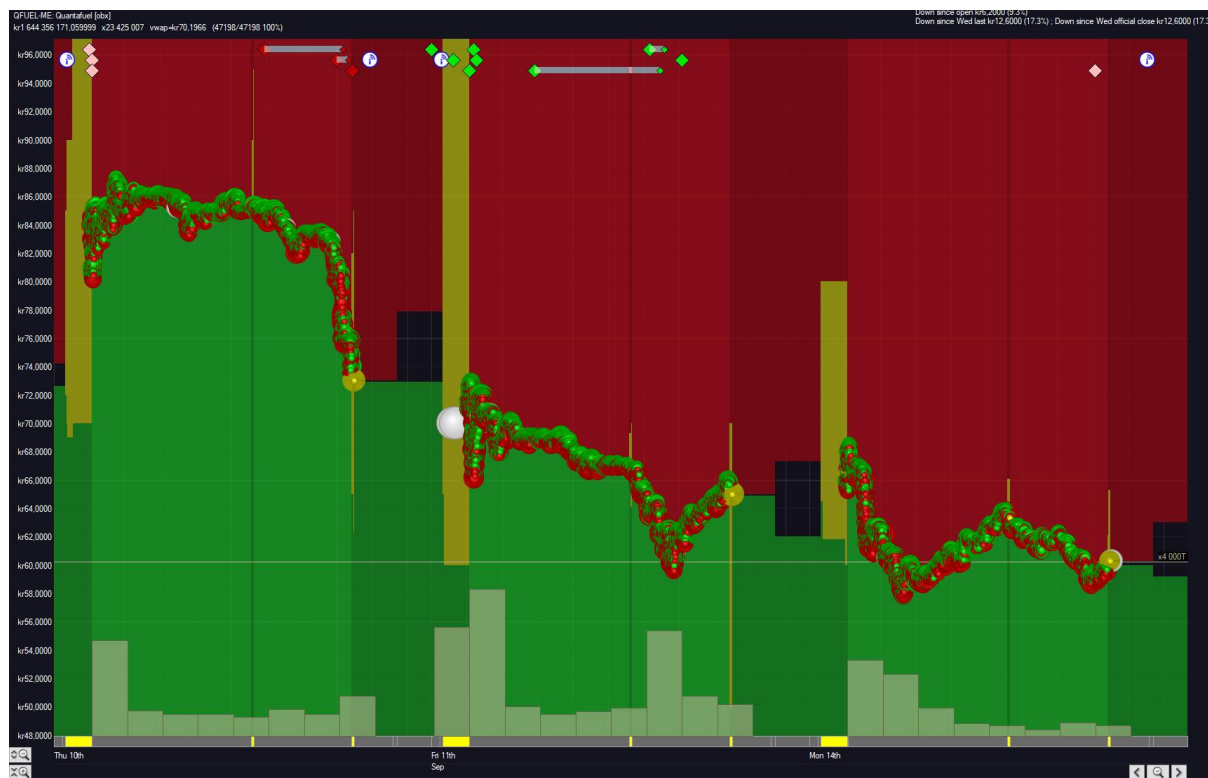


Quantafuel ASA – Brudd på løpende informasjonsplikt

1. Innledning

Quantafuel ASA («Selskapet») er underlagt Løpende forpliktelse for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market («Løpende forpliktelse»)¹. Saken gjelder spørsmålet om Selskapet har brutt Løpende Forpliktelse punkt 3.1.2, ved å ikke rettidig varsle Oslo Børs om utsatt offentliggjøring av insideinformasjon.

Den 10. september 2020 kl. 16.33 offentliggjorde Selskapet en børsmelding² om en planlagt rettet emisjon i størrelsesorden NOK 600 millioner, samt salg av inntil 2,5 millioner aksjer i Selskapet fra enkelte styremedlemmer og ansatte i Selskapet. Resultatet av emisjonen og salget ble offentliggjort kl. 00.30 den 11. september 2020³, hvor det ble meldt at Selskapet hadde plassert emisjonen og salget av 2,5 millioner aksjer hadde blitt gjennomført, til pris NOK 70 per aksje. Sluttkurs den 10. september 2020 var NOK 73, men aksjen handlet på nivåer opp mot NOK 87 tidligere på dagen. Den 11. september 2020 falt kursen med 11 % og aksjen fortsatte å falle de påfølgende dagene.



Selskapet varslet Oslo Børs om utsatt offentliggjøring den 10. september 2020 rundt kl. 11. Oslo Børs innhentet i etterkant nærmere informasjon fra Selskapet om prosessen som ledet frem til offentliggjøringen av den planlagte transaksjonen den 10. september 2020, samt Selskapets vurderinger knyttet til informasjonsplikt om insideinformasjon og utsatt offentliggjøring i den forbindelse.

¹ Det vises her til regelverket som var gjeldende på tidspunktet da forholdene i saken fant sted.

² <https://newsweb.oslobors.no/message/513325>

³ <https://newsweb.oslobors.no/message/513340>

2. Sakens faktiske forhold

Selskapet har overfor Oslo Børs forklart at de etter gjennomføring av rettet emisjon på NOK 250 millioner i juni, ikke har hatt behov for ytterligere kapital knyttet til Selskapets prosjekt i Skive. Selskapet opplyser at de parallelt har orientert styret i Selskapet om mulighetene for å hente egenkapital for å finansiere bygging av ytterligere anlegg, forutsatt vellykket oppstart på produksjonen på Skiveanlegget.

I tråd med god progresjon på Skive-prosjektet tok Selskapet kontakt med ABG Sundal Collier og Pareto Securities torsdag 3. september 2020 for å presentere muligheten for å gjennomføre en emisjon. Det ble samme dag avholdt et møte mellom partene hos Selskapet. I møtet bekreftet ABG og Pareto at de ønsket å påta seg et oppdrag som tilretteleggere for en emisjon. Selskapet orienterte disse om at det var ønskelig å ta med flere tilretteleggere og at endelig fordeling av roller og godtgjørelse ikke var fastsatt. På dette tidspunktet var planen å gjennomføre en emisjon en uke senere, forutsatt vellykket oppstart av fabrikken i Skive. På bakgrunn av møtet bestemte Selskapet, ABG og Pareto å opprette innsidelister fra og med torsdag 3. september 2020 kl. 13. Selskapet engasjerte juridisk rådgiver samme dag og disse opprettet innsideliste kl. 15.20.

Fredag 4. september 2020 ble det avholdt en workshop hos Pareto sammen med Selskapet og ABG, hvor det ble arbeidet med investorpresentasjon og budskap. Tilretteleggerne engasjerte sin egen juridisk rådgiver som opprettet innsideliste fra kl. 13.30 den 4. september 2020. Selskapet og tilretteleggerne jobbet med presentasjonen gjennom helgen og frem til ettermiddagen den 10. september 2020.

Mandag 7. september 2020 var det planlagt oppstart av produksjonen i Skive. Oppstarten ble stanset og utsatt med ett døgn grunnet mindre problemer med sensorer og enkelte tekniske problemer. Produksjonen ble gradvis startet tirsdag 8. september 2020. Første olje fra prosjektet kom kl. 17 og videre produksjon utover kvelden viste seg lovende. Selskapet offentliggjorde børsmelding⁴ om dette onsdag 9. september 2020 kl. 8.00.

I lys av oppstarten av produksjonen på Skive og at innsideinformasjon knyttet til dette var utliknet, intensiverte Selskapet arbeidet mot en rettet emisjon. I samme tidsperiode arbeidet Selskapet også med annenhåndssalg av aksjer fra enkelte primærinnsidere.

Onsdag 9. september 2020 kl. 18 ble det avholdt styremøte i Selskapet hvor det ble vedtatt å iverksette arbeidet med en rettet emisjon. Annenhåndssalgene ble også behandlet i styremøtet. Selskapet signerte mandatavtaler med ABG og Pareto samme kveld. Selskapet ønsket også å engasjere flere tilretteleggere, men avventet å kontakte disse.

Arbeidet mot launch av den rettede emisjonen torsdag ettermiddag ble iverksatt kl. 9.30 den 10. september 2020, hvor det ble gjort såkalt bring down call med Selskapet, tilretteleggerne og deres juridiske rådgivere. Tilretteleggerne startet wall-crossing av investorer ca. kl. 11 og Selskapet varslet Oslo Børs om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon knyttet til forholdet. Arctic ble engasjert som manager samme formiddag.

⁴ <https://newsweb.oslobors.no/message/513103>

Kl. 15.45 ble det gjennomført en go/no-go call med Selskapet, ABG og Pareto hvor det ble besluttet å launche emisjonen og børsmelding om dette ble som nevnt ovenfor offentliggjort kl. 16.33.

3. Rettslig grunnlag

Etter Løpende Forpliktelser punkt. 3.1.1 skal Selskapet uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre insideinformasjon som direkte angår Selskapet, jf. verdipapirhandelloven («vphl.») 3-2 (1)-(3).

Det fremkommer av veiledningen til bestemmelsen at den skal praktiseres i tråd med de samme prinsipper som er gjort gjeldende for Oslo Børs og Oslo Axess i henhold til vphl. § 5-2.

Insideinformasjon er definert i vphl. 3-2 (1):

«Med insideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.»

Definisjonen stiller tre hovedvilkår for at opplysninger skal anses som insideinformasjon. For det første må det dreie seg om presise opplysninger om de aktuelle finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold. Videre må opplysningene være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart. Til slutt må det dreie seg om opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

De to første hovedvilkårene i definisjonen av insideinformasjon (dvs. kravet om at opplysningene skal være presise og påvirke kursen merkbart) er nærmere utdypet i vphl. § 3-2 (2) og (3):

«Med presise opplysninger, menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.»

«Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.»

Etter det første hovedvilkåret må opplysningene i det minste indikere at en omstendighet har inntruffet, eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe. Verken ordlyden, forarbeider eller praksis begrenser hva som saklig kan utgjøre en opplysning, gitt at de øvrige vilkårene er innfridd. Videre må opplysningene, ifølge vphl. § 3-2 (2), være såpass spesifikke at det kan trekkes en konklusjon om opplysningenes mulige påvirkning på prisen til det aktuelle finansielle instrumentet. Kravet loven stiller til opplysningenes presisjon innebærer en avgrensning mot rykter og spekulasjoner, jf. Ot. prp. nr.12 (2004-2005) pkt. 4.5. Finanstilsynet la i forbindelse med direktivgjennomføringen til grunn at opplysninger kan være presise selv om de ikke er fullstendige, entydige, endelige eller ubetingede, forutsatt at de er tilstrekkelig spesifikke.

Det andre hovedvilkåret i definisjonen av insideinformasjon er at opplysningene skal være *egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart*. Det er i loven angitt at vurderingen av slik

kursrelevans må skje ut fra en fornuftig investors antatte vurdering av informasjonen – «*fornuftig investor test*», jf. § 3-2 (3). Etter forarbeidene er det avgjørende kriteriet i denne testen hvorvidt «*den alminnelige fornuftige investor ville tillagt opplysningene vekt dersom den inngikk i vedkommendes beslutningsgrunnlag*», jf. Ot. prp. nr. 12 (2004-2005) pkt. 4.5. Det er ikke den faktiske påvirkningen av kursen til de finansielle instrumentene som skal vurderes. Vurderingen skal foretas ut fra en fornuftig investors antatte vurdering på handlingstidspunktet. Det må dermed foretas en vurdering av om opplysningen var av en slik art og virkelighet at det er sannsynlig at en fornuftig investor ville ha handlet annerledes om opplysningen var tilgjengelig som skal bedømmes, f.eks. ved å avstå fra å handle eller handle til annen kurs.

For å omfattes av definisjonen av innsideinformasjon må opplysningene ikke være offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

4. Selskapets anførsler

Oslo Børs har stilt spørsmål til Selskapets vurdering knyttet til innsideinformasjon og informasjonsplikt, særlig sett i lys av at innsidelister om forholdet ble opprettet den 3. september 2020, men at børsen først ble varslet om utsatt offentliggjøring den 10. september 2020 rundt kl. 11.

Selskapet har anført overfor Oslo Børs at de i ettertid ser at det var konservativt vurdert å opprette innsidelister den 3. september 2020. Selskapet viser til at på tidspunktet for opprettelse av innsidelistene var Selskapets ledelse i diskusjon med ABG og Pareto om en mulig emisjon og et nedsalg, men at styret hadde ikke fattet noen beslutning om å engasjere tilretteleggere og å gjennomføre en slik emisjon. Selskapet har fremhevet at de uansett avventet oppstart av produksjonsanlegget i Skive slik at all informasjon om dette var offentliggjort før en emisjon kunne anbefales og gjennomføres. Selskapet viser videre til at melding om oppstart i Skive ble offentliggjort den 9. september 2020.

Selskapet anfører videre at da det ble avholdt styremøte på kvelden den 9. september 2020, var dokumentasjon for emisjon og nedsalg ikke på plass. Videre viser Selskapet til at tilretteleggerne hadde satt som krav for å gjennomføre emisjonen at Selskapets samarbeidspartner BASF bekreftet at Skive-anlegget produserte oljeprodukter innenfor visse kvalitetskrav, og at dette ikke ble mottatt før morgenen den 10. september 2020.

Selskapet anfører at de varslet Oslo Børs om utsatt offentliggjøring så snart det var realistisk at en emisjon ville bli annonsert og før wall-crossing ble igangsatt. Selskapet har fremhevet at det viktigste for dem var at de hadde kontroll på hvem som var involvert i prosessen og at informasjon om en mulig emisjon ble behandlet konfidensielt, og at det derfor ble ført liste fra et tidlig tidspunkt.

5. Børsens vurdering av saken

Børsens regelverk for selskaper tatt opp til handel på Merkur Market (nå Euronext Growth Oslo) oppstiller tilsvarende informasjonsplikt som gjelder for selskaper notert på Oslo Børs og Euronext Expand. Dette innebærer at selskapene har en plikt til å offentliggjøre innsideinformasjon uoppfordret og umiddelbart, med mindre ikke det foreligger grunnlag for utsatt offentliggjøring. Reglene er inntatt i Løpende forpliktelser punkt 3.1 og er en av de mest sentrale forpliktelsene som påhviler utstederne.

Oslo Børs mener det forelå presise opplysninger som var egnet til å påvirke kursen merkbart senest da Selskapets styremøte ble avholdt den 9. september 2020, hvor det ble besluttet å gå videre med planene om en rettet emisjon i størrelsesorden NOK 600 millioner og nedsalg fra enkelte

primærinsidere. Oslo Børs legger i den forbindelse særlig vekt på at Selskapet hadde arbeidet med forberedelser til transaksjonen nærmere én uke og at transaksjonsstrukturen var fastlagt.

Oslo Børs mener at en fornuftig investor ville benyttet informasjon om at styret hadde besluttet å gjøre en rettet emisjon på NOK 600 millioner, kombinert med et nedslag av primærinsidere, som del av sin investeringsbeslutning. Dette selv om det var enkelte utestående punkter som gjensto før emisjonen kunne offentliggjøres, som ferdigstilling av dokumentasjon og bekreftelse fra BASF om at Skive-anlegget produserte oljeprodukter innenfor visse kvalitetskrav. Børsen vil i den forbindelse understreke at et forhold kan utgjøre innsideinformasjon selv om det foreligger utestående punkter, så fremt informasjonen er tilstrekkelig spesifikk til å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen av forholdet. Oslo Børs ønsker å understreke at børsen ikke utelukker at det forelå innsideinformasjon på et tidligere tidspunkt enn avholdelsen av styremøtet den 9. september 2020.

Basert på det overnevnte, skulle Selskapet varslet Oslo Børs om utsatt offentliggjøring senest etter avholdelse av styremøtet den 9. september 2020. Ettersom dette var etter børsens stengetid samme kveld, skulle Oslo Børs blitt varslet før børsåpning den 10. september 2020.

Selskapet varslet Oslo Børs om utsatt offentliggjøring rett før Selskapet iverksatte wall-crossing rundt kl. 11 den 10. september 2020. Dette er ikke nærmere begrunnet overfor børsen utover at Selskapet mente at det på dette tidspunktet var realistisk at en emisjon ville bli annonsert og før wall-crossing var igangsatt.

Oslo Børs forventer at selskaper som er tatt opp til handel på børsens markedsplasser har et bevisst forhold til regelverket og der selskapet er gjenstand for en pågående prosess som kan utgjøre innsideinformasjon, gjør løpende og grundige vurderinger av om forholdet utgjør innsideinformasjon. Der selskapet konkluderer at det foreligger innsideinformasjon, må selskapet vurdere om informasjonen må offentliggjøres umiddelbart eller om vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt. Dersom selskapet konkluderer med at vilkårene for utsatt offentliggjøring er tilstede, må Oslo Børs varsles om beslutningen om utsatt offentliggjøring og selskapet må ta grep for å sikre konfidensialitet rundt innsideinformasjonen.

I foreliggende sak fremstår det for Oslo Børs som at Selskapet ikke har hatt et tilstrekkelig bevisst forhold til reglene om informasjonsplikt, herunder på hvilket tidspunkt Selskapet mente at det oppsto innsideinformasjon. Innsidelister i sakens anledning ble oppført den 3. september 2020, uten at Oslo Børs ble varslet om utsatt offentliggjøring.

Viktigheten av at selskapene på børsens markedsplasser setter en tydelig grense for når de mener et forhold utgjør innsideinformasjon har 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 10. september 2020, innebærer dette at Selskapet i prinsippet mener det var lovlig å handle på informasjonen om den planlagte emisjonen og annenhåndssalget forut for dette tidspunktet. Dette samsvarer dårlig med at Selskapet og rådgivere involvert i prosessen opprettet innsideliste én uke før Selskapet varslet Oslo Børs om utsatt offentliggjøring.

Når det gjelder Selskapets anførsel om at de i ettertid ser at det var en konservativ vurdering å opprette innsidelister den 3. september 2020, ønsker børsen å understreke at vurderingen av om et forhold utgjør innsideinformasjon skal foretas *ex ante*, det vil si i forkant av den aktuelle handling, som i dette tilfelle var emisjon og annenhåndssalg. Dersom et selskap velger å opprette en konfidensialitetsliste i

forkant av at et forhold utgjør insideinformasjon, bør listen angis som dette og oppdateres til en innsideliste med korrekt angivelse av liste og dato insideinformasjon oppsto dersom selskapet mener dette oppstår på et senere tidspunkt.

Oslo Børs finner med dette at Selskapet har brutt Løpende forpliktelser punkt 3.1.2. Etter en samlet vurdering har Oslo Børs besluttet å ilegge Selskapet offentlig kritikk i henhold til Løpende forpliktelser punkt 12.3 (1).

Reglene om selskapenes informasjonsplikt og krav til håndtering av insideinformasjon er av vesentlig betydning for markedsaktørenes tillit til børsens markedsplass og markedets tillit til selskapene tatt opp til handel på Oslo Børs' markedsplasser. En forutsetning for å ivareta markedets tillit er derfor at selskapene har nødvendig forståelse av hva reglene innebærer og at de etterleves fullt ut. Oslo Børs legger til grunn at Selskapet skjerper sine rutiner og øker sin bevissthet knyttet til overholdelse av regelverket.