

NEL ASA

Dato: 15. juli 2019

## NEL ASA – MERKNADER TIL INFORMASJONSHÅNDTERING

### 1. Innledning

Det vises til korrespondanse og kontakt mellom NEL ASA («Selskapet» eller «NEL») og Oslo Børs i perioden januar til mars 2019. Kontakten har i førsteomgang omhandlet Selskapets informasjonshåndtering knyttet til børsmelding den 30. januar 2019 kl. 16:31 om rettet emisjon ved utstedelse av inntil 84,906,560 nye aksjer i Selskapet («Emisjonen»). Selskapet annonserte kl 16:30 samme dag i tillegg inngåelse av kontrakt vedrørende leveranse av stasjonsløsning for «Heavy Duty Vehicles» i USA ("H2Station-kontrakten").

Børsmeldingene vedrørende Emisjonen og H2Station-kontrakten ble offentliggjort umiddelbart etter børsslutt den 30. januar 2019. Sluttkurs for Selskapets aksje samme dag var kr 5,930. Sluttkurs påfølgende dag ble kr 5,575, hvilket tilsvarer et fall på 6 %.

Oslo Børs mottok ikke underhåndensvarsel fra Selskapet vedrørende Emisjonen forut for børsmeldingen. Som ledd i børsens rutinemessige undersøkelser vedrørende noterte selskapers overholdelse av informasjonsplikten etter Løpende forpliktelser, har børsen innhentet informasjon fra Selskapet om prosessen som ledet frem til børsmeldingen om Emisjonen den 30. januar 2019.

Spørsmålet i saken er om Selskapet har publisert informasjon om Emisjonen rettidig, eller på korrekt måte har varslet Oslo Børs om beslutning om utsatt offentliggjøring.

## **2. Noterte selskapers informasjonsplikt til markedet**

Børsnoterte selskaper er forpliktet til å offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår selskapet uoppfordret og umiddelbart.<sup>1</sup> På nærmere angitte vilkår kan børsnoterte selskaper beslutte å utsette offentliggjøringen av innsideinformasjon.<sup>2</sup>

Innsideinformasjon er definert i vphl. 3-2 (1). Definisjonen oppstiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses som innsideinformasjon. For det første må det dreie seg om presise opplysninger om det aktuelle finansielle instrumentet. Videre må opplysningene være egnet til å påvirke kursen på det finansielle instrumentet merkbart. Til slutt må det dreie seg om opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

Ved beslutning om utsatt offentliggjøring har selskapet plikt til å varsle Oslo Børs, jf. Løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3), jf. verdipapirforskriften § 5-1.

Tilsyn og sanksjonering av reglene om noterte selskapers informasjonsplikt er delegert til Oslo Børs, jf. vphl. § 19-1 (2) og vphl. § 21-4 (3), jf. verdipapirforskriften § 17-1.

## **3. Selskapets redegjørelse**

Oslo Børs har i henvendelsen til Selskapet bedt om redegjørelse for prosessen som ledet frem til børsmeldingen den 30. januar 2019 om Emisjonen, herunder Selskapets vurdering av om og når prosessen som ledet frem til beslutningen om å gjennomføre Emisjonen utgjorde innsideinformasjon.

### **3.1 Prosessen som ledet frem til beslutningen om Emisjonen**

Selskapet har opplyst at Emisjonen hadde nær sammenheng med H2Station-kontrakten som ble børsmeldt umiddelbart forut for meldingen om Emisjonen den 30. januar 2019. Selskapet varslet Oslo Børs den 4. januar 2019 om beslutning om utsatt offentliggjøring vedrørende H2Station-kontrakten.

Selskapet har opplyst at det i utgangspunktet ikke forelå et udekket kapitalbehov for Selskapet. Beslutningen om å gjennomføre en rettet emisjon ble truffet basert på at man oppfattet markedets vurdering av selskapet som positiv, og videre at en annonsering av H2Station-kontrakten ville skape mulighet til å hente inn kapital på gunstige vilkår. Vurderingene av hvorvidt det skulle gjennomføres en rettet emisjon ble ikke gjort som en selvstendig øvelse, men var avhengig av at H2Station-kontrakten ble inngått.

Selskapet har opplyst at administrasjonen informerte styret i begynnelsen av januar 2019 om at Arctic hadde utarbeidet en positiv analyse av Selskapet, og at administrasjonen hadde begynt å forberede en potensiell emisjon. Kort tid etter ble det oversendt et utkast til investorpresentasjon til styret, og styret ble informert om at man hadde som målsetning å gå til markedet med en emisjon så snart Selskapet har inngått H2Station-kontrakten.

I perioden som fulgte var det kontakt mellom administrasjonen og styret hvor det ble gitt oppdateringer om fremdriften med H2Station-kontrakten. Den 28. januar 2019 ble det oversendt utkast til protokoll for vedtakelse av rettet emisjon til styret. Selskapet har opplyst at det på dette tidspunktet hverken var klart at det vil bli noen signering av H2Station-kontrakten eller at det ville bli gjennomført en rettet

---

<sup>1</sup> Løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, jf. vphl. § 5-2 (1)

<sup>2</sup> Løpende forpliktelser pkt. 3.1.2, jf. vphl. § 5-3 (1)

emisjon. Oversendelsen var kun forberedelse knyttet til en mulig plassering, dersom styret fant å samtykke til Emisjonen.

Den 30. januar 2019 kl. 11:00 ble det avholdt et telefonstyremøte i Selskapet hvor det ble besluttet å lansere Emisjonen umiddelbart etter at meldingen om H2Station-kontrakten skulle sendes samme dag.

### **3.2 Selskapets vurdering av når Emisjonen utgjorde innsideinformasjon**

Selskapet har opplyst til Oslo Børs at de vurderte at beslutningen om å gjennomføre Emisjonen ikke utgjorde innsideinformasjon før på formiddagen den 30. januar 2019. Dette fordi det først da var tilstrekkelig visibilitet rundt inngåelsen av H2Station-kontrakten til at man kunne si at Emisjonen med rimelig grunn kunne ventes å inntreffe.

H2Station-kontrakten hadde sin bakgrunn i en rammeavtale mellom NEL og en kunde ("Kjøper") inngått den 28. desember 2018. Rammeavtalen var terminerbar for Kjøper, og medførte ikke plikt til kjøp. Selskapet har opplyst at rammeavtalen, på tidspunktet hvor den ble inngått, høyst sannsynlig ikke utgjorde innsideinformasjon, men har opplyst at de av forsiktighetshensyn likevel valgte å behandle saken som innsideinformasjon.

Bakgrunnen for at Kjøper ønsket en rammeavtale uten forpliktelse til kjøp var at H2-Stationen fra Selskapet var en del av en leveranse til en av Kjøpers kunder ("Tredjepart"). Kjøper hadde over tid vært i forhandlinger med Tredjepart, og Kjøper ønsket trygghet for at man kunne levere H2-Stationen dersom forhandlingene med Tredjepart materialiserte seg i en kontrakt. Spørsmålet om det ville bli et kjøp under H2Station-kontrakten var således avhengig av fremdriften i forhandlingene mellom Kjøper og Tredjepart.

Etter det opplyste hadde Selskapet begrenset innsyn i forhandlingene mellom Kjøper og Tredjepart, men det var løpende kontakt mellom Selskapet og Kjøper i hele januar 2019 vedrørende status i forhandlingene. Selskapet har forklart at man i perioden frem til den 30. januar 2019 mottok klarere og klarere signaler om god fremdrift i disse forhandlingene.

Den 30. januar 2019 fikk NEL signaler om at Kjøper og Tredjepart var svært nær enighet. Oslo Børs forstår det slik at dette skjedde tidlig på dagen den 30. januar 2019. Selskapet tok det også som et positivt tegn at Kjøper senere på formiddagen avklarte innholdet i en mulig annonsering av H2Station-kontrakten. Etter en totalvurdering fant NEL på ettermiddagen den 30. januar at det var overveiende sannsynlig at H2Station-kontrakten ville materialisere seg i et kjøp fremfor kansellering, og dermed at børsmelding kunne og burde avgis. Umiddelbart etter dette var det en go/no-go call med tanke på rettet emisjon med tilretteleggerne, der konklusjonen var at Emisjonen burde lanseres samme dag.

Selskapet er av den oppfatning at Emisjonen kun i en svært begrenset periode forut for annonsering kan ha utgjort innsideinformasjon. Selskapet har i alle tilfelle ansett at den rettede emisjonen var så nært knyttet til prosessen med inngåelse av H2Station-kontrakten at varselet som ble gitt Oslo Børs tilknyttet denne, og de innsidelister som ble ført, også har omfattet den nært tilknyttede prosessen med å gjennomføre Emisjonen.

## **4. Børsens vurdering**

### **4.1 Informasjonsplikten for innsideinformasjon**

Spørsmålet i saken er om Selskapet har publisert informasjonen om Emisjonen og H2Station-kontrakten rettidig, eller på korrekt måte har varslet Oslo Børs om beslutning om utsatt offentliggjøring.

Oslo Børs mener at både H2Station-kontrakten og Emisjonen utgjorde innsideinformasjon på tidspunktet hvor disse ble børsmeldt den 30. januar 2019. Spørsmålet er om H2Station-kontrakten og Emisjonen utgjorde innsideinformasjon før dette tidspunktet. Vurderingstemaet blir dermed om det var rimelig grunn til å forvente at noen av disse omstendighetene ville inntreffe på et tidligere tidspunkt, jf. vphl. § 3-2(2).

Overfor Oslo Børs har Selskapet anført at H2Station-kontrakten høyst sannsynlig ikke utgjorde innsideinformasjon den 28. desember 2018 hvor rammeavtalen ble signert, men at man valgte å behandle saken som innsideinformasjon av forsiktighetshensyn. Oslo Børs forstår Selskapet slik at H2Station-kontrakten trolig først utgjorde innsideinformasjon kort tid før børsmeldingen den 30. januar, og at børsmeldingen således ble offentliggjort i samsvar med kravet i vphl. § 5-2. Forutsatt at Selskapets vurdering er korrekt, var det ikke påkrevd at Selskapet besluttet utsatt offentliggjøring, iverksatte listeføring og varslet Oslo Børs om beslutningen.

Oslo Børs mener det er grunn til å stille spørsmål ved om Selskapets vurdering av når H2Station-kontrakten utgjorde innsideinformasjon er korrekt. Børsen vil fremheve at Selskapet opprettet innsideliste knyttet til H2Station-kontrakten allerede den 2. januar 2019, og deretter varslet Oslo Børs om utsatt offentliggjøring den 4. januar 2019. Verken i innsidelisten eller ved varselet til Oslo Børs er det tatt forbehold om at forholdet ikke utgjorde innsideinformasjon. Oslo Børs mener dette indikerer at Selskapet mente at forholdet utgjorde innsideinformasjon allerede tidlig i januar 2019. Om Selskapets anførsel er korrekt betyr dette at Selskapet har feilinformert Oslo Børs når beslutningen om utsatt offentliggjøring ble meddelt børsen den 4. januar 2019. Dette er i seg selv kritikkverdig.

Som det fremgår ovenfor vil spørsmålet om Selskapet har opptrådt korrekt, både i relasjon til H2Station-kontrakten og Emisjonen, avhenge av om det var rimelig grunn til å forvente at disse omstendighetene ville inntreffe på et tidligere tidspunkt enn hhv. på formiddagen og på ettermiddagen den 30. januar 2019. Basert på fremstillingen mener Oslo Børs det er grunn til å stille spørsmål ved Selskapets vurdering om at Emisjonen og H2Station-kontrakten ikke utgjorde innsideinformasjon før den 30. januar 2019. I dette ligger ikke at Selskapet har visst med sikkerhet at disse omstendighetene ville inntreffe på et tidligere tidspunkt, men at Selskapet før den 30. januar 2019 hadde rimelig grunn til å forvente at dette kunne skje.

Til grunn for børsens vurdering ligger at Selskapet har opplyst at Emisjonen hadde nær sammenheng med H2Station-kontrakten. Dersom det ikke ble inngått slik kontrakt, ville det heller ikke være aktuelt å gjennomføre Emisjonen. Oslo Børs mener derfor at Selskapets forberedelser knyttet til gjennomføringen av Emisjonen også må ses som et uttrykk for Selskapets forventninger knyttet til hvorvidt H2Station-kontrakten ville bli inngått.

Når Oslo Børs mener det er holdepunkter for at både Emisjonen og H2Station-kontrakten utgjorde innsideinformasjon før den 30. januar 2019, legger børsen vekt på at Selskapet og dets rådgivere har håndtert informasjonen om henholdsvis H2Station-kontrakten og Emisjonen som innsideinformasjon før den 30. januar 2019. Innsidelisten Selskapet opprettet den 2. januar 2019 ble fortløpende oppdatert i perioden frem til den 30. januar 2019, uten at det fremgår at listen ble ført av forsiktighetsgrunner. Slikt forbehold fremgår heller ikke av notifikasjonen Selskapet sendte til personer som løpende ble

oppført på listen. Børsen finner det lite sannsynlig at Selskapet hadde iverksatt disse tiltakene dersom Selskapet mente at det ikke forelå realistisk mulighet for at H2Station-kontrakten ville materialisere seg, med andre ord at informasjon om kontrakten *ikke* utgjorde innsideinformasjon.

Når det gjelder Emisjonen har Selskapets hovedtilrettelegger startet listeføring før den 30. januar 2019. Det skal også nevnes at wall-crossing av første investor skjedde allerede den 15. januar 2019. Videre ble det inngått avtale med hovedtilrettelegger den 28. januar 2019. Samme dag sendes også utkast til protokoll for vedtakelse av rettet emisjon til styret. Oslo Børs mener at disse forholdene indikerer at Selskapet på dette tidspunktet så en klart tiltakende sannsynlighet for at H2Station-kontrakten ville bli endelig og at Emisjonen dermed ville bli gjennomført. Oslo Børs har imidlertid under sterk tvil valgt ikke å overprøve Selskapets anførsel om at Emisjonen og H2Station-kontrakten ikke utgjorde innsideinformasjon på dette tidspunktet.

Selskapet har forklart at Emisjonen ble vurdert å utgjøre innsideinformasjon etter at styret besluttet å iverksette arbeidet med gjennomføring av Emisjonen på formiddagen den 30. januar 2019. På grunn av sammenhengen mellom Emisjonen og H2Station-kontrakten mener Oslo Børs at også H2Station-kontrakten senest utgjorde innsideinformasjon på samme tidspunkt. Selskapet skulle senest på dette tidspunkt ha truffet beslutning om utsatt offentliggjøring vedrørende Emisjonen og H2Station-kontrakten, og varslet Oslo Børs om dette. Selskapet skulle også ha iverksatt listeføring fra samme tidspunkt i samsvar med vphl. § 3-5.

#### **4.2 Merknader til Selskapets informasjonshåndtering**

Selskapet har i angjeldende sak anført at H2Station-kontrakten trolig ikke utgjorde innsideinformasjon før den 30. januar 2019. Oslo Børs bør mener det i så fall er kritikkverdig at Selskapet varslet Oslo Børs om utsatt offentliggjøring den 4. januar 2019 uten tydelig å gjøre børsen oppmerksom på at Selskapet mente at forholdet ikke utgjorde innsideinformasjon, eller at det var tvil rundt dette spørsmålet.

Oslo Børs finner det også sterkt kritikkverdig at Selskapet ikke varslet Oslo Børs om styrets beslutning om å iverksette arbeidet med å gjennomføre Emisjonen på formiddagen den 30. januar 2019. Det alvorlige i denne situasjonen er at informasjon om Emisjonen ble spredd uten at Oslo Børs var informert og derfor ikke kunne gjennomføre intensivt overvåking av handelen i Selskapets aksje.

Kretsen av personer som fikk kunnskap om Emisjonen akselererte kraftig ut over formiddagen den 30. januar 2019 etter at styret hadde truffet sin beslutning. Før børsens stengtids samme dag var mer enn 60 personer hos én av tilretteleggerne informert om prosessen. Faren for misbruk eller spredning av innsideinformasjon øker med kretsen av personer som mottar informasjonen. At informasjon om en mulig emisjon deles med tilretteleggere og investorer i forkant av at en emisjon besluttes gjennomført er i seg selv ikke uvanlig. Det alvorlige i denne saken er at spredningen av informasjon skjedde uten at Oslo Børs var varslet om forholdet og gjennom dette kunne gjennomføre intensivt overvåking av handelen i Selskapets aksje.

Selskapet har på sin side anført at beslutningen om å gjennomføre Emisjonen var så nært tilknyttet prosessen med inngåelse av H2Station-kontrakten at man har ansett at varselet som ble gitt Oslo Børs om kontrakten også har omfattet prosessen med å gjennomføre en potensiell emisjon. Oslo Børs finner det nødvendig å knytte enkelte merknader til denne anførselen.

Det følger av bestemmelsen som pålegger utstedere å varsle Oslo Børs ved beslutning om utsatt offentliggjøring at utsteder skal gi børsen melding om forholdet, herunder opplyse om bakgrunnen for

utsettelsen<sup>3</sup>. I dette ligger at børsen skal varsles om *det aktuelle forholdet som utgjør innsideinformasjon*. Dette for at børsen skal kunne utføre intensivert overvåking av angjeldende aksje i relasjon til det enkelte forhold som utgjør innsideinformasjon. Ved ikke å varsle Oslo Børs om beslutning om utsatt offentliggjøring vedrørende Emisjonen har selskapet forhindret børsen i å gjennomføre intensivert overvåking av Selskapets aksje i relasjon til Emisjonen. Det vil i denne sammenheng ikke være særlig relevant at børsen er varslet om en mulig kontraktsinngåelse, hvis informasjon presumtivist er egnet til å gi et positivt kursutslag for Selskapets aksje. Muligheten for et positivt kursutslag synes nettopp å ha vært Selskapets motivasjon for å koordinere gjennomføringen av Emisjonen med annonseringen av H2Station-kontrakten. Motsatt vil kunnskap om en emisjon kunne gi et negativt kursutslag. Et salgspress i Selskapets aksje på ettermiddagen den 30. januar 2019 ville derfor ikke ha fremstått som mistenkelig for Oslo Børs i forhold til varselet om utsatt offentliggjøring knyttet til H2Station-kontrakten.

## 5. Avsluttende merknader

Som det fremgår ovenfor har Oslo Børs under tvil valgt ikke å overprøve Selskapets vurdering av om prosessen rundt H2Station-kontrakten og Emisjonen utgjorde innsideinformasjon før den 30. januar 2019. Etter en samlet vurdering har Oslo Børs derfor valgt å avslutte saken med dette brevet.

Det er imidlertid børsens vurdering at Selskapet gjennom denne saken har vist mangelfull forståelse av sentrale regler om noterte selskapers informasjonsplikt og viktige bestemmelser i verdipapirhandelloven.

Oslo Børs finner grunn til å påpeke at Selskapet ved ikke å varsle Oslo Børs om beslutning om utsatt offentliggjøring vedrørende Emisjonen på formiddagen den 30. januar 2019 har overtrådt Løpende forpliktelser 3.1.2 (3), jf. verdipapirforskriften § 5-1. Oslo Børs finner det også kritikkverdig at Selskapet varslet børsen om beslutning om utsatt offentliggjøring knyttet til H2Station-kontrakten den 4. januar 2019 uten tydelig å gjøre Oslo Børs oppmerksom på at det var usikkert om forholdet utgjorde innsideinformasjon.

Reglene om noterte selskapers informasjonsplikt og krav til håndtering av innsideinformasjon er av vesentlig betydning for markedsaktørenes tillit til Oslo Børs som markeds plass og markedets tillit til selskapene notert på Oslo Børs' markeds plasser. En forutsetning for å ivareta markedets tillit er derfor at noterte selskaper har nødvendig forståelse av hva reglene innebærer og at de etterleves fullt ut.

Dersom selskaper notert på Oslo Børs' markeds plasser ikke på riktig tidspunkt identifiserer at et forhold utgjør innsideinformasjon, øker faren for at informasjonen kommer på avveie og med tilhørende fare for misbruk. Børsen vil også understreke at selskaper som av forsiktighetsgrunner velger å behandle et forhold som innsideinformasjon før forholdet utgjør innsideinformasjon må opptre med særskilt varsomhet. Dette gjelder særlig i relasjon til plikten til å føre innsideliste i samsvar med kravene i vphl. § 3-5, men også i relasjon til plikten om å varsle Oslo Børs når beslutning om utsatt offentliggjøring faktisk treffes. I forhold til førstnevnte finner børsen grunn til å understreke at en konfidensialitetsliste opprettet av forsiktighetsgrunner før et forhold utgjør innsideinformasjon ikke i seg selv vil oppfylle kravene til en innsideliste i vphl. § 3-5.

Det er heller ikke slik at en innsideliste som er opprettet i tilknytning til ett forhold nødvendigvis fritar utsteder fra å opprette en egen innsideliste dersom et nytt forhold oppstår. Dette gjelder selv om de aktuelle forholdene er nært knyttet til hverandre. Utsteder må i så fall nøye vurdere om innsidelisten

---

<sup>3</sup> Løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3), jf. verdipapirforskriften § 5-1.

som allerede er opprettet fullt ut tilfredsstillende kravene i vphl. § 3-5 hva angår det nye forholdet. Oslo Børs vil bemerke at innsidelisten NEL opprettet av forsiktighetsgrunner i tilknytning til H2Station-kontrakten ikke oppfylte kravene til listeføring verken i relasjon til sistnevnte eller til Emisjonen. Børsen vil også understreke at Selskapet, ved å behandle informasjonen som innsideinformasjon på et tidlig tidspunkt av forsiktighetsgrunner, ikke fritas fra plikten til å vurdere når det faktisk oppstår innsideinformasjon.

Viktigheten av at de noterte selskapene setter en tydelig grense for når de mener et forhold utgjør innsideinformasjon har også en viktig side til forbudet mot innsidehandel. Dersom Selskapet mener at informasjon knyttet til forholdene i foreliggende sak ikke utgjorde innsideinformasjon før på formiddagen den 30. januar 2019, innebærer dette at Selskapet i prinsippet mener det var lovlig å handle på informasjonen forut for dette tidspunktet. For børsen er det en åpenbar brist i denne vurderingen at H2Station-kontrakten har vært behandlet som innsideinformasjon på et langt tidligere tidspunkt.

Det gjøres oppmerksom på at børsen kan benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører blant annet ved å publisere brevet på Oslo Børs hjemmeside, og ved å henvise til brevet i veiledningen til Løpende forpliktelser.

Med vennlig hilsen  
OSLO BØRS ASA