univids anførsler om at det må være legitimt å gjennomføre strategiendringer, bemerker børsen at selv om det er anledning til og legitimt å gjennomføre endringer, så er det nødvendig å gjennomføre kontroll i forbindelse med slike endringer. Børsen er imidlertid ikke enig i at tidligere gjennomførte strategiendringer nødvendigvis taler for at selskapet er egnet for fortsatt notering. Børsen viser til at utgangspunktet er at virksomhet som skal tas opp til handel, skal vurderes gjennom ordinær opptaksprosess, og ikke at virksomhet skal gjøres tilgjengelig for handel ved oppkjøp. Oslo Børs mener slike gjentatte endringer i strategi og virksomhet heller strider med formålet med verdipapirhandelloven. Børsen viser til at investorene skal være kjent med hva de investerer i og ha mulighet til å fatte en veloverveid

investeringsbeslutning på bakgrunn av utfyllende dokumentasjon, fremfor at selskapet de er investert i stadig endrer strategi og virksomhet.

Også børsens tidligere oppfølging av Univids forpliktelser som notert foretak blir fremhevet i vurderingen. Børsen viser til at verdipapirforskriften § 13-2(1) bestemmer at det skal legges vekt på også «andre forhold av betydning for om aksjene er egnet til børsnotering». Her vises det til brev 9. mai 2019 om overtredelsesgebyr for brudd på reglene om offentliggjøring av innsideinformasjon og brev 24. august 2023 om kommentarer til selskapets børsmeldinger, vurderinger av hva som utgjør innsideinformasjon og selskapets interne kontrollrutiner med hensyn til finansiell rapportering og informasjonshåndtering. Oslo Børs mener også sistnevnte brev er relevant i vurderingen, selv om de påpekte forholdene ikke forfølges videre av Markedsovervåkingen på Oslo Børs. Børsen fremhever ulike former for kommunikasjon med revisor, herunder revisors forbehold i årsrapporten for 2022, som forhold som taler mot at Univid er egnet for videre notering. I den forbindelse bemerker børsen at det av veiledning til Regelbok II punkt 3.1.1 er angitt at forbehold i siste års revisjonsberetning normalt vil medføre at en utsteder ikke tas opp til handel, se side 8 i vedtaket.

#### *4.2.2 Ledelse og styre*

Oslo Børs stiller spørsmål ved om styret og ledelsen har tilstrekkelig kompetanse vedrørende informasjonsplikt og om selskapet derfor er egnet. Det vises til Markedsovervåkingens kommentarer til informasjonshåndtering, håndtering av innsideinformasjon og rutiner for finansiell rapportering, jf. brev 24. august 2023. Børsen er, også etter at medlemmer i styret og ledelsen har gjennomført kurs i børsens løpende forpliktelser, i tvil om selskapet har tilstrekkelig kompetanse og rutiner, se side 9 i vedtaket. Det vises til at selskapet også tidligere har vært i en lignende situasjon, jf. brevet 9. mai 2019. Børsen anser det ikke for å være sannsynliggjort at styre og ledelse kan tilfredsstille kompetanse- og rutinekrav slik disse følger av Regelbok II punkt 3.1.3.4 (2) og 3.1.3.5 (1).

#### *4.2.3 Krav til tre års historikk og aktivitet*

Oslo Børs mener Univid ikke oppfyller kravet til tre års virksomhet på det nåværende tidspunktet, ettersom det ikke er noe videre kontinuitet i den virksomhet selskapet tidligere har hatt. Børsen viser til at Univid har mer enn tre års historikk, men at selskapet ikke har hatt virksomhet de siste månedene, og tar sikte på å etablere ny virksomhet gjennom «business combinations with companies focusing on innovative, sustainable and scalable business models».

#### *4.2.4 Markedsverdi og minste kursverdi*

Siden selskapets markedsverdi per 25. oktober 2023 var ca. NOK 45 millioner, mens prisen per aksje var NOK 0,44, legger børsen til grunn at selskapet ikke oppfyller kravet til markedsverdi. Til Univids anførsel om at virksomhetssammenslåing vil være et egnet tiltak for å øke både markeds- og kursverdi, bemerker børsen at det vil være en vesentlig og stor transaksjon for selskapet, og at utgangspunktet er at aksjonærene skal velge å investere i notert foretak, fremfor å bli inkludert i nytt selskap ved virksomhetssammenslåing. Oslo Børs legger til grunn at Univid ved en virksomhetssammenslåing vil endre karakter vesentlig og

innebære at aksjonærer vil inkluderes i nytt selskap uten at veloverveid investeringsbeslutning er fattet. Det bemerkes også at siden redegjørelsen 5. oktober 2023 opplyser at selskapet planlegger å gjennomføre sammenslåingen ved utstedelse av nye aksjer, vil eksisterende aksjonærer antas å bli vesentlig utvannet.

#### *4.2.5 Egenkapital og likviditet*

Børsen kan ikke konstatere at krav til egenkapitalsituasjon eller tilstrekkelig likviditet er oppfylt. Børsen viser til at ettersom videre virksomhet ikke er fastlagt, kan det ikke gjøres en vurdering av hva som er vanlig for virksomheter innen samme bransje eller øvrige forhold i en vurdering av om egenkapitalsituasjonen er forsvarlig og tilfredsstillende, slik Regelbok II punkt 3.1.2.2 angir. Det samme gjelder vurderingen av likviditeten, under henvisning til at Regelbok II punkt 3.1.2.3 krever at utsteder sannsynliggjør at den vil ha tilstrekkelig likvide midler til å drive i minst 12 måneder fra planlagt dato for opptak til handel innenfor planlagt virksomhetsomfang.

#### *4.2.6 Spredning og antall aksjonærer*

Børsen mener selskapet per 4. oktober 2023 ikke oppfylte kravet til antall aksjonærer, slik kravet fremgår av Regelbok II punkt 3.1.4.2. Det vises til at selskapet har 242 aksjonærer som ikke er tilknyttet selskapet med en samlet aksjeverdi over NOK 10 000, og 4 210 aksjonærer totalt.

#### *4.2.7 Oppsummering*

På bakgrunn av at Univid ikke oppfylte flere av de vesentlige opptaksvilkårene, herunder krav til markedsverdi, virksomhet, antall aksjonærer, samt de øvrige forhold av betydning under «allmenn interesse», var Oslo Børs i vedtaket av den oppfatning at Univid ikke var egnet for videre notering.

### **4.3 Vurdering av strykning**

På bakgrunn av at Univid ikke lenger anses å oppfylle opptaksvilkårene, opplyser Oslo Børs i vedtaket at det vil initieres strykningsprosedyre. Siden børsen har konkludert med at selskapet ikke oppfylder opptakskravene, er spørsmålet om strykning av Univids aksjer kan «ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon», jf. verdipapirhandelloven § 12-3(1). Forståelsen av dette vilkåret er utdypet i MiFID II-forordningen artikkel 80, gjennomført i verdipapirforskriften § 2-2. Her angis tre tilfeller som «anses å kunne være til betydelig skade for investorenes interesser eller markedets ordnede virkemåte», se artikkel 80 nr. 1 bokstav a, b og c. Etter børsens oppfatning er bokstav a og b klart ikke relevante, men børsen går nærmere inn på vurderingen etter bokstav c som følge av anførsler fra selskapet.

Oslo Børs forstår bokstav c slik at tiltak vil anses å utgjøre en vesentlig ulempe hvor selskap er i faktisk prosess, eksempelvis kapitalforhøyelse, og dermed at slik transaksjon ikke kan gjennomføres på bakgrunn av tiltak som for eksempel strykning. Børsen opplyser at den ikke har mottatt informasjon som tilsier at dette er tilfellet for Univid. Børsen uttaler videre at selv om en eventuell fremtidig transaksjon forhindres, vil dette normalt være tilfellet ved strykning

og kan ikke tillegges vesentlig betydning. Børsen mener hensynet til aksjonærene er sentralt, og at det er klart relevant at selskapet eventuelt må avvikles som følge av strykning. Børsen mener likevel det ikke alene kan rettferdiggjøre videre notering, når selskapet ikke fyller opptaksvilkårene og heller ikke anses å være egnet for videre notering. Børsen nevner også at selv om det i utgangspunktet er et stort antall aksjonærer, eier overvekten av disse aksjer for mindre enn NOK 10 000. Markedsverdien og likviditeten i aksjen er også begrenset. Børsen mener hensynet til markedets integritet må tillegges avgjørende betydning. Børsen er også av den oppfatning at den emisjonen som selskapet opplyser å ønske å gjennomføre, vil utvanne eksisterende aksjonærer og at det ikke er gitt at en reparasjonsemisjon vil reparere ulempen for eksisterende aksjonærer. Børsen nevner at det ikke er gitt at en virksomhetssammenslåing vil være i aksjonærfelleskapet som helhets interesse, og at en avvikling med realisering og utdeling av verdier kan være et alternativ.

Videre påpeker børsen at det følger av MiFID-forordningen artikkel 80 nr. 2 at alle relevante forhold skal vurderes ved spørsmål om strykning er ventet å utgjøre en vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgave. Børsens gjennomgang av forholdene angitt i nr. 2 bokstav a til d endrer ikke børsens vurdering.

Avslutningsvis viser børsen til at Regelbok II punkt 2.11.2(5) bestemmer at spørsmålet om strykning skal drøftes med utstederen. Børsen viser til at den har mottatt flere redegjørelser knyttet til selskapets videre notering samt bedt om å få oversendt informasjon om relevante hensyn som skal tas i betraktning i vurderingen. Oslo Børs har ikke funnet tiltaket, som fra selskapet synes å være virksomhetssammenslåing og eventuelt emisjoner, å være tilstrekkelig.

Etter en avveining av hensynet til aksjonærene og hensynet til et velfungerende marked og markedets integritet, ble datoen for strykning satt seks uker frem i tid.

## **5. KLAGERS ANFØRSLER**

### **5.1 Innledning**

Klager mener vedtaket lider av både materielle feil og saksbehandlingsfeil og derfor bør omgjøres eller oppheves.

### **5.2 Materielle feil**

#### *5.2.1 Innledning*

Innledningsvis bemerker klager at verdipapirhandelloven § 12-3(1) om strykning av aksjer fra handel på regulert marked etter sin ordlyd kan leses slik at børsen kan stryke finansielle instrumenter fra notering ved ethvert brudd på opptaksvilkårene. Klager bemerker at bestemmelsen må tolkes innskrenkende i lys av bestemmelsens annet punktum, annet regelverk gitt i medhold av verdipapirhandelloven (herunder MiFID II-forordningen), børsens egen praksis og alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper. Det vises også til børsens egen veiledning til den delen av børsens regelverk som tilsvarer reglene i verdipapirhandelloven.



### 5.2.2 Brudd på opptaksvilkår og annet relevant regelverk

Klager mener regelverket, sett i lys av hensynene bak verdipapirhandelloven, skal forstås slik at adgangen til strykning mot utsteders vilje normalt vil gjelde situasjoner hvor utsteders markedsadferd utgjør et grovt eller vedvarende brudd på relevante regler for noterte selskaper. Univid mener det ikke foreligger slike grove eller vedvarende brudd. De bruddene som har skjedd, jf. overtredelsesgebyret fra 2019 og kritikkbrevet fra august 2023, gjelder enkeltstående og ikke grove brudd. Det nevnes i den forbindelse at offentlig kritikk er den mildeste reaksjonsformen Oslo Børs har tilgjengelig, mens strykning på sin side er den strengeste reaksjonen. Univid er for øvrig uenig i deler av kritikken.

Klager viser også til at det er gjort flere endringer i selskapets styre og ledelse, sammenlignet med situasjonen som lå til grunn for kritikken i august 2023. Det er derfor lite treffende å bebreide dagens styre. Klager er videre uenig i at det bør kunne legges vekt på overtredelsesgebyret ilagt i 2019, siden det knytter seg til forhold klager opplyser forelå i 2018 – bl.a. er selskapets styre og ledelse i sin helhet skiftet ut siden den gang. Utmålingen av overtredelsesgebyret, tilsvarende tre ganger årlig kursnoteringsavgift, var heller ikke unikt og mindre alvorlig enn saker der markedsadferd har ført til strykning.

Klager anfører at der det ikke foreligger grove eller vedvarende brudd på regelverket, må terskelen for strykning settes klart høyere enn i saker der det foreligger slike brudd. Univid er enig i at selskapet i en kort, tidsbegrenset periode ikke tilfredsstilte alle opptaksvilkår for notering på Oslo Børs som følge av at selskapet har hatt behov for å gjennomføre en struktur- og strategiendring. Univid viser til at en inngått transaksjonsavtale med SEEYOU vil medføre at selskapet vil oppfylle hoveddelen av gjeldende opptaksvilkår. Univid anfører at det er helt alminnelig at noterte selskaper gjennomgår ulike endringer som medfører behov for struktur-, virksomhets- og strategiendringer, og at dersom utstedere ikke får anledning til å foreta slike endringer, vil det medføre et betydelig hinder for å oppnå verdipapirmarkedets funksjon.

Klager bemerker at det faktiske grunnlaget som er lagt til grunn for strykningsvedtaket, ikke lenger er korrekt som følge av den planlagte transaksjonen med SEEYOU, noe klager anfører skal hensyntas i behandlingen av klagen, jf. forvaltningsloven § 34 annet ledd.

Klager mener transaksjonen med SEEYOU tilsier at det vil foreligge allmenn interesse og regelmessig omsetning i aksjer som planlegges utstedt av SEEYOU/Univid. Klager viser til at SEEYOU driver virksomhet innen utvikling av generative kunstig intelligens-modeller, som for tiden er ettertraktet blant investorer, at SEEYOU ble valgt ut som én av 14 deltakere i Euronext Irlands «pre-IPO-program» for 2023 og at eksisterende investorer i SEEYOU er profilerte investorer.

Det beskrives videre hvordan selskapets ledelse vil være sammensatt etter transaksjonen, og at disse vil gjennomgå kurs i regler for noterte selskaper. Også ny styreleder vil komme inn. Klager bemerker at transaksjonsavtalen bestemmer at styret skal tilfredsstille alle krav til sammensetning som følger av allmennaksjeloven og gjeldende børsregelverk. Klager anfører

at det ikke er grunn til å tvile på at de nevnte personene vil ha nødvendig kompetanse og egnethet.

Univid har mer enn tre års historikk, mens SEEYOU anføres å ha hatt underliggende aktivitet med historikk til september 2020, selv om selskapet SEEYOU Ltd. ble etablert i 2022.

Klager viser til at egenkapitalverdien av aksjene i SEEYOU er på mellom NOK 542 og 554 millioner, basert på tidligere innhenting av kapital i 2022 og 2023. Klager anfører at dette klart tilsier at kravet til markedsverdi på NOK 300 millioner vil oppfylles. Det opplyses også at det planlegges en spleis av selskapets aksjer for å sikre en tilstrekkelig høy verdi per aksje.

Når det gjelder kravet til egenkapital og likviditet, opplyser klager at selskapet ønsker å gjennomføre en emisjon eller et konvertibelt obligasjonslån i en størrelsesorden som gjør at selskapet vil oppfylle kravet om minst 12 måneders likviditet etter gjennomføring av transaksjonen. Kapitalbehovet antas ikke å overstige NOK 30-50 millioner, og Univid og SEEYOU er trygge på at emisjonen vil bli gjennomført. Det poengteres at NOK 30 millioner utgjør mindre enn 10 % av selskapsverdien både ved kapitalinnhentingene i 2022 og 2023 og den gjeldende transaksjonen.

Til kravet om spredning og antall aksjonærer, vises det til at aksjonærbasen vil øke med 143 ved gjennomføring av transaksjonen, forutsatt at samtlige aksjonærer i SEEYOU slutter seg til den (på tidspunktet for klagen hadde 93,1 % tiltrådt). Alle disse antas å eie aksjer for mer enn NOK 10 000 etter gjennomføring av transaksjonen. Det er imidlertid usikkert om transaksjonen vil innebære at mer enn 500 aksjonærer vil eie aksjer verdt minst NOK 10 000. Spredningen vil forbedres ytterligere gjennom den planlagte emisjonen.

### *5.2.3 Vedtaket er uforholdsmessig*

Klager anfører at terskelen for å anse et selskap uegnet for notering bør øke, når det ikke foreligger grove eller vedvarende brudd på regelverket. Dette anføres videre å påvirke forholdsmessighetsvurderingen som ligger til grunn for et strykingsvedtak. Klager fremhever at selskapet sto midt i en normal struktur- og strategiprosess og ikke er gitt tilstrekkelig tid til å gjennomføre denne. Det vises også til at transaksjonen vil innebære en tilnærmet ny opptaksprosess, der børsen gjennomfører due diligence, Finanstilsynet må godkjenne opptaksprospekt for vederlagsaksjer som utstedes og transaksjonen må godkjennes av aksjonærene i Univid med 2/3 flertall. Klager anfører at både børsen, aksjonærene og markedet dermed vil få all relevant informasjon. Tilliten i verdipapirmarkedet anføres derfor ikke å bli skadelidende ved at utstedere gjennomfører strukturendringer. Klager anfører at dersom slike strukturendringer med salg av vesentlig virksomhet i stedet medfører strykning, vil det gi innlåsnings effekter som forhindrer fornuftige restruktureringer og transaksjoner. Dette er negativt for selskapenes aksjonærer og dermed verdipapirmarkedet som helhet.

Klager redegjør for prosessen med å kunne gjennomføre eventuelle strategiendringer, virksomhetssammenslåinger og liknende, som selskapet anføres å ha fått for liten tid til. Det vises til en prosess med å slå Univid sammen med Blockchain Moon Acquisition Corp.

(BMAC), en avtale inngått i oktober 2022 som senere bortfalt. I stedet solgte Univid datterselskaper og andeler i andre selskaper i april 2023. Gjennomføring av salget og fortsatt notering anføres å ha vært en forutsetning fra investorer som deltok i en rettet emisjon på ca. NOK 25 millioner i april 2023. Det anføres videre at prosessene medførte at selskapet hadde et vesentlig aktivitetsnivå helt frem til gjennomføring av salget av datterselskapene mv. Det er først etter at salget ble gjennomført 8. april 2023 at Univid har hatt foranledning til å arbeide med en ny virksomhetssammenslåing. Det fremheves at Oslo Børs i et brev 14. september 2023 viser til prosessen med BMAC og legger til grunn at selskapet ikke har hatt virksomhet av betydning det siste året som følge av prosesser med salg av virksomhet, mens klager anfører at det kun er siden april 2023, dvs. under 7 måneder før strykningsvedtaket, det har vært slik begrenset virksomhet.

Klager anfører at det bør legges vekt på det generelle aktivitetsnivået i markedet og om selskapet har konkrete planer for hvordan det skal oppfylle sentrale opptaksvilkår. Snaue 7 måneder anføres i alle fall å være for kort i lys av at perioden har vært preget av lavere noterings- og transaksjonsaktivitet. Klager viser til tiden som uansett vil måtte gå med til en fusjon, på oppimot 6 måneder bare til «teknisk gjennomføring». Klager nevner også at såkalte SPAC-er (Special Purpose Acquisition Company) på mange andre markedsplasser er populære investeringsobjekter som typisk vil få 2 år til å identifisere en partner for virksomhetssammenslåing. Klager mener den manglende vurderingen av hvilken tid et selskap rimeligvis bør innrømmes for å gjennomføre strukturendringer, er et såpass sentralt premiss i saken at det i seg selv tilsier at vedtaket om strykning anses ugyldig.

Klager anfører videre at strykningsadgangen er begrenset som følge av at den vil medføre «vesentlig ulempe» for aksjonærene. Her vises det til at selskapets aksjonærmasse og børsnotering er viktige «eiendeler» for selskapet, som også har vært instrumentelle i forhandlingene om transaksjonen med SEEYOU. Transaksjonen forutsetter at strykningsvedtaket omgjøres eller oppheves samt at børsen godkjenner videre notering av det sammenslåtte selskapet. Fortsatt notering anføres videre å ha vært en viktig forutsetning for investorene som deltok i den rettede emisjonen i april 2023. På denne bakgrunnen anføres det at strykning vil medføre en klar forringelse av aksjonærenes verdier og dermed være en «vesentlig ulempe» for Univids aksjonærer.

Klager mener Oslo Børs' vektlegging av «markedets integritet» blir feil, særlig i lys av klagers anførsler om at tidligere sanksjoner mot selskapet ikke kan tillegges vesentlig vekt ved strykningsvurderingen. Klager mener hensynet til markedets integritet tilsier videre notering, – strykningspraksis bør ikke unødig vanskeliggjøre hensiktsmessige virksomhetsendringer og omorganiseringer i næringslivet, som anføres å gå på tvers av hensynet til å fremme finansiering gjennom verdipapirmarkedet.

Til Oslo Børs' vurderinger av at det er usikkert om virksomhetssammenslåingen i kombinasjon med emisjon vil være positivt for aksjonærfellesskapet, mener klager det klart må være bedre for aksjonærene å eie aksjer i et notert selskap med endret virksomhet enn i et unotert selskap med et lavt aktivitetsnivå eller som er gjenstand for avvikling. Klager viser til

at risikoen for utvanning er en helt allmenn risiko ved å investere i noterte foretak. Det henvises også til kursutviklingen som fulgte nyhetene om henholdsvis strykning og transaksjon med SEEYOU, som klager anfører viser at Univids aksjonærer og markedet verdsetter muligheten til å eie aksjer i et notert Univid med endret virksomhet.

Klager henviser avslutningsvis til MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c. Under henvisning til transaksjonens forutsetning om fortsatt notering, vil strykning medføre svært høy risiko for at selskapet i stedet må avvikles. Klager anfører at dette klart viser at Univids «financial viability» vil trues av en strykning. Klager nevner også at strykningsvedtaket hadde som direkte og umiddelbar konsekvens at pågående forhandlinger om en virksomhetssammenslåing med et selskap notert i et annet nordisk land stoppet. Dette anføres også å vise at Univids «financial stability» ble og blir truet av en strykning.

#### *5.2.4 Usaklig forskjellsbehandling*

Klager anfører at en tid på under 7 måneder til å gjennomføre en strategiendring før vedtak om strykning fremstår inkonsistent med børsens tidligere praksis. Her vises det til Oceanteam ASA, som etter et salg av virksomhet i januar 2023 anføres ikke å ha vesentlig virksomhet igjen, med lavere markedsverdi enn Univid, mer konsentrert aksjonærstruktur og tidligere illeggelse av overtredelsesgebyr (2018). Det vises også til at Saga Tankers i november 2011 offentliggjorde salg av alle sine skip, der siste salg ble fullført i juli 2012, med begrenset virksomhet av betydning etter dette. Det vedvarte i to år, frem til juli 2014.

Klager nevner også at børsen i øvrige strykningssaker har gitt mer tid til selskapene etter regelbrudd før strykningssak er iverksatt. Her nevnes EMAS Offshore Limited som eksempel. Selskapet ble orientert om mulig strykning i mai 2017, mens vedtak ble fattet i februar 2018, dvs. en periode på ca. 9 måneder. Til sammenligning anføres det å ha gått ca. 5,5 måneder fra Oslo Børs henvendte seg til Univid om mulig strykning (5. mai 2023) til vedtaket ble fattet. Et annet eksempel som nevnes, er Saga Tankers, der selskapet over en periode på «langt mer enn 13 måneder» hadde hatt mindre fri flyt enn 25 % av aksjene. Klager viser til at børsen likevel fant det hensiktsmessig å gi selskapet noe tid til å områ seg.

### **5.3 Saksbehandlingsfeil**

#### *5.3.1 Drøfting, forhåndsvarsel og kontradiksjon. Opplysning av saken*

Klager anfører at manglende drøfting med utsteder av potensiell strykning utgjør en saksbehandlingsfeil. Klager viser til Regelbok I punkt 6905/2 (i) og Regelbok II punkt 2.11.1. Det anerkjennes at Regelbok I punkt 6905 formelt sett ikke gjelder, men klager anfører at prinsippet om forhåndsvarsel og kontradiksjon uansett kommer til anvendelse som utslag av et alminnelig forvaltningsrettslig prinsipp, jf. forvaltningsloven § 16.

Klager viser til at selskapet mottok en henvendelse fra Oslo Børs 14. september 2023, der det ble opplyst at børsen vil «gjøre en nærmere vurdering av om Selskapet er egnet for fortsatt notering på Oslo Børs eller om Selskapet skal strykes fra notering». Klager viser til at det ikke fremgår at børsen hadde til «hensikt» å stryke aksjene, noe klager mener er påkrevd etter

reglene. Univid mener det burde vært gitt et forhåndsvarsel eller foreløpig vedtak for kontradiksjon, noe for eksempel EMAS Offshore Limited fikk.

Klager anfører videre at plikten til drøftelse i Regelbok II punkt 2.11.2(5) ikke er fulgt. Klager viser til et møte 18. september 2023, der børsen ga uttrykk for at de gjennom brevet 14. september 2023 primært ønsket informasjon om selskapets videre planer og en fornyet vurdering fra selskapet av om kravene til fortsatt notering var oppfylt. Børsen skal ha bekreftet at den ikke igangsatte drøfting etter de nevnte reglene. Etterfølgende kommunikasjon fra selskapet ga uttrykk for denne forståelsen, uten at det ble imøtegått av børsen. Klager anfører at kravet til kontradiksjon forut for strykingsvedtaket klart er forsømt, og at det er en vesentlig saksbehandlingsfeil. Den manglende kontradiksjonen anføres videre å ha medført at saken ikke er tilstrekkelig opplyst, noe klager mener utgjør et klart brudd på utredningsplikten i forvaltningsloven § 17.

### *5.3.2 Saksbehandlingsfeilenes betydning for vedtakets gyldighet*

Klager anfører at de påståtte saksbehandlingsfeilene klart må anses å ha virket bestemmende på vedtakets innhold, jf. motsetningsvis forvaltningsloven § 41. Klager viser til uttalelser i juridisk litteratur samt rettspraksis om forståelsen av bestemmelsen. Klager anfører at saksbehandlingsfeilene er av en slik art og omfang at «det er grunn til å regne med» at feilene kan ha hatt betydning for vedtakets innhold. Klager anfører at den manglende opplysningen av og kontradiksjonen i saken har ført til at børsen ikke har lagt til grunn et riktig faktum og en rekke vesentlige momenter. Nærmere bestemt anfører klager at børsen skulle foretatt undersøkelser av selskapets fremdrift med hensyn til en virksomhetssammenslåing. Strykingsvedtaket skal derfor etter klagers oppfatning oppheves som ugyldig.

## **6. UTTALELSE FRA EN AKSJONÆRGRUPPE**

I en e-post 15. november 2023 uttalte sju av aksjonærene i Univid seg om saken. De mener Oslo Børs har lagt for lite vekt på den ulempe strykning vil medføre for aksjonærene. Det vises til at publisering av informasjon om vedtaket medførte at eiernes verdier ble redusert med 35 % i løpet av første ordinære børsdag etter publisering. De mener videre vektleggingen av at det er 242 aksjonærer som eier aksjer for mer enn NOK 10 000, når det er over 4 000 aksjonærer totalt, er et brudd på reglene om likebehandling og utgjør forskjellsbehandling av aksjonærer basert på investert kapital.

Aksjonærene viser også til at det er gitt begrenset informasjon til aksjonærene i forkant av vedtaket. Det vises til at det er en generell forventning at selskap som står i fare for tvunget avnotering på grunn av det markedsorganet mener er manglende oppfyllelse av krav i regelverket, blir plassert i Recovery Box eller Penalty Bench. På denne måten sikres at eksisterende og potensielle nye investorer har bakgrunnsinformasjon til å kunne vurdere investeringene sine. Ved slikt vedtak elimineres også selskapets eksisterende aksjonærers mulighet å kalle inn selskapets øverste organ, generalforsamlingen, og foreslå, vedta og igangsette endringer som potensielt kan påvirke situasjonen.



Aksjonærene viser til sist til at tidligere endringer i strategi og virksomhet godkjennes av generalforsamlingen, samt at markedet selskapet opererer i har gjort det nødvendig med raske omstillinger.

## **7. BØRSENS BREV 24. NOVEMBER 2023 TIL UNIVID**

Oslo Børs sendte 24. november 2023 et brev til klager, der det ble referert til ny informasjon og gitt merknader til selskapets anførsler i klagen. Disse er del av brevet punkt 5 og punkt 7. Øvrige deler av brevet gjentar for øvrig i all hovedsak informasjon og argumentasjon som er del av vedtaket, med mer utdyping av informasjonen, særlig om prosessen rundt avtalen om salg av alle de utenlandske datterselskapene til virksomheten i april 2023.

Børsen har også utdypet hvilke hensyn reglene om opptak til notering bygger på, og hvordan det kan stille seg overfor såkalte «bakdørsnoteringer».

Som nevnt fremgår Oslo Børs' vurderinger av klagers anførsler i brevet punkt 5. Til klagers anførsler om oppfyllelse av opptaksvilkårene og planene for å kunne oppfylle disse ved gjennomføring av en virksomhetssammenslåing med SEEYOU, vurderer børsen det slik at transaksjonen innebærer at Univid fullstendig endrer karakter. Oslo Børs kaller det i sum en «bakdørsnotering» eller «Reverse Takeover», bl.a. under henvisning til SEEYOUs egen omtale av transaksjonen i en pressemelding 6. november 2023. Oslo Børs mener formålet med reglene om fortsatt notering nettopp er å sikre at det ikke gjennomføres transaksjoner som i realiteten er en omgåelse av noteringsprosessen.

Oslo Børs kan videre ikke se at SEEYOU oppfyller kravene til aksjonærmasse, og kan heller ikke se at det er dokumentert tre års virksomhet ved eventuelt opptak. Utover at Univid etter transaksjonen vil ha virksomhet og økt markedsverdi, kan ikke børsen se at Univid vil oppfylle opptaksvilkårene. Børsen kan ikke konstatere at selskapet vil ha tilstrekkelig egenkapital eller likviditet, da det vil avhenge av emisjon eller et konvertibelt obligasjonslån. Børsen bemerker at kravet til virksomhet og antall aksjonærer er vesentlige opptaksvilkår det generelt ikke gis dispensasjon fra i ordinære opptakssaker. Børsen understreker at det ikke tidligere er gitt dispensasjon fra kravet til antall aksjonærer. Når det gjelder dispensasjon fra kravet til tre års virksomhet, henviser børsen til veiledning til Regelbok II punkt 3.1.3.3. Her fremgår det at dispensasjon bare kan påregnes for utstedere som både driver virksomhet som er enkelt analyserbar og kan vise til en betydelig allmenn interesse i form av høy markedsverdi, mange aksjonærer, stor verdi på fri flyt og for øvrig utsikter til solid likviditet i aksjene. Børsen mener det ikke foreligger holdepunkter for at SEEYOU ville innvilges dispensasjon verken fra kravet til antall aksjonærer eller kravet til tre års virksomhet.

### **7.1 Merknader til de rettslige utgangspunktene**

Børsen går deretter over til å vurdere Univids anførsler til de rettslige utgangspunktene for vurderingen av strykningen. Til klagers forståelse av verdipapirhandelloven § 12-3(1) og Regelbok II punkt 2.11.2, gjengitt over i punkt 5.2.1, bemerker børsen at den ikke er enig i forståelsen. Børsen finner ikke at det er holdepunkter for at bestemmelsene skal tolkes innskrenkende, ei heller at adgangen til å stryke et selskap mot utsteders vilje er begrenset til

situasjoner hvor utsteders markedsadferd utgjør et grovt eller vedvarende brudd på relevante regler for noterte selskaper. Oslo Børs mener hensynet til markedets integritet, å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, samt sikre investorbeskyttelse, tilsier at Oslo Børs har et bredt skjønn med hensyn til hvilke tilfeller som kan aktualisere strykning når det er nødvendig for å sikre tillit til markedet. Børsen viser til historiske versjoner av reglene samt praksis fra Børsklagenemnden.

Når det gjelder betydningen av at reglene gir uttrykk for at strykning ikke kan gjennomføres der dette vil utgjøre en «vesentlig ulempe», forstår børsen dette slik at det må gjøres en avveining av de brudd som foreligger og egnethet for videre notering opp mot de ulemper som oppstår. Dessuten må dette leses i lys av formålet ved verdipapirhandelloven. Videre legger børsen til grunn at vurdering av strykning vil være en to-trinns-vurdering, hvor det først må vurderes om det foreligger relevante brudd som påvirker selskapets egnethet, og deretter vurderes om et eventuelt strykningsvedtak vil utgjøre en vesentlig ulempe. Særlig trekker børsen frem ulike uttalelser fra Børsklagenemnden i sak 1/2015 (Evry I), i tillegg til vurderinger i forarbeidene til regelverket.

Når det gjelder vurderingen av hva som ligger i «vesentlig» ulempe, viser børsen til at en naturlig forståelse er at konsekvensene og ulempene må være kvalifiserte. De ordinære konsekvensene ved strykning er ikke alene tilstrekkelige, f.eks. at løpende rapporteringsplikt svekkes og at handel ikke lenger skjer på et regulert marked. Her refereres det til at børsens praksis har vært streng i den forstand at hensynet til minoritetsaksjonærer og de ulemper en strykning vil medføre for disse, tradisjonelt er blitt tillagt relativt mye vekt. Hensynet til markedets integritet og tillit har også blitt tillagt vekt i vurderingen, der manglende oppfyllelse av noteringsvilkår anses som ett av flere relevante momenter. Børsen gir uttrykk for at vurdering av strykning samlet sett vil måtte vurderes mot de ulemper det vil ha for selskapets aksjonærer og mot markedets funksjon.

Til betydningen av MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c, mener børsen regelen tilsier at der utsteder er involvert i en transaksjon som er en avgjørende forutsetning for utstederens økonomiske levedyktighet, innebærer dette at strykningen ikke kan gjennomføres da det vil utgjøre en vesentlig ulempe. Oslo Børs forstår det slik at det er to vesentlige momenter ved vurderingen – om utsteders økonomiske levedyktighet vil påvirkes av at det fattes vedtak om strykning på slikt tidspunkt, og i hvilken grad utsteder er involvert i slik transaksjon som bestemmelsen tar sikte på. Til det siste er Oslo Børs av den oppfatning at forhandlinger om en potensiell transaksjon eller planer om en kapitalforhøyelse ikke kan være tilstrekkelige. Børsen mener selskapet må være i en prosess som er iverksatt, herunder at relevant avtaleverk er signert, men at det foreligger betingelser som er utestående før transaksjonen er gjennomført eller at utsteder er i markedet for å hente penger etter å ha truffet relevante selskapsrettslige vedtak. Børsen viser til at ordlyden refererer til «significant damage» og legger til grunn at det ikke kan være meningen at strykning skal være utelukket ved enhver situasjon hvor utsteder planlegger transaksjon eller er i en innledende fase med hensyn til planlagt transaksjon.

Under henvisning til at også formålet med direktiv 2014/65/EU om verdipapirhandel (MiFID II), er å beskytte investorer og markedets funksjon, mener børsen at vilkåret om at en strykning vil utgjøre «significant damage» ikke kan tolkes for strengt. Det må vurderes i lys av markedets funksjon og hensynet til investorene generelt. Børsen mener dette særlig må gjelde der utsteder planlegger å gjennomføre en transaksjon som vil omgå premisset og grunnlaget for å bli tatt opp til handel på markedet, nærmere bestemt de vilkårene som nettopp skal hensynta markedets funksjon, integritet og investorbeskyttelse. Børsen mener slike tilfeller er på siden av hva MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c er ment å omfatte.

Oslo Børs kommenterer særskilt betydningen av Børsklagenemndens sak 1/2018 (EMAS), der forståelsen av artikkel 80 nr. 1 bokstav c ble berørt. Basert på nemndens uttalelser i saken mener børsen at det ikke vil være en statisk vurdering av om strykning er hindret på bakgrunn av alternativet i bokstav c. Det må vurderes konkret i lys av de hensyn som gjør seg gjeldende, og det kan ikke alene være avgjørende om selskapet er involvert i transaksjon. En formålsrettet og dynamisk tilnærming er særlig aktuell hvor det foreligger omgåelse av regelverk som nettopp skal sikre markedets integritet og tillit til markedet.

## **7.2 Merknader til klagers konkrete anførsler om materielle feil og uttalelsen fra aksjonærgruppen**

Børsen gjennomgår i brevet punkt 7 klagers konkrete anførsler om materielle feil. Til anførselene om at det *ikke er begått tilstrekkelig grove brudd på opptaksvilkår eller annet relevant regelverk*, bemerker Oslo Børs at den mener selskapet legger til grunn en feil forståelse av regelverket. Børsen mener fortsatt det foreligger vesentlige og relevante brudd på løpende forpliktelser og viser til at det er flere vesentlige opptaksvilkår som ikke er oppfylt. Børsen kommenterer særskilt at det er noe misvisende å presentere det slik at det er skjedd flere endringer i selskapets ledelse, sammenlignet med situasjonen som forelå før Oslo Børs' Markedsovervåking kritikkbrevet 24. august 2023. Børsen viser til at ny styreleder er tidligere CEO, som fratrådte 27. februar 2023, i tillegg til at han har vært større eier i lengre tid. Videre nevner de at fungerende CEO har hatt rollen siden 1. mars 2023, i tillegg til at han hadde rollen som VP Strategy of DLTx (Univids tidligere selskapsnavn) før det. CFO-en har ifølge børsen offisielt hatt rollen siden august 2022 samt fungert som konsulent for selskapet siden april 2022.

Til anførselen om *uforholdsmessighet og adgangen til å gjøre strukturendringer* er børsen uenig i selskapets forståelse av regelverket. Børsen mener den har utøvd et bredt skjønn med hensyn til de grunner som kan tilsi strykning, og at det ikke er en forutsetning at det foreligger grove og vedvarende brudd på regelverk. Dette er ikke avgjørende for en forholdsmessighetsvurdering. Oslo Børs viser videre til at veiledningen til børsens regelverk gir uttrykk for at regelverket ikke skal praktiseres slik at strukturendringer på en urimelig måte blir vanskeliggjort. Samtidig er det der gitt uttrykk for at der en fusjon i realiteten innebærer en ny notering av virksomhet, som ellers ikke tilfredsstiller opptaksvilkårene, skal utsteder strykes og eventuelt henvises til notering på handelsplassen Euronext Expand. Børsen viser til at selskapet har gjennomført salg av virksomhet og har til hensikt å gjennomføre

virksomhetssammenslåing med annen utsteder, samt at Univid i ettertid har inngått avtale om reverse takeover. I lys av dette mener børsen selskapet vil endre virksomhet og ikke anses egnet for videre notering, og på bakgrunn av dette vil ikke en strykning være uforholdsmessig.

Til anførselene om at *Univid ikke er gitt tilstrekkelig tid* til å gjennomføre en ønsket strukturendring, mener børsen det sentrale er hva som er planlagt virksomhet for selskapet etter salg av virksomhet. Der det planlegges en virksomhetssammenslåing samtidig som all vesentlig virksomhet er solgt ut, gir det klare indikasjoner på såkalt «reverse takeover». Børsen mener derfor fristen selskapet fikk til 1. september 2023 med å gi oppdatering og nærmere redegjørelse for fortsatt notering, var velbegrunnet. Børsen bemerker også at den først nesten to måneder senere traff vedtak om strykning, etter at selskapet var gitt anledning til å gi informasjon. Børsen bemerker videre at avtalen med SEEYOU ble initiert først etter strykningsvedtaket var fattet 27. oktober 2023. Til anførselen om forholdet knyttet til SPAC-er uttaler børsen at dette er irrelevant, siden slike selskaper er spesiallaget med en struktur som er hensiktsmessig nettopp med formålet om å gjøre dem egnet for notering. Etter børsens vurdering kan ikke det sammenlignes med en notert utsteder som selger unna sin virksomhet og nå fremstår som et tomt skall. Oslo Børs bemerker dessuten at investorer i SPAC-tilfeller bestemt investerer i en SPAC, samt at Oslo Børs ikke har et regime for SPAC-er eller aksepterer opptak av SPAC-er.

Når det gjelder anførselene om at *strykning vil være en vesentlig ulempe for Univids aksjonærer*, bemerker børsen at det vil være relevant å se hen til størrelsen på aksjonærenes aksjepost når det vurderes om strykning vil utgjøre en vesentlig ulempe, selv om dette alene ikke er avgjørende. Børsen nevner at aksjonærene som eier aksjer for under NOK 10 000 i snitt eier aksjer verdt NOK 686, basert på informasjonen per 20. november 2023, og at disse utgjør ca. 94 % av aksjonærene. Aksjeeiere som eier aksjer verdt under NOK 10 000 skal ikke telle med i en vurdering av om selskapet har tilstrekkelig antall aksjonærer. Basert på dette mener børsen det er lagt tilstrekkelig vekt på hensynet til mindre aksjonærer. Børsen viser i denne forbindelse til Børsklagenemndsaken om Evry, der nemnden fant at aksjene kunne strykes, selv om sakene har begrenset med likheter. Børsen fremhever at saken illustrerer at strykning kan iverksettes selv om det er et visst antall aksjonærer i selskapet, at vurderingen må være bredere enn antallet aksjonærer alene, samt at verdien av beholdningen er relevant i vurderingen av om strykning kan gjennomføres.

Til aksjonærgruppens merknad om manglende informasjon i forkant av strykningen, mener Oslo Børs det har vært et sentralt poeng at alle aksjonærer skal få samme informasjon til samme tid. Børsen antar at mer innledende informasjon om strykning uansett ville hatt samme effekt på kursen. Strykning skulle uansett først skje etter seks uker, noe som gir aksjonærene tid til å vurdere konsekvensene av strykning og hvordan de forholder seg til dette.

Til aksjonærgruppens merknader om selskapets tidligere endringer i strategi og virksomhet, viser børsen til at det ikke er gitt at minoritetsaksjonærers interesser reflekteres i generalforsamlingsbeslutninger der flertallet styrer. Videre nevner børsen at salget av



eksisterende virksomhet 8. april 2023 ikke ble behandlet av generalforsamlingen, tross størrelsen på transaksjonen og at avtalen var med daværende nærstående til selskapet.

Til Univids anførsler om betydningen av MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c, mener Oslo Børs at Univid på tidspunktet for strykingsvedtaket ikke var «involved» i en slik transaksjon som forordningen er ment å gjelde. Børsen viser til at den har forstått det slik at det var innledende forhandlinger om virksomhetssammenslåing, men at børsen ikke ble varslet om dette, verken i redegjørelsen 5. oktober 2023 eller på et senere tidspunkt etter at det var kjent at børsen vurderte Univids egnethet for notering. Markedsovervåkingen er ikke blitt varslet om at det foreligger innsideinformasjon. Børsen mener det ikke kan være slik at enhver innledende forhandling omfattes av artikkel 80 nr. 1 bokstav c. Børsen mener videre at forordningens bestemmelse ikke kan være ment å utelukke strykning av selskaper når dette medfører at selskap som ikke oppfyller minimumskrav for opptak, gjøres tilgjengelig for handel. Det vil i så fall legge til rette for omgåelse av reglene om opptak av nye selskaper, noe børsen mener ikke vil være i tråd med formålet med verdipapirhandelloven. Børsen nevner også at avtalen om virksomhetssammenslåing med SEEYOU ble inngått etter at strykingsvedtaket var blitt fattet, og at det ikke kan være meningen at utstedere skal kunne trenere strykingsbeslutninger på denne måten. Til klagers anførsel om at opprettholdelse av noteringen av foretaket var en vesentlig forutsetning for investorer som deltok i en emisjon i april 2023, bemerker børsen at investorene må bære risikoen for en slik investering i et selskap uten virksomhet hvor videre notering ikke var klarlagt eller bekreftet.

Børsen mener det ikke foreligger *usaklig forskjellsbehandling*. Børsen viser til at strykningen må vurderes på bakgrunn av det som har aktualisert strykningen. Det er ikke gitt at konklusjonen i én sak uten videre er relevant i en annen sak. Børsen viser til at Univid er i en særlig situasjon ved gjentatte ganger å ha vært ilagt kritikk, ikke oppfylt vesentlige opptaksvilkår og ved at selskapet kontinuerlig har vist til at det skal gjøres en virksomhetssammenslåing.

### **7.3 Merknader til klagers anførsler om saksbehandlingsfeil**

Oslo Børs mener, når det gjelder *manglende kontradiksjon og forhåndsvarsel*, at Univid allerede ved første tilbakemelding på redegjørelse for fortsatt notering ble gjort oppmerksom på at strykning var en potensiell konsekvens dersom det ikke ble fremlagt dokumentasjon på at selskapet oppfyller opptaksvilkårene. Børsen mener foretaket har hatt lengre tid og mulighet til å uttale seg, og at selskapet særlig hadde incentiv til det etter å ha oversittet fristen 1. september 2023. Selskapet ble dessuten gitt anledning til å gi ytterligere informasjon etter fristoversittelsen. Børsen mener selskapet i tilbakemeldingen 5. oktober 2023 ikke ga opplysninger av betydning, sammenlignet med situasjonen per 17. april 2023, noe børsen mente gjorde det nødvendig å iverksette tiltak.

Når det gjelder anførselen om drøftingsplikten i Regelbok II punkt 2.11.2(5), mener børsen utgangspunktet er at utstederen skal gis informasjon om at Oslo Børs vurderer å stryke selskapet og gis anledning til å komme med innspill til dette. Det kan ikke forstås som en diskusjon om man skal stryke eller ikke, men at det skal kommuniseres at det potensielt vil



iverksettes strykning. Til dette kan selskap komme med innvendinger, og Oslo Børs «kan» etter dette sette frist for å gjennomføre tiltak. Børsen viser til at strykning var varslet som mulig konsekvens ved første tilbakemelding på redegjørelse for fortsatt notering, datert 5. mai 2023. Frist ble gitt til 1. september 2023 med å sende dokument som tilsvarer opptakssøknad. Det forelå ikke ytterligere informasjon innen fristen, og Oslo Børs ba om ytterligere informasjon 14. september 2023 for å gjøre en nærmere vurdering. Også her ble det bedt om informasjon som ville være relevant i en strykningsvurdering. Den pågående transaksjonen som det er vist til i klagen, ble heller ikke nevnt i brevet 5. oktober 2023 eller f.eks. gitt Markedsovervåkingen med sikte på utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon, og børsen er derfor ikke enig i at saken ikke var tilstrekkelig opplyst til at vedtak kunne treffes. Børsen mener selskapet hadde incentiv og forutsetninger for eventuelt å gi nærmere informasjon. Når dette ikke ble gitt, måtte børsen bygge vurderingene på bakgrunn av de forholdene som forelå per 5. oktober 2023.

Oslo Børs kan ikke se at det foreligger grunnlag for å konstatere at børsen ville hatt et annet grunnlag for sin beslutning om strykning. Subsidiært, for det tilfelle at Børsklagenemnden finner at det foreligger saksbehandlingsfeil, mener børsen disse er reparert ved klagebehandlingen og at samtlige opplysninger er belyst og vurdert, uten at dette har hatt innvirkning på Oslo Børs' beslutning.

## **8. UNIVIDS MERKNADER 3. DESEMBER 2023 TIL BØRSENS BREV 24. NOVEMBER 2023**

### **8.1 Overordnede merknader**

Univid innga 3. desember 2023 kommentarer til Oslo Børs' brev 24. november 2023. Univid mener børsen i brevet oppstiller et nytt grunnlag for strykningen av Univids aksjer, nærmere bestemt som følge av at «bakkørsnoteringer» ikke kan aksepteres. Klager legger til grunn at det med «Reverse Takeover» (RTO) er ment det samme som en «bakkørsnotering». Univid mener RTO-er har vært allment akseptert av børsen i lang tid, og at vedtaket derfor utgjør en vesentlig endring i forhold til tidligere etablert praksis. En endring av praksis vil etter klagers syn utgjøre usaklig forskjellsbehandling, være vilkårlig og kreve generell endring av børsens regelverk, i tillegg til å svekke tilliten til verdipapirmarkedet. Univid mener praksisendringen fremstår som særlig vilkårlig når børsen anføres å ha oppfordret Univid 5. mai 2023 til å gjennomføre en «business combination» og sende inn en opptakssøknad.

Klager henviser til en rekke konkrete oppkjøp, som også inkluderer tilfeller der selskaper har skiftet «fullstendig» karakter. Univid mener oppkjøp av SEEYOU ikke er et tilfelle der kjøperselskapet endrer «fullstendig» karakter, siden Univid anføres å være et innovativt teknologiselskap innen blokkjedeteknologi, mens det sammenslåtte selskapet vil være et innovativt teknologiselskap innen kunstig intelligens, ved bruk av bl.a. blokkjedeteknologi. Klager nevner også at det ikke er nødvendig å endre formålsbeskrivelsen i Univids vedtekter.

Når det gjelder børsens vurderinger av at transaksjonen vil utgjøre en omgåelse av opptaksreglene, viser klager til reglene om fortsatt notering, der børsen kan beslutte at alle sider ved en ordinær opptaksprosess skal følges, børsen kan sette vilkår for fortsatt notering og utsteder må offentliggjøre et prospekt godkjent av Finanstilsynet før de nye aksjene som utstedes i RTO-en tas opp til notering. I den forbindelse nevnes det at unntak fra prospektkravene for «exchange offers»/«mergers» ikke lenger gjelder, jf. forordning (EU) 2017/1129 (prospektforordningen) artikkel 1 nr. 5 bokstav e og f og forordning (EU) 2019/2115. Klager mener derfor det ikke er riktig at børsen ikke kan gjøre en forsvarlig vurdering og at investorene ikke får nødvendig informasjon. Klager mener derfor børsens mothensyn mot RTO-er ikke gjør seg gjeldende, og at det heller ikke foreligger noen omgåelse siden utsteder må gjennom de samme kontrollrutinene og informasjonshåndtering som ved ordinære opptaksprosesser.

## **8.2 Oppfyllelse av opptaksvilkår**

Klager går deretter over til å redegjøre for hvordan Oslo Børs' opptaksvilkår vil oppfylles før de nye aksjene som utstedes i transaksjonen med SEEYOU vil bli tatt opp til notering. Når det gjelder *kravet til antall aksjonærer* med aksjer verdt minst NOK 10 000, nevner klager at det er planlagt en emisjon i forbindelse med transaksjonen med SEEYOU. Univid anfører at emisjonen vil tilføre nødvendig likviditet og øke antallet aksjonærer med aksjer verdt minst NOK 10 000. Klager nevner at et vedtak om fortsatt notering av det sammenslåtte selskapet kan gjøres betinget av at kravene til antall aksjonærer og likviditet oppfylles innen en gitt frist. Klager anfører at dette er helt alminnelig i forbindelse med noteringssaker, og at det vil være inkonsistent om det ikke kan gjøres i denne saken også. Klager mener *kravet til historikk* er oppfylt, men angir at selskapet vil være interessert i en overføring av notering til Euronext Expand om børsen skulle komme til at kravet ikke er oppfylt.

## **8.3 Rettslige utgangspunkter**

Til børsens uttalelser om de rettslige utgangspunktene bemerker klager at reglene i verdipapirhandelloven § 12-3(1) og Regelbok II punkt 2.11.2(1) bestemmer at strykning ikke kan skje om de kan ventes å medføre vesentlig ulempe for aksjonærene. I tillegg begrenses myndighetsutøvelsen av alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper. Dette innebærer at det må gjøres forsvarlige forholdsmessighetsvurderinger og ikke foretas usaklig forskjellsbehandling. Klager er videre uenig i børsens vurdering av at ikke også tidligere stadier av en transaksjonsprosess enn signert avtaleverk er omfattet av MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c.

## **8.4 Vurdering av strykning**

Klager redegjør deretter nærmere for de konkrete forhandlingene som pågikk i forbindelse med det som ellers er omtalt som den terminerte transaksjonen med [REDACTED], som ble terminert som følge av strykningsvedtaket 27. oktober 2023. Klager anfører at ledelsen i begge selskaper var av den oppfatning at man nærmet seg en intensjonsavtale med signering etter et planlagt styremøte 6. november 2023. Klager anfører at disse forhandlingene var tilstrekkelig konkrete og fremskredet til at Univid var «involved» i en «corporate transaction» på dette

tidspunktet. Klager bemerker at det nå uansett foreligger en signert avtale mellom Univid og SEEYOU som etter klagers oppfatning medfører at artikkel 80 nr. 1 bokstav c gjelder.

Klager er uenig med børsen om i hvilken grad det er skjedd brudd på relevant regelverk. Når det gjelder børsens merknader til styre- og ledelsessammensetningen, bemerker klager at disse vil skiftes ut i sin helhet i forbindelse med transaksjonen med SEEYOU, og at Oslo Børs må vurdere den aktuelle situasjonen i forbindelse med transaksjonen.

Til forholdsmessighetsvurderingen understreker klager at det etter deres syn ikke foreligger tungtveiende hensyn som taler for strykning, under henvisning til at tidligere brudd på regelverket er lite relevante ved vurderingen av nå-situasjonen. Videre anføres det at manglende oppfyllelse av opptaksvilkår enkelt kan repareres, herunder ved betingede vedtak om fortsatt notering eller eventuelt overføring til Euronext Expand. Univid mener også det i forholdsmessighetsvurderingen taler mot strykning at det etter klagers syn er skjedd betydningsfulle saksbehandlingsfeil.

Klager anfører at hensynet til aksjonærene bør tillegges større vekt enn de hensyn børsen har fremsatt og vektlagt i strykningsvedtaket og det senere brevet 24. november 2023. Klager viser til at det ikke er noen aksjonærer som har uttrykt misnøye overfor Univid om fortsatt notering og gjennomføring av transaksjonen. Det påpekes også at annonsering av transaksjonen med SEEYOU førte til kursoppgang.

Klager anfører for øvrig at børsens vurdering av salget av de amerikanske selskapene i april 2023 ikke er korrekt – Univids styre vurderte at virkelig verdi av disse aksjene utgjorde USD 1, noe som er langt under terskelverdien i allmennaksjeloven § 3-10 flg., og det var derfor ikke krav om godkjenning fra generalforsamlingen. Senere konkurs i den avhendede virksomheten viser etter klagers oppfatning at styrets verdivurdering var korrekt.

Klager fastholder at vedtaket utgjør usaklig forskjellsbehandling av Univid. Samtidig har klager enkelte bemerkninger rundt prosessen der børsen i brev 5. mai 2023 ba Univid gjennomføre en «business combination» og sende inn en opptakssøknad innen 1. september 2023. Univid nevner at selskapet 11. mai og 22. august 2023 ba om en lengre frist og også har redegjort for at fristen på fire måneder ikke gir tilstrekkelig tid til å gjennomføre f.eks. en fusjon. Klager mener børsens begrunnelse om å sette frist for innsending av opptakssøknad til 1. september 2023 under referanse til selskapets plan om å gjennomføre en RTO og planlagt utdeling av eksisterende virksomhet fremstår oppkonstruert, siden Univid anføres ikke å ha hatt noen plan om å foreta noen utdeling i mai 2023.

## **8.5 Saksbehandlingsfeil**

Klager er uenig med børsen i spørsmålet om saksbehandlingsfeil. Når det gjelder spørsmålet om forhåndsvarsel viser klager til uttalelser 5. mai 2023 om at strykningsprosess «vil bli vurdert iverksatt» og uttalelser 14. september 2023 om at «som forespeilet vil Oslo Børs nå gjøre en nærmere vurdering». Univid anfører at de ikke var varslet om eller hadde foranledning til å forstå at strykning var et nært forestående utfall, noe Univid mener vises

med tydelighet av selskapets brev til Oslo Børs 5. oktober 2023, herunder i lys av møtet 18. september 2023 og manglende korrigerende av selskapets inntrykk fra børsens side.

Univid anfører at manglende forhåndsvarsling lett fører til ugyldighet, som følge av at manglende muligheter til å korrigere feil og skjevheter i saksgrunnlaget lett påvirker resultatet. Univid viser konkret til at et forhåndsvarsel fra børsen ville gitt grunn til å gi børsen informasjon om de pågående forhandlingene med █████ som endte i den terminerte transaksjonen. Klager anfører at denne feilen ikke kan repareres via etterfølgende begrunnelser.

For øvrig deler ikke klager børsens vurdering i brevet 24. november 2023 av at Univid er gitt mulighet til å rette de forholdene som begrunner et strykingsvedtak. Univid viser til at de ble kjent med forholdene som børsen mener begrunner vedtaket først i vedtaket 27. oktober 2023.

Klager er heller ikke enig i at det er klager som hadde incentiv til å opplyse saken (jf. over om manglende forhåndsvarsling), men viser til at forvaltningsloven § 17 bestemmer at det er forvaltningsorganet som skal sørge for sakens opplysninger. Forhandlingene med █████ om en virksomhetssammenslåing ble ikke ansett å være innsidainformasjon.

Til spørsmålet om ugyldighet anfører klager at en «tommelfingerregel» er at jo mer inngripende et vedtak er, og jo grovere feilen er, desto større grunn er det til å kjenne vedtaket ugyldig, selv når det er lite sannsynlig at feilen kan ha påvirket resultatet. Klager gjentar at det er begått betydningsfulle saksbehandlingsfeil i et vedtak av svært inngripende karakter, samtidig som børsen allerede anføres å ha påført Univid uopprettelig skade. Klager anfører at dersom vedtaket blir stående, vil det skade tilliten til verdipapirmarkedet og interessene til utstedere og dets aksjonærer. Tilliten til verdipapirmarkedet tilsier etter klagers syn at børsen gis et sterkt incentiv til å følge relevante saksbehandlingsregler, og at ugyldige vedtak ikke kan repareres ved at utstedere varsles om vedtak og begrunnelse etter at vedtak er fattet.

## **9. BØRSENS MERKNADER 6. DESEMBER 2023 TIL UNIVIDS MERKNADER 3. DESEMBER 2023**

### **9.1 Merknader til anførsler fra klager**

I et skriv 6. desember 2023 kommenterer Oslo Børs klagers merknader 3. desember. Børsen mener det ikke er fremsatt nye vesentlige opplysninger i brevet 3. desember 2023, men knytter enkelte kommentarer til innsigelsene som er reist. Oslo Børs viser til at den mer inngående vurderingen i brevet 24. november 2023 ikke representerer et nytt grunnlag for strykningen, men er nødvendig som følge av de etterfølgende forholdene børsen ble kjent med ved offentliggjøring av avtalen mellom Univid og SEEYOU 7. november 2023.

Oslo Børs fremholder at det ved en RTO ikke er grunnlag for forsvarlig kontroll med utstedere når selskaper gjøres tilgjengelig ved slik transaksjon. Det gjøres ikke en forutgående kontroll av utsteder, og Oslo Børs er henvist til en etterfølgende kontroll som medfører at det

må fattes vedtak om strykning i etterkant. Dette er verken praktisk eller ønskelig og definitivt ikke i samsvar med alminnelige prosedyrer for opptak til notering. Børsen er ikke enig i at slik praksis krever endringer i gjeldende regelverk. Børsen mener reglene om fortsatt notering ved større transaksjoner har et fornuftig virkeområde der f.eks. noterte selskaper vokser betydelig eller der virksomheten endrer karakter. Børsen kan ikke forstå at regelverket ubetinget også skal omfatte nye noteringer gjennom tomme «skallselskaper». Børsen mener regelverket for fortsatt notering gjøres uten innhold og betydning dersom transaksjoner skal kunne gjennomføres uten at det iverksettes strykning i tilfeller der opptaksvilkår ikke er oppfylt og et fullstendig nytt og unotert selskap skal kunne bli børsnotert gjennom å bli overtatt av et tomt skallselskap. Børsen mener en slik fratakelse av et av Oslo Børs' viktige og sentrale virkemidler for å forhindre at selskaper som på generell basis ikke oppfyller opptakskravene, tas opp til handel, vil være skadelig for markedet og investorbeskyttelsen. Børsen bemerker at transaksjonen med SEEYOU kommer i tillegg til de grunnene som er inntatt i vedtaket om strykning av 27. oktober 2023.

Børsen viser også til uttalelser fra SEEYOU til selskapet 27. oktober 2023 for å underbygge at det som søkes oppnådd, er en omgåelse av børsens regelverk og prosedyrer for å bli børsnotert, samt at inngåelse av transaksjonen er gjort for å trenere børsens strykningsvedtak. Børsen bemerker også at siden SEEYOU har deltatt på Euronexts «IPORReady kurs», kjenner nok selskapet til at det på generell basis ikke fyller vilkårene for å bli hovedlistenotert, samtidig som det vet at børsen har konkret kunnskap om vilkårene.

Når det gjelder usaklig forskjellsbehandling, bemerker børsen at det er eksempler på selskaper som har stoppet planlagte transaksjoner etter dialog med børsen, og tilfeller der selskap ikke har fått godkjent videre notering etter en RTO. Uansett har børsen enkelte negative erfaringer med selskaper som «rygger inn» på børsen, og det nevnes også at børsdirektøren har uttalt seg i media om at praksisen rundt «bakkørsnoteringer» skal skjerpes, basert på erfaringer. Børsen karakteriserer videre det foreliggende tilfellet som en av de mer ekstreme prosessene for videre notering som børsen har opplevd med tanke på manglende materielt innhold i «skallet» (Univid). Børsen mener en videreføring av en slik ekstremvariant av «rygging inn på børsen» ikke vil være en beskyttelsesverdig interesse verken børsen eller markedet er tjent med.

Til anførselen om at manglende oppfyllelse av opptaksvilkår ikke er tilstrekkelig tungtveiende, bemerker børsen at kjernen av regelverket for fortsatt notering er at selskaper ikke skal gjøres tilgjengelig ved transaksjon hvor opptaksvilkårene ikke er oppfylt og hvor det fremstår som en omgåelse av opptaksvilkår. Børsen mener det må være en forutsetning hvor det gjøres opptak ved såkalte RTO-er at opptaksvilkårene klart kan konstateres oppfylt, noe de ikke kan her. Oslo Børs bemerker også at regelverket ikke åpner for at utstedere som ikke er egnet for notering på en av børsens handelsplasser bare kan overføres til en annen handelsplass.

Børsen deler ikke selskapets vurdering av at den «oppfordret» selskapet til å gjennomføre en «business combination», og siterer fra e-post 5. mai 2023 fra børsen til selskapet. Børsen



tydeliggjør også at det med kritikk gitt av markedsovervåkningen, er siktet til at DLTx gis kritikk for flere forhold i en kort periode i brev av 24. august 2023.

## **9.2 Merknader om Univids kommunikasjon til børsen og markedet**

Oslo Børs refererer også til tilsynelatende avvikende informasjon gitt av selskapet om den planlagte/terminerte transaksjonen med [REDACTED]. Nærmere bestemt vises det til forholdet mellom uttalelser gitt til media fra styreleder i Univid, sammenlignet med tilbakemeldinger gitt fra Univid til Markedsovervåkningen 14. november 2023 knyttet til spørsmålet om det forelå innsideinformasjon som ikke var varslet til Markedsovervåkningen. Det vises også til omtale i en e-post 6. november 2023. Omtalen sammenlignes med merknadene fra selskapet 3. desember 2023. Oslo Børs mener det umiddelbart synes som at Selskapet på varierende måte beskriver hvor langt transaksjonen var kommet avhengig av mottaker. Oslo Børs fremholder, på samme måte som i brev 24. november 2023, at det må kreves noe mer konkret for at selskap skal anses «involved» in «corporate transaction» (jf. MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c), herunder at relevant avtaleverk er signert og at det er utestående steg før transaksjonen er gjennomført. Subsidiært, som et klart minimum, mener Oslo Børs at det i hvert fall må foreligge slik konkret informasjon som gjør at forholdet anses for å utgjøre innsideinformasjon.

## **10. UNIVIDS KOMMENTARER 7. DESEMBER 2023 TIL BØRSENS MERKNADER 6. DESEMBER**

Univid ga 7. desember 2023 merknader til børsens merknader 6. desember 2023. Her poengterer klager at børsen ikke klargjør hvilke praktiske og reelle ulemper som gjør seg gjeldende ved en etterfølgende kontroll i henhold til reglene om fortsatt notering sammenlignet med en ordinær opptaksprosess. Univid mener videre reglene om fortsatt notering har en betydelig realitet selv om notering videreføres i tilfeller der transaksjonen i realiteten innebærer ny notering. Klager viser til at børsen kan beslutte at alle sider ved en opptaksprosess skal komme til anvendelse i saker om fortsatt notering etter vesentlige transaksjoner, der notering opprettholdes om vilkårene er tilfredsstillt, eller utsteder strykes dersom vilkårene ikke er oppfylt. Univid mener videre en mulighet er å plassere utsteder i «Recovery Box» i perioden der pågående prosesser medfører usikker prising av utsteder, i tilfeller der børsen vurderer strykning eller fortsatt notering. Klager mener derfor det ikke foreligger en viktig begrunnelse for hvorfor utstedere ikke kan gjennomføre RTO-er.

Klager deler videre ikke Oslo Børs' vurdering av mulighetene for å bytte handelsplass til Euronext Expand eller Euronext Growth, og henviser bl.a. til Oslo Børs' veiledning til Regelbok II punkt 4.7.1(1).

Klager mener det åpenbart ikke kan tillegges vekt hva børsdirektøren har uttalt til media. Univid ser heller ikke relevansen av SEEYOUs kommentarer til børsen. Univid anfører at SEEYOU overfor Univid bare har uttrykt at de oppfyller opptaksvilkårene, og at SEEYOU ikke ønsker å omgå noe regelverk, men gjennomføre en ordinær prosess i henhold til reglene om fortsatt notering og tidligere praksis. Dette anføres å være i tråd med Univids ønske.

Til børsens merknader om usaklig forskjellsbehandling hevder Univid å ha konkret kunnskap om flertallet av de nevnte sakene og mange av disse gjelder utstedere med virksomhet uten nevneverdig aktivitet og verdi sammenlignet med transaksjonsmotparten, og ofte med en virksomhet som skiller seg vesentlig eller fullstendig fra utsteders eksisterende eller tidligere virksomhet.

Klager gjentar at kommunikasjonen fra børsen i mai 2023 anses som en oppfordring til å gjennomføre en «business combination», og at den i alle fall må forstås slik at børsen ikke anså det særskilt problematisk at Univid ønsket å gjennomføre noe slikt.

Klager er ikke enig i at det er et motsetningsforhold mellom det som er opplyst om den terminerte transaksjonen til Noteringsavdelingen og det som er opplyst til Markedsovervåkningen. Univid mener videre at spørsmålet om selskapet var «involved» i en «corporate transaction», er et helt annet vurderingstema enn om det forelå innsideinformasjon.

## **11. BØRSENS VURDERINGER I KLAGEOMGANGEN**

Børsen vedtok 11. desember 2023 å opprettholde strykningsvedtaket av 27. oktober. Børsens vurderinger er i all hovedsak gjengitt allerede. I stadfestelsesvedtaket oppsummeres børsens vurdering av saken slik:

«Samlet er Oslo Børs av den oppfatning at Selskapet ikke er egnet for videre notering på Oslo Børs, verken på tidspunktet for strykning og heller ikke etter inngåelse av transaksjonsavtale med Seeyou, slik vurdert i Strykningsvedtaket, Tilsvaret og Oslo Børs' merknader. Oslo Børs finner ikke at det er fremsatt opplysninger i sakens dokumentasjon som tilsier at vedtaket må oppheves eller omgjøres.»

## **12. SENERE MERKNADER I KLAGESAKEN**

### **12.1 Merknader fra klager 15. desember 2023**

I merknader inngitt 15. desember 2023 gjentar klager anførsler fremmet tidligere i prosessen. Det dreier seg om påståtte saksbehandlingsfeil og materielle feil ved vedtaket, i tillegg til at børsens atferd med korte frister og påståtte endringer av regelverk med tilbakevirkende kraft gjennom praksis også må tillegges stor vekt ved nemndens vurdering av klagen.

Univid anmoder om at Børsklagenemnden omgjør strykningsvedtaket og instruerer Oslo Børs om å gi Univid en frist på seks måneder fra avgjørelsen av saken til å gjennomføre en transaksjon som medfører at det sammenslåtte selskapet igjen oppfyller noteringsvilkårene. Subsidiært anmodes nemnden om å oppheve strykningsvedtaket.

Det opplyses også om etterfølgende forhold oppstått etter børsens oversendelse av saken til Børsklagenemnden. 12. desember 2023 mottok Univid en hevingserklæring fra SEEYOU, som Univid ikke motsatte seg. Etter klagers oppfatning viser dette at Oslo Børs har påført

Univid ytterligere skade ved at nok en transaksjon er bortfalt. Univid opplyser også at søket etter en partner for virksomhetssammenslåing er gjenopptatt, og dette er grunnen til at de ber nemnden om å få frist på seks måneder til å gjennomføre en transaksjon som medfører at det sammenslåtte selskapet igjen oppfyller noteringsvilkårene. Som følge av hevingen av SEEYOU-transaksjonen, opprettholder ikke selskapet anførselene knyttet til selskapets oppfyllelse av noteringsvilkår gjennom en transaksjon med SEEYOU.

Klager nevner avslutningsvis at dersom de vinner frem med sitt syn, vil de be om erstatning for påløpte sakskostnader, jf. verdipapirforskriften § 12-8.

### **12.2 Børsens merknader 20. desember 2023**

Oslo Børs kan i merknader 20. desember 2023 ikke se at det fremkommer særlig nytt av Univids merknader 15. desember. Børsen understreker likevel at den ikke er ansvarlig for at intensjonsavtalen mellom SEEYOU og Univid ble terminert. Børsen viser til at avtalen ble inngått først etter, og som et resultat av, Oslo Børs' strykingsvedtak.

Utover ellers å henvise til tidligere anførsler, har Oslo Børs merknader til klagers anmodning om, prinsipalt, omgjøring eller, subsidiært, oppheving av strykingsvedtaket. Børsen kan ikke se at det foreligger grunner til at Univid skal innrømmes lengre tid enn det de allerede har fått. Børsen anfører at selskaper notert på børsens regulerte markeder skal ha virksomhet og ikke sette seg i en posisjon hvor all virksomhet opphører. Når det først inntreffer, mener børsen at selskapet ikke har krav på å forbli notert en lengre periode mens de finner noe nytt å gjøre. Børsen gjentar at det ikke finnes et SPAC-regime på Oslo Børs, og at regelverket om videre-notering ikke kommer som et substitutt for dette.

Avslutningsvis nevner børsen at Markedsovervåkningen på Oslo Børs 20. desember 2023 har sendt Univid et kritikkbrev. Kritikken gjelder 1) misvisende kommunikasjon til markedet i børsmelding publisert 29. oktober 2023, hvor Univid uttalte seg om Oslo Børs' strykingsvedtak, og 2) at Univid ikke har gitt sammenfallende og konsekvent informasjon til Oslo Børs vedrørende forhandlingene som ble avbrutt, herunder ved kommunikasjon til ulike avdelinger ved Oslo Børs. Oslo Børs mener dette underbygger at det er svakheter ved selskapets kompetanse med hensyn til å overholde løpende forpliktelser og forventninger som stilles til kommunikasjon fra noterte foretak. Det anføres også at dette underbygger at de kritikkverdige forholdene ved selskapets opptreden som er beskrevet i strykingsvedtaket 27. oktober 2023, ikke er blitt reparert.

### **12.3 Avsluttende merknader fra klager 22. desember 2023**

Klager er ikke enig i børsens anførsel om at børsen ikke foranlediget termineringen av avtalen mellom SEEYOU og Univid. Det vises til at transaksjonen var betinget av at Oslo Børs omgjorde strykingsvedtaket sitt, noe børsen ikke gjorde.

Klager har også merknader til Oslo Børs' kritikkbrev 20. desember, som blant annet referer til markedsmisbruksforordningens regler om forbud mot markedsmanipulasjon, jf. verdipapirhandelloven § 3-1 jf. forordning (EU) nr. 596/2014 artikkel 15 jf. artikkel 12 nr. 1

bokstav c. Univid anfører at kritikkbrevet er et forsøk på å dekke over egne saksbehandlingsfeil og vidløftiggjøre klagesaken. Klager mener det ikke er gitt inkonsistente opplysninger om status i forhandlingene mellom Univid og ██████, og at det heller ikke er gitt inkonsistente opplysninger til ulike avdelinger hos Oslo Børs eller gitt uriktig informasjon til markedet. Klager mener videre at den offentlige kritikken fra Oslo Børs ikke kan tillegges særlig vekt i strykingsvurderingen, under henvisning til at det er den mildeste reaksjonsformen til børsen, og at utstedere ikke gis adgang til kontradiksjon.

Klager mener børsmeldingen 29. oktober 2023 korrekt beskrev de faktiske forholdene. Klager mener det dermed ikke kan være tilfelle at Univid gjennom børsmeldingen ga falske eller villedende signaler om tilbud, etterspørsel eller pris på selskapets aksjer, jf. MAR artikkel 12 nr. 1 bokstav c. Klager er derfor uenig i at innholdet i børsmeldingen var egnet til å skape misforståelse rundt situasjonen og realiteten i forhandlingene om den terminerte transaksjonen med ██████.

Til merknadene i kritikkbrevet om selskapets korrespondanse med Oslo Børs, anfører selskapet at det svarte på det de ble bedt om. Univid viser til at Markedsovervåkningen kun ba om selskapets vurdering av bakgrunnen for hvorfor forhandlingene ikke utgjorde innsideinformasjon, og ikke en konkret og kronologisk redegjørelse for de faktiske forholdene. Klager mener motstykket til børsens forventning om at utstedere gir nødvendig, korrekt og presis informasjon, jf. Regelbok II punkt 2.8, må være at børsen klart formulerer de spørsmålene som dekker børsens informasjonsbehov. Under henvisning til at Oslo Børs «ikke har utfordret» selskapets vurdering av om forhandlingene om den terminerte transaksjonen utgjorde innsideinformasjon, mener selskapet det besvarte henvendelsen fra Markedsovervåkningen 3. november 2023 på en korrekt og presis måte.

Selskapets mer utfyllende kommentarer i brevet 3. desember 2023 til Noteringsavdelingen på Oslo Børs, var begrunnet i at selskapet skulle tydeliggjøre at det var «involved in a corporate transaction», jf. MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c. Vurderingstemaet er et annet enn om det foreligger innsideinformasjon og de bakenforliggende omstendighetene for de to redegjørelsene er også ulike. Klager mener det faller på sin egen urimelighet å hevde at det er kritikkverdig å gi mer opplysninger i en strykningssak enn etter en generell henvendelse fra børsen om en vurdering av om noe utgjør innsideinformasjon. Klager gjengir deretter i grove trekk informasjonen Markedsovervåkningen ved Oslo Børs mottok samt siterer fra brevet 3. desember 2023 til Noteringsavdelingen. Forskjellene i redegjørelsen oppsummeres slik:

- De fysiske møtene hadde foregått i utlandet;
- Dato for oversendelse av utkast til intensjonsavtale;
- Selskapet hadde inngått mandatavtale med Sparebank 1 Markets vedrørende den Terminerte Transaksjonen den 17. oktober 2023 (mandatavtalen var imidlertid omtalt i Børsmeldingen);
- Selskapet oversendte informasjon om norske tilbudspliktregler den 27. oktober 2023;

- Dato for planlagt styremøte hos motparten konkretiseres til den 6. november 2023 (som er uke 45); og
- Presisering av at [REDACTED] den 28. oktober 2023 ikke ønsket å gå videre med den Terminerte Transaksjonen.

Klager anfører at forskjellene kun er «nyanseringer av den aktuelle informasjonen». Fullstendig informasjon anføres uansett å være gitt til Oslo Børs, om enn til ulike avdelinger. Univid mener børsen forsøker å oppkonstruere en situasjon hvor Univid bevisst har tilbakeholdt vesentlig informasjon til børsen hvor det ikke er tilfelle, og videre anfører Univid at børsen selektivt omtaler informasjon gitt i børsmeldingen 29. oktober 2023 knyttet til om det var inngått en intensjonsavtale fremfor en endelig avtale.

### **13. REVISORS FRATREDEN**

I e-post 4. januar 2024 ble Børsklagenemnden av Oslo Børs gjort oppmerksom på at Univids revisor 3. januar 2024 hadde varslet fratreden. Univid ble av børsen oppfordret til å gjøre nemnden kjent med brevet Univid mottok fra revisor. Univid sendte brevet (nummerert brev nr. 14 av 3. januar 2024), et brev fra Univid til revisor 5. januar 2024 og merknader om dette til Børsklagenemnden i e-post 5. januar 2024. Univid anfører at revisors varslede fratreden (som Univid er uenig i at det er grunnlag for) ikke er relevant for Børsklagenemndens vurdering av om vedtaket om strykning er ugyldig. Univid anfører videre at revisors beslutning om fratreden føyer seg inn i rekken av svært negative konsekvenser påført Univid som følge av børsens strykningsvedtak, noe Univid ber om at Børsklagenemnden tar i betraktning i sin behandling av klagen.

### **14. BØRSKLAGENEMNDENS BEMERKNINGER**

#### **14.1 Innledning – Børsklagenemndens prøving av vedtaket**

Saken som står til behandling er preget av en uvanlig omfattende saksbehandling, med en rekke skriftlige innlegg fra både Oslo Børs og fra klager, også i perioden saken har stått for Børsklagenemnden. Dette gir grunn til noen generelle kommentarer om Børsklagenemndens kompetanse og prøving av vedtaket.

Børsklagenemnden kan prøve alle sider av børsens vedtak, også det skjønne som Oslo Børs har utvist, jf. verdipapirforskriften § 12-3 første ledd. Børsklagenemnden utøver ikke bare en ren gyldighetskontroll av børsens vedtak, men kan treffe ny realitetsavgjørelse.

Saken skal regulært avgjøres på grunnlag av de saksdokumenter som foreligger når nemnden mottar klagesaken, jf. verdipapirforskriften § 12-5 sjuende ledd. Dette kan imidlertid ikke være til hinder for at Børsklagenemnden også tar hensyn til etterfølgende omstendigheter, jf. verdipapirforskriften § 12-5 første ledd, jf. forvaltningsloven § 34 annet ledd.

Børsklagenemnden vil derfor kunne ta i betraktning også faktiske omstendigheter som har inntruffet etter at Oslo Børs fastholdt sitt vedtak og oversendte saken til nemnden.



I saksbehandlingen for Oslo Børs bad Univid om at Oslo Børs omgjorde strykingsvedtaket. I brev 24. november 2023 fra Oslo Børs til Univid ble det gjort gjeldende at strykingsvedtaket måtte opprettholdes. Det var deretter videre saksbehandling for Oslo Børs, inntil børsen 11. desember 2023 vedtok at vedtaket om strykning ble opprettholdt, og saken ble oversendt til Børsklagenemnden. Ved vurderingen av om det foreligger saksbehandlingsfeil ved Oslo Børs' behandling, får dette den konsekvens at Børsklagenemnden må vurdere saksbehandlingen helt frem til vedtaket 11. desember 2023. Børsklagenemnden kommer tilbake til betydningen av dette.

## 14.2 Generelt om det relevante regelverket

Verdipapirhandelloven § 12-3 første ledd har følgende ordlyd:

«Markedsoperatøren kan suspendere eller stryke et finansielt instrument fra handel på det regulerte markedet hvis det ikke lenger tilfredsstillende det regulerte markedets vilkår. Markedsoperatøren kan likevel ikke suspendere eller stryke et finansielt instrument på det regulerte markedet hvis dette kan ventes å medføre vesentlig ulempe for eierne av instrumentet eller markedets oppgaver og funksjon.»

Tilsvarende regel er også tatt inn i Regelbok II punkt 2.11.2 første ledd.

Som man ser har bestemmelsen som et inngangsvilkår for strykning at det finansielle instrumentet «ikke lenger tilfredsstillende» børsens vilkår. Selv om inngangsvilkåret er oppfylt, kan ikke strykning skje dersom dette «kan ventes å medføre vesentlig ulempe» for aksjeeierne eller «markedets oppgaver og funksjon».

Bestemmelsen viderefører i det vesentlige den tidligere bestemmelsen i børsloven § 25. Børsloven § 25 hadde også som et eget kriterium for strykning at «særlige grunner» tilsa det. Dette kriteriet ble ikke videreført i verdipapirhandelloven § 12-3 første ledd, da departementet mente at vilkåret ikke hadde betydning utover de øvrige delene av bestemmelsen. Tidligere praksis knyttet til bestemmelsen er derfor relevant også etter endringen, jf. Prop. 77 L (2017-2018) punkt 7.3.5.

I 2014 vedtok EU nytt direktiv og forordning om markeder for finansielle instrumenter (direktiv 2014/65 MiFID II og forordning 600/2014 MiFIR). MiFID II suppleres bl.a. av delegert Kommissjonsforordning 2017/565 («MiFID II-forordningen»). Bestemmelsen i verdipapirhandelloven § 12-3 første ledd gjennomfører MiFID II artikkel 52, og utfylles av MiFID II-forordningen, som gjelder som forskrift gjennom henvisningen i verdipapirforskriften § 2-2 første ledd. Artikkel 80 nr. 1 og 2 i MiFID II-forordningen lyder som følger:

1. Ved anvendelse av artikkel 32 nr. 1 og 2 og artikkel 52 nr. 1 og 2 i direktiv 2014/65/EU skal en suspensjon eller fjerning av et finansielt instrument fra handel anses å kunne være til betydelig skade for investorenes interesser eller markedets ordnede virkemåte under minst følgende omstendigheter:

- a) dersom dette ville skape en systemrisiko som undergraver den finansielle stabiliteten, for eksempel når det er behov for å avvikle en dominerende markedsstilling, eller dersom oppgjørforpliktelser ikke ville bli oppfylt i et vesentlig omfang,
  - b) dersom fortsatt handel på markedet er nødvendig for å utføre kritiske risikostyringsfunksjoner etter handelen, når det er behov for å avvikle finansielle instrumenter som følge av mislighold hos et clearingmedlem i samsvar med en sentral motparts framgangsmåter ved mislighold, og en sentral motpart ville bli utsatt for en uakseptabel risiko som følge av manglende mulighet til å beregne marginkrav,
  - c) dersom utstederens økonomiske levedyktighet ville stå i fare, for eksempel når den deltar i en foretakstransaksjon eller framskaffelse av kapital.
2. For å avgjøre om en suspensjon eller fjerning vil kunne være til betydelig skade for investorenes interesser eller markedets ordnede virkemåte i hvert enkelt tilfelle, skal vedkommende nasjonale myndighet, en markedsoperatør som driver et regulert marked, eller et verdipapirforetak eller en markedsoperatør som driver en MHF eller en OHF, ta hensyn til alle relevante faktorer, herunder:
- a) markedets relevans med hensyn til likviditet, når tiltakenes følger sannsynligvis blir større på markeder som er viktigere for likviditeten, enn på andre markeder,
  - b) det planlagte tiltakets art, når tiltak med en vedvarende eller varig virkning på investorenes mulighet til å handle med et finansielt instrument på handelsplasser, for eksempel fjerning, sannsynligvis får en større innvirkning på investorer enn andre tiltak,
  - c) følgenvirkningene av en suspensjon eller fjerning av tilstrekkelig tilknyttede derivater, indekser eller referanseverdier som har det fjernede eller suspenderte instrumentet som underliggende eller bestanddel,
  - d) hvordan en suspensjon påvirker interessen til de sluttbrukerne på markedet som ikke er finansielle motparter, for eksempel foretak som handler med finansielle instrumenter for å sikre kommersielle risikoer.

Børsklagenemnden kommer tilbake til betydningen av MiFID II-forordningen artikkel 80 nedenfor.

### 14.3 Foreligger det saksbehandlingsfeil

#### 14.3.1 Manglende varsel og opplysning av saken

Univid har gjort gjeldende at selskapet aldri ble varslet om at Oslo Børs hadde til hensikt å fatte et strykingsvedtak og at børsen heller ikke sørget for at saken var tilstrekkelig opplyst før vedtaket om strykning ble fattet. Det gjøres gjeldende at det er begått betydningsfulle

saksbehandlingsfeil i et vedtak av svært inngripende karakter, og at dette medfører at børsens vedtak er ugyldig.

Børsklagenemnden finner at anførselene om saksbehandlingsfeil ikke kan føre frem.

Regelbok punkt 2.11.2 femte ledd har følgende ordlyd:

«Før det treffes vedtak om strykning, skal spørsmålet om strykning og hvilke tiltak som eventuelt kan iverksettes for å unngå strykning, drøftes med Utstederen. Kan det forhold som begrunner strykning rettes, kan børsen gi Utstederen en frist til å rette forholdet eller pålegge Utstederen å utarbeide en plan for at Utstederen igjen kan oppfylle vilkårene. Samtidig skal Utstederen gjøres kjent med at hvis forholdet ikke blir rettet eller det ikke legges fram en tilfredsstillende plan innen fristens utløp, vil de finansielle instrumentene bli vurdert strøket.»

Børsklagenemnden vil vise til at klager og børsen har hatt en lang dialog og prosess om grunnlaget for selskapets videre børsnotering, der spørsmålet om strykning av aksjene fra Oslo Børs har vært et tilbakevendende tema. Allerede høsten 2022 – som følge av at selskapet varslet at det hadde inngått en avtale om salg av det vesentlige av sin virksomhet – varslet børsen selskapet om at det var et alternativ å stryke aksjene fra notering.

I april 2023 varslet selskapet Oslo Børs om at det hadde inngått en ny avtale om salg av betydelig virksomhet, og at det ville forfølge andre «business combinations». Oslo Børs varslet i brev 5. mai 2023 til selskapet at børsen ville kreve at det ble gjennomført en full opptaksprosess etter at en slik «business combination» var klarlagt. Deretter står det i børsens brev:

«Strykningsprosess vil bli vurdert iverksatt dersom planlagt virksomhet videre ikke er ytterligere klarlagt innen 1. september 2023, og/eller dersom Selskapet ved planlagt virksomhet videre ikke oppfyller vilkårene for videre notering.»

I august 2023 bad selskapet om utsatt frist for tilbakemelding. Oslo Børs tok ikke anmodningen om fristutsettelse til følge. I brev 14. september 2023 til selskapet skrev Oslo Børs blant annet:

«Selskapet har per 14 september 2023 ikke fremsatt opptakssøknad eller ytterligere opplysninger i forbindelse med vurderingen av fortsatt notering, slik forespurt av Oslo Børs per e-post av 5. mai 2023. Som forespeilet vil Oslo Børs nå gjøre en nærmere vurdering av om Selskapet er egnet for fortsatt notering på Oslo Børs eller om Selskapet skal strykes fra notering, jf. Regelbok II punkt 2.11.2, jf. Verdipapirhandelloven § 12-3. Oslo Børs ber derfor om at Selskapet gir innspill innen 15 handelsdager dersom det er opplysninger som skal hensyntas i vurderingen av om Selskapet er egnet for fortsatt notering eller om det er tiltak som kan iverksettes for å unngå strykning, jf. Regelbok II punkt 2.11.2 (5).»

Univid innga innspill som forespurt i brev 5. oktober 2023. Deretter fattet Oslo Børs 27. oktober 2023 vedtak om å stryke aksjene.

Børsklagenemnden tar som utgangspunkt at selskapet allerede i mai 2023 – etter at selskapet hadde informert om at vesentlige deler av virksomheten var solgt – ble varslet av Oslo Børs om at en strykingsprosess ville bli vurdert dersom den planlagte nye virksomheten ikke var ytterligere klarlagt innen 1. september 2023. Børsklagenemnden mener dette ikke er en urimelig kort frist. Selskapet ble uansett gitt anledning til å klarlegge den videre driften også etter 1. september 2023.

Oslo Børs fulgte opp varselet fra mai 2023 i brev til selskapet 14. september 2023. Det står her blant annet:

«Selskapet har per 14 september 2023 ikke fremsatt opptakssøknad eller ytterligere opplysninger i forbindelse med vurderingen av fortsatt notering, slik forespurt av Oslo Børs per e-post av 5. mai 2023. Som forespeilet vil Oslo Børs nå gjøre en nærmere vurdering av om Selskapet er egnet for fortsatt notering på Oslo Børs eller om Selskapet skal strykes fra notering, jf. Regelbok II punkt 2.11.2, jf. Verdipapirhandelloven § 12-3. Oslo Børs ber derfor om at Selskapet gir innspill innen 15 handelsdager dersom det er opplysninger som skal hensyntas i vurderingen av om Selskapet er egnet for fortsatt notering eller om det er tiltak som kan iverksettes for å unngå strykning, jf. Regelbok II punkt 2.11.2 (5)».

Børsens brev er et klart varsel om at strykning er et aktuelt alternativ. Varselet ga selskapet oppfordring til å kommentere spørsmålet om det var grunnlag for fortsatt notering, noe selskapet også gjorde i brevet 5. oktober 2023. Det kan ikke kreves at børsen varsler en mulig strykning noe ytterligere eller utarbeider et foreløpig vedtak om strykning. Slike krav kan ikke utledes verken av det børsrettslige regelverket eller av alminnelige forvaltningsrettslige prinsipper. Etter forvaltningsloven § 16 andre ledd skal et forhåndsvarsel til et enkeltvedtak «inneholde det som anses påkrevd for at parten på forsvarlig måte kan vareta sitt tarv». Børsens ulike varsler i denne saken oppfyller disse kravene.

Etter Regelbok II punkt 2.11.2 femte ledd skal spørsmålet om strykning «drøftes» med selskapet. I dette tilfellet har Oslo Børs flere ganger bedt om informasjon om den planlagte videre virksomheten og om opplysninger som kan ha betydning for spørsmålet om fortsatt notering. Det er etter det opplyste også avholdt et møte mellom Oslo Børs og selskapet i september 2023. Noen ytterligere drøfting utover dette kan ikke kreves.

I brevet 5. oktober 2023 fra Univid, heter det at selskapets forståelse er at Oslo Børs «ikke har igangsatt drøfting med utsteder om strykning (verken i brevet mottatt 14. september 2023 eller på annen måte) i henhold til Oslo Regelbok II punkt 2.11.2 (5)». Børsklagenemnden vil bemerke at god forvaltnings- og saksbehandlingsskikk tilsier at Oslo Børs burde ha kommentert denne forutsetningen før børsen fattet sitt vedtak.

Børsklagenemnden vil imidlertid påpeke at Oslo Børs' endelige vedtak om ikke å omgjøre sitt opprinnelig vedtak om strykning, først ble fattet 11. desember 2023. Vedtaket om strykning er

fortsatt ikke iverksatt. Univid har dermed også i tiden etter børsens opprinnelige vedtak hatt full anledning til å fremlegge dokumentasjon for Oslo Børs – og nå Børsklagenemnden – for å underbygge at vilkårene for fortsatt notering foreligger og for at det ikke er grunnlag for å stryke selskapets aksjer. Børsens manglende tilbakemelding til selskapet på forutsetningen det tok i brevet 5. oktober 2023, kan derfor uansett ikke gis avgjørende betydning for børsens vedtak 11. desember 2023.

Basert på den prosessen som er gjengitt ovenfor er det også klart at Oslo Børs har oppfylt sin plikt til å opplyse saken. Børsklagenemnden bemerker at selskapet – basert på varslene fra Oslo Børs – også hadde klar oppfordring til å informere børsen om status på eventuelle forhandlinger selskapet var i om virksomhetssammenslåinger.

#### *14.3.2 Usaklig forskjellsbehandling*

Klager har gjort gjeldende at børsens vedtak innebærer usaklig forskjellsbehandling. Klager har behandlet dette under sakens materielle spørsmål. Børsklagenemnden finner det mer naturlig å se dette som en del av saksbehandlingen.

Selskapet har vist til at andre selskaper har fått lenger tid til å gjennomføre strategiendringer før det har blitt iverksatt prosesser om strykning. Det er videre vist til at børsen i andre strykningssaker har gitt mer tid til selskapet etter regelbrudd før strykningssak er iverksatt.

Selskapet har særlig vist til saker vedrørende Oceanteam ASA og Saga Tankers ASA, som var selskaper uten vesentlig virksomhet over lengre perioder uten av børsen reagerte med strykningssvedtak. Børsen har i tilknytning til denne anførselen i brev 24. november 2023 vist til at Univid «er i en særlig situasjon ved gjentatte ganger å ha vært ilagt kritikk, ikke oppfylle vesentlige opptaksvilkår og ved at Selskapet kontinuerlig har vist til at det skal gjøres en virksomhetssammenslåing».

Børsklagenemnden vil bemerke at den praksisen selskapet har vist til, er begrenset, og uansett ikke kan forhindre Oslo Børs fra å endre praksis generelt. Saksforholdet i saken om Saga Tankers ASA ligger omkring ti år tilbake i tid. Saksforholdet knyttet til Oceanteam ASA gjelder et fortsatt verserende forhold.

Børsklagenemnden er etter dette ikke enig i at det foreligger forskjellsbehandling som gjør vedtaket ugyldig. Avgjørelsen i denne typen saker beror på et konkret skjønn, der vekten av de ulike momentene vil avhenge av omstendighetene i den enkelte sak. Av samme grunn som over kan heller ikke klagers anførsel om at et annet selskap i en strykningssak har fått mer tid etter regelbrudd før strykningssak er iverksatt, føre frem.

Børsklagenemnden går etter dette over til å behandle sakens materielle spørsmål.

#### **14.4 Inngangsvilkåret – oppfylder aksjene i Univid børsens vilkår?**

Som redegjort for ovenfor, er inngangsvilkåret for å kunne stryke et selskaps aksjer fra notering at det ikke lenger tilfredsstillers børsens vilkår, se verdipapirhandelloven § 12-3 første



ledd første setning. Bestemmelsen legger opp til et fritt skjønn for børsen dersom selskapet ikke lenger tilfredsstillter det regulerte markedets vilkår. Børsens skjønn kan prøves fullt ut av Børsklagenemnden.

Oslo Børs' vilkår følger av Regelbok II, som er forankret i verdipapirforskriften § 13-2. Av første ledd i denne bestemmelsen følger det at aksjer kan børsnoteres dersom aksjene «antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning». Dette er gjentatt i Regelbok II punkt 3.1.1. Regelbok II kapittel 3 har i tillegg ytterligere krav og regler for opptak til notering.

I Oslo Børs' vedtak 27. oktober 2023 vurderte børsen innledningsvis spørsmålet om selskapet oppfylte kravet til allmenn interesse, og kommenterte blant annet selskapets begrensede virksomhet og den begrensede likviditeten i aksjen. Børsen viste så til enkelte tidligere brudd av Univid på deres forpliktelser som børsnotert selskap. Deretter gjennomgikk børsen en rekke forhold der børsen mente at selskapet ikke oppfylte kravene til notering.

I klagen fra selskapet gjøres det gjeldende at en strykning mot utsteders vilje normalt bør forbeholdes tilfeller der selskapet grovt eller vedvarende har brutt noteringsreglene, at slike alvorlige brudd ikke foreligger i denne saken og at terskelen for strykning da er høyere. Videre gjøres det gjeldende at det faktiske grunnlaget for strykning ikke lenger er korrekt som følge av den planlagte transaksjonen med selskapet SEEYOU, og at dette må hensyntas.

Børsklagenemnden vil først bemerke at transaksjonen med SEEYOU ikke lenger er aktuell. Heller ingen andre transaksjoner er – etter det opplyste – planlagt av selskapet. Vurderingen av om selskapet oppfyller børsens vilkår må derfor basere seg på selskapets virksomhet slik den er i dag. Denne virksomheten er i hovedsak den samme som da Oslo Børs fattet sitt første vedtak 27. oktober 2023.

Når det gjelder vurderingen av om selskapet har allmenn interesse og av likviditeten i selskapets aksjer, kan Børsklagenemnden i hovedsak slutte seg til Oslo Børs' vurderinger. Selskapet har i dag en helt beskjedne virksomhet. Selskapets inntekter i 2023 frem til og med tredje kvartal var ifølge kvartalsrapporten for tredje kvartal på omkring USD 1,6 millioner. Fra mai 2023 har omsetningen i aksjen vært lav, med mindre enn 50 aksjehandler i gjennomsnitt per dag, og et omsatt volum per dag synkende fra omkring NOK 170 000 i mai 2023 til godt under NOK 100 000 i september og oktober (frem til 18. oktober).

Oslo Børs gjennomgår i vedtaket 27. oktober 2023 flere andre forhold som ikke oppfyller noteringsvilkårene. Børsklagenemnden oppfatter at selskapet erkjenner at flere vilkår ikke er oppfylt, men at det anføres at dette er midlertidig og ikke er avgjørende for spørsmålet om strykning. I tilknytning til spørsmålet om inngangsvilkåret for strykning er oppfylt, nøyer Børsklagenemnden seg her med å konstatere at selskapets markedsverdi på vedtakstidspunktet 27. oktober 2023 var på omkring NOK 45 millioner og prisen per aksje var NOK 0.44. Siden har kursen på aksjene falt ytterligere. Selskapsverdien og aksjekursen ligger dermed betydelig lavere enn børsens krav på henholdsvis NOK 300 millioner (Regelbok II punkt 3.1.2.1) og

NOK 1 (Regelbok II punkt 4.1). Selskapet hadde pr. 5. oktober 2023 242 aksjonærer som ikke er tilknyttet selskapet som hver hadde en samlet aksjeverdi over NOK 10 000. Dette er mindre enn halvparten av kravet i Regelbok II punkt 3.1.4.2 på minst 500 aksjonærer med slik aksjebeholdning.

Børsklagenemnden finner etter dette at det er klart at Univid ikke oppfyller Oslo Børs' vilkår for notering. Inngangsvilkåret for strykning er dermed oppfylt, jf. verdipapirhandelloven § 12-3 første ledd første setning.

Børsklagenemnden er enig med Oslo Børs i at forholdene redegjort for ovenfor innebærer at inngangsvilkåret for strykning er oppfylt. Nemnden finner ikke grunn til å gjennomgå flere av de forhold som Oslo Børs har lagt til grunn at ikke oppfyller noteringskravene.

Unntaket i verdipapirhandelloven § 12-3 første ledd andre setning behandles i punkt 14.5 nedenfor.

#### **14.5 Vil en strykning medføre en vesentlig ulempe for aksjeeierne eller markedet?**

Selv om vilkåret for strykning er oppfylt, kan strykning ikke skje hvis dette «kan ventes å medføre vesentlig ulempe» for aksjeeierne eller for «markedets oppgaver og funksjon», jf. verdipapirhandelloven § 12-3 første ledd andre setning. Bestemmelsen gjennomfører MIFID II artikkel 52.1 om regulert markeds kompetanse til å stryke finansielle instrumenter fra notering.

Univid har gjort gjeldende at vedtaket om strykning er uforholdsmessig og at ulempen for aksjonærene ved en strykning vil være vesentlig.

Børsklagenemnden tar utgangspunkt i MiFID II-forordningen. Det følger av artikkel 80 nr. 1 at der en av omstendighetene omhandlet i bokstavene a), b) eller c) foreligger, vil dette utgjøre absolutte hindre for suspensjon og strykning. Det skal i slike tilfeller ikke skje noen forholdsmissighetsvurdering eller avveining av disse forholdene opp mot de hensyn som taler for en strykning.

Dersom MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 ikke får anvendelse, følger det av artikkel 80 nr. 2 at markedsoperatøren skal ta hensyn til «alle relevante faktorer» inkludert omstendighetene spesifisert i bokstav a) til d), ved bedømmelsen av om en strykning kan ventes å medføre vesentlig ulempe for aksjeeierne eller for markedets oppgaver og funksjon. Det betyr at også andre forhold kan ha betydning. Avgjørelsen beror dermed på en bredt anlagt skjønsmessig vurdering. Som nevnt ovenfor under punkt 14.1 vil også praksis under tidligere regelverk kunne ha betydning.

Hensynet til aksjonærene er et relevant og sentralt hensyn. Strykning innebærer at aksjonærene vil miste den beskyttelsen som ligger i børs- og verdipapirhandellovens bestemmelser, herunder om informasjonsplikt og rapportering, og dessuten handelsapparatet med investorbeskyttelse og gjennomlysing av handler. At ulempen for aksjonærene må være vesentlig, innebærer imidlertid at de alminnelige konsekvenser og ulemper ved at et børsnotert selskap blir strøket – for eksempel at den løpende rapporteringsplikten blir svekket

og at handelen ikke lenger vil skje på et regulert marked – ikke er til hinder for at et selskap strykes fra børsnotering, jf. Børsklagenemndens vedtak 2018/1 (OBKN-2018-1 EMAS).

Børsklagenemnden går etter dette over til å vurdere spørsmålet om strykning konkret i denne saken.

Univid har gjort gjeldende at MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c) får anvendelse, slik at strykning ikke kan skje. Etter bestemmelsen kan strykning ikke skje dersom «utstederens økonomiske levedyktighet ville stå i fare, for eksempel når den er involvert i en foretakstransaksjon eller fremskaffelse av kapital». I klagen den 10. november 2023 på vedtaket av 27. oktober 2023 vises det til at selskapet er involvert i en foretakstransaksjon gjennom avtalen med SEEYOU. På tidspunktet for Oslo Børs' strykningsvedtak var selskapet i en foretakstransaksjon gjennom forhandlingene med et annet selskap, som ble stoppet på grunn av strykningsvedtaket.

Børsklagenemnden tar utgangspunkt i at artikkel 80 nr. 1 bokstav c) får anvendelse der det er en forholdsvis klar og direkte årsakssammenheng mellom strykningen og selskapets levedyktighet. Bestemmelsen nevner selv to eksempler der dette vil være tilfellet: Der selskapet deltar i en selskapstransaksjon eller er i en prosess med å hente inn kapital. I begge disse tilfellene kan en fortsatt børsnotering være en forutsetning for at transaksjonen kan gjennomføres, slik at en strykning av aksjene vil utgjøre en vesentlig ulempe for selskapet og aksjonærene.

Børsklagenemnden finner at Univid på tidspunktet for Oslo Børs' vedtak om strykning 27. oktober 2023, ikke kan sies å ha vært «involvert i en foretakstransaksjon» slik dette uttrykket må forstås i forordningen.

I brev 3. desember 2023 uttaler selskapet at de var «i konkrete forhandlinger om en virksomhetssammenslåing». Partene hadde ført dialog og hatt e-postkorrespondanse «siden starten av oktober 2023». Det opplyses videre at:

1. Univid hadde startet å føre en «prosjektliste» for personer involvert i forhandlingene
2. Partene hadde møtt hverandre fysisk 9. oktober 2023.
3. Univid hadde oversendt utkast til intensjonsavtale 10. oktober 2023.
4. Univid hadde signert mandatavtale med finansiell rådgiver 17. oktober 2023.
5. Basert på diskusjonene mellom partene var «partenes respektive ledelser langt på vei enige om bytteforhold, forretningsplan og fremtidig ledelse for det sammenslåtte selskapet og partene hadde derfor en felles tro på en snarlig signering av intensjonsavtale».
6. Univid delte informasjon om norske tilbudspliktregler, samt en tidsplan for transaksjonen.

Det uttales videre at ledelsen i begge selskapene var av den oppfatning «at man nærmet seg en intensjonsavtale».

Etter Børsklagenemndens syn kan ikke diskusjoner på dette stadiet – der man ikke engang har blitt enige om en intensjonsavtale – innebære at selskapet er beskyttet mot strykning etter artikkel 80 nr. 1 bokstav c). Børsklagenemnden legger her også vekt på at selskapet ikke hadde meldt fra til børsen at det forelå innsideinformasjon knyttet til en slik transaksjon. I

e-post 6. november 2023 fra selskapet til markedsovervåkingsavdelingen hos Oslo Børs heter det således:

«På dette tidspunkt befant partene seg i et stadium i forhandlingene hvor partene hadde hatt korrespondanse per telefon og e-post, samt avholdt noen fysiske møter, men partene hadde ikke utvekslet (bortsett fra et første grovutkast til intensjonsavtale som ikke var gjennomgått av partenes respektive advokater) eller inngått noen avtaler. Selskapet anså imidlertid denne korrespondansen som svært positiv, og både ledelsen i Selskapet og [REDACTED] var av den oppfatning at man nærmet seg en intensjonsavtale og man hadde en felles ambisjon om at en intensjonsavtale kunne styrebehandles og signeres etter [REDACTED] sitt styremøte den 6. november.

Per 27. oktober gjenstod imidlertid ulike strukturspørsmål i forbindelse med en mulig selskapssammenslåing (herunder spørsmål om tilbudsplikt), og de nærmere vilkårene i en intensjonsavtale var ikke omforent. Partenes ledelse var imidlertid langt på vei enige om bytteforhold, forretningsplan og fremtidig ledelse for det sammenslåtte selskapet og partene hadde derfor en felles tro på en snarlig signering av en intensjonsavtale da begge parter ønsket og var avhengig av en rask transaksjon.»

Børsklagenemnden vil også vise til at selskapet – i sin redegjørelse til børsen 5. oktober 2023 – ikke informerte om samtaler med navngitte parter, men kun opplyste generelt at selskapet hadde hatt jevnlig dialog med ulike interessenter og siden mai 2023 hadde gjennomført seriøse diskusjoner med seks mulige interessenter om en virksomhetsammenslåing. Oslo Børs hadde derfor da vedtaket ble fattet 27. oktober 2023 ingen foranledning til å vurdere om forhandlingene med selskapet [REDACTED] var kommet til et stadium som gjør at MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c) får anvendelse.

Selskapet har under saksbehandlingen også vist til avtalen som ble inngått med SEEYOU. Denne avtalen er nå hevet, og selskapet gjør ikke lenger gjeldende at denne avtalen er et grunnlag for at MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c) får anvendelse. Det er derfor ikke noen grunn for Børsklagenemnden til å gå nærmere inn på avtalen med SEEYOU. Av samme grunn er det ikke nødvendig for Børsklagenemnden å vurdere om avtalen med SEEYOU var en såkalt «bakdørsnotering» og den eventuelle konsekvensen av dette for spørsmålet om videre notering.

Selv om selskapet ikke har vært involvert i en foretakstransaksjon, må det vurderes om Univids økonomiske levedyktighet vil stå i fare som en følge av en strykning av selskapets aksjer. Børsklagenemnden kan ikke se at dette er tilfelle. Selskapet har siden det solgte virksomheten i april 2023 hatt en svært begrenset aktivitet og omsetning. Selskapet har ikke lyktes å etablere ny virksomhet, verken gjennom avtaler med andre selskaper eller på andre måter. Selskapet oppfyller ikke vilkårene for børsnotering, og har ikke gjort det på flere måneder. Det er ikke usannsynlig at en strykning av selskapets aksjer kan gjøre det vanskeligere for selskapet å hente kapital eller inngå i selskapstransaksjoner, og at det kan påvirke selskapets levedyktighet, men det kan ikke medføre at en strykning er utelukket etter MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 1 bokstav c). Årsakssammenhengen mellom strykningen og de eventuelle finansielle problemene blir for fjern.

Spørsmålet om Univids aksjer skal strykes fra Oslo Børs beror dermed på en bred skjønnsmessig vurdering av om en strykning i dette tilfellet vil ha så kvalifiserte negative



effekter at det medfører vesentlig ulempe for aksjeeierne eller for markedets oppgaver og funksjon.

Som det er redegjort for ovenfor, oppfyller ikke selskapet flere av børsens vilkår for notering. Selskapet har liten markedsverdi, svært begrenset omsetning, det er lav likviditet i aksjen og begrenset aksjonærspredning. Selskapet fremstår ikke som egnet for børsnotering.

I vedtaket 27. oktober 2023 vurderer Oslo Børs forholdet til momentene listet opp i MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 2, og finner at disse momentene ikke har betydning i denne saken. Dette er ikke angrepet av selskapet.

Børsklagenemnden mener momentene i MiFID II-forordningen artikkel 80 nr. 2 taler for at det ikke foreligger en vesentlig ulempe. Bestemmelsen i artikkel 80 nr. 2 er til dels uklart formulert, men synes nettopp å ta sikte på vurderingen av likviditetstapet ved strykning; blant annet om det medfører at investorer mister en viktig og likvid markedsadgang, noe som ikke kan sies å være tilfellet i vår sak.

Selskapet har gjort gjeldende at det ved en strykning av selskapet vil være svært høy risiko for at selskapet må avvikles og at en strykning derfor vil medføre en klar forringelse av aksjonærenes verdier. En gruppe på sju aksjonærer i selskapet har i e-post 15. november 2023 uttalt at Oslo Børs har gitt for liten vekt til ulempen en strykning vil medføre for aksjonærene. Det er vist til at publiseringen av informasjon om børsens vedtak, medførte et børsfall på 35 prosent i løpet av første ordinære børsdag etter publiseringen.

I brev 24. november 2023 beskriver Oslo Børs aksjonærsituasjonen i selskapet som følger:

«Oslo Børs viser til at i dette tilfellet har Selskapet en total markedsverdi på ca. NOK 47,7 millioner per 21. november 2023, som da er spredd på over 4,000 aksjonærer, hvorav 241 aksjonærer eier verdier for mer enn 10,000 kr. Dette tilsier at ca. 94% av aksjonærene eier en aksjeposter som har verdi på under NOK 10,000 og som således ikke vil telle med i en vurdering av om selskapet har tilstrekkelig antall aksjonærer. Andelen av aksjene som er eid av aksjonærer som eier for aksjer verdt mer NOK 10,000 utgjør ca. NOK 45 millioner. Følgelig er det begrensede verdier som er holdt av mindre aksjonærer, og det er heller ikke et stort antall aksjonærer som eier mer enn NOK 10,000. I snitt eier aksjonærene som eier for under NOK 10,000 aksjer for 686 kr, basert på VPS-utskrift per 20. november 2023.»

Børsklagenemnden er enig i at det har betydning ved vurderingen at så mange som 94 prosent av aksjonærene eier aksjer for mindre enn 10 000 kroner, og at gjennomsnittsverdien av aksjeposten for disse aksjonærene var så lav som 686 kroner. Strykning av selskapet kan nok medføre at aksjeverdier går tapt, men det fremstår som mer å ha sin årsak i selskapets spesielle karakter og mangel på reell virksomhet enn beslutningen om strykning.

For de 241 aksjonærene som eier aksjer for mer enn 10 000 kroner, vil en strykning kunne gi et økonomisk merkbart tap. Basert på opplysningene i sitatet fra Oslo Børs ovenfor, eide disse aksjonærene i gjennomsnitt aksjer med en verdi på i underkant av 190 000 kroner den 20. november 2023.

Børsklagenemnden har kommet til at ulempene for aksjonærene ikke kan være avgjørende i denne saken, og at det ikke kan sies å være snakk om en vesentlig ulempe/betydelig skade som nevnt i verdipapirhandelloven § 12-3 og direktivets artikkel 52. Ved en eventuell



avvikling av selskapet, vil en begrenset aksjonærgruppe kunne bli påført et merkbart tap, men det er vanskelig å se at dette kan henføres til en strykning av aksjene.

Børsklagenemnden har etter dette konkludert med at en strykning av selskapets aksjer ikke vil medføre en vesentlig ulempe for aksjonærene.

Som nevnt tidligere har Børsklagenemnden kompetanse til også å overprøve Oslo Børs' skjønnsutøvelse med hensyn til om strykning bør skje. I den forbindelse vil nemnden bemerke at den har merket seg at Oslo Børs ønsker å stramme inn sin strykningspraksis overfor «tomme selskaper», blant annet for å unngå såkalte «bakdørsnoteringer». Børsklagenemnden er enig i at dette er et legitimt hensyn, og har ingen innvendinger mot børsens faglige vurderinger i den forbindelse.

Børsens vedtak skal etter dette stadfestes.

Børsklagenemnden overlater til Oslo Børs å bestemme tidspunkt for strykningen.

Børsklagenemnden fattet etter dette slikt enstemmig

### Vedtak

Oslo Børs' vedtak 11. desember 2023 – som opprettholder vedtaket av 27. oktober 2023 – stadfestes. Oslo Børs fastsetter tidspunktet for strykningen av aksjene til selskapet.



Christian Lund



Knut Berge



Jøril Mæland



Espen Klitzing



Margrethe Buskerud Christoffersen

