

## Vedtak og begrunnelse fra styrebehandling i Oslo Børs ASA 14. juni 2017

### RenoNorden - Overtredelse av løpende informasjonsplikt

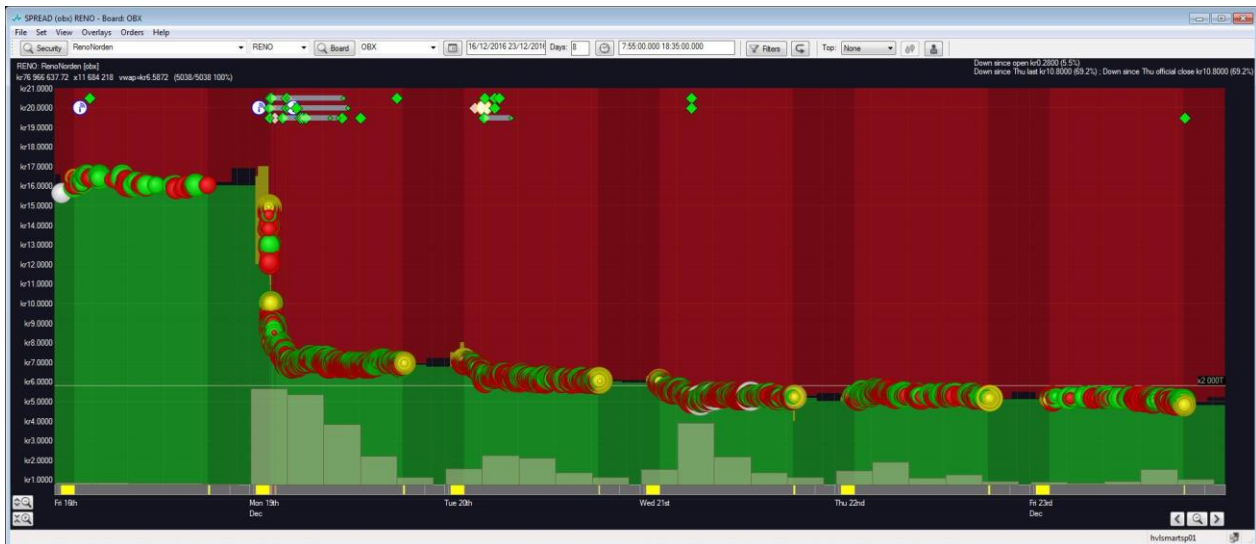
#### 1 Innledning

Saken gjelder spørsmålet om RenoNorden ASA («**Selskapet**») har opptrådt i strid med verdipapirhandelloven («**vphl.**») § 5-2 (1), jf. Oslo Børs Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper («**løpende forpliktelser**») pkt. 3.1.1, ved ikke å rettidig offentliggjøre informasjon knyttet til omstendigheter i Selskapet som oppstod i andre halvår 2016. Disse forholdene er:

- (i) Risiko for brudd på finansielle covenants i Selskapets låneavtaler.
- (ii) Endring («**restatement**») av Selskapets delårsregnskaper for 2. og 3. kvartal som innebar nedskrivninger og tapsavsetninger som svekket Selskapets resultat for disse periodene med totalt NOK 242 millioner (EBIT).
- (iii) Beslutning om fortrinnsrettsemisjon i Selskapet på NOK 350 millioner.

De aktuelle forholdene ble meldt ved børsmeldinger offentliggjort den 19. desember 2016.

Aksjekursen falt 56,7 % samme dag og videre til 70 % frem til og med fredag 23. desember 2016. I perioden ble det omsatt 11 millioner aksjer til samlet omsetningsverdi på NOK 74 millioner fordelt på 5 000 handler.



Det vil innledningsvis gis en kronologisk redegjørelse av faktiske forhold som knytter seg til de tre forholdene i punkt 3 nedenfor. Deretter vil det redegjøres for børsens undersøkelser av saken i punkt 4. I punkt 5 blir reglene om utsteders informasjonsplikt gjennomgått.

Deretter vil hvert av de tre overnevnte forholdene bli behandlet hver for seg. Saken som knytter seg til risiko for brudd på finansielle covenants drøftes i punkt 6, saken som knytter seg til endring av Selskapets delårsregnskaper for 2. og 3. kvartal 2016 drøftes i punkt 7, og saken som knytter seg til beslutningen om

fortrinnsrettsemissjonen drøftes i punkt 8. Tilslutt følger en oppsummering i punkt 9 og sanksjon i punkt 10.

## 2 Kort om Selskapet

RenoNorden er et renovasjonsselskap som driver virksomhet i Norden. Selskapet ble etablert i 2000 og har hatt operativ virksomhet i Norge siden høsten 2001. I årene som fulgte utvidet RenoNorden sine tjenester til Sverige, Danmark og Finland. Selskapet har en markedsandel i Norge på 46%, 32% i Danmark, og på 15% i Sverige og Finland. Konsernet har om lag 2 000 ansatte.

Harald Rafdal har vært administrerende direktør i selskapet siden april 2016. Erik Thorsen var styreleder i Selskapet frem til ordinær generalforsamling i mai 2017, hvor Per Gunnar Rymer ble valgt som ny styreleder.

RenoNorden ble notert på Oslo Børs 16. desember 2014 og aksjen handles under ticker «RENO». Oslo Børs har registrert omsetning av ca. 25 millioner aksjer i Selskapet i 2016 til en verdi av om lag NOK 350 millioner fordelt på ca. 18 000 handler.

## 3 Sakens faktiske forhold

Nedenfor følger en kronologisk oversikt over de sentrale hendelsene som knytter seg til de tre ulike forholdene gjennom andre halvdel av 2016, og frem til forholdene blir offentliggjort den 19. desember 2016.

Oversikten vil omhandle alle tre forholdene som er: (i) risikoen for brudd på finansielle covenants, (ii) endringen av Selskapets delårsregnskaper for 2. og 3. kvartal 2016 som innebar nedskrivninger og tapsavsetninger og svekkelse av Selskapets resultat, og (iii) beslutningen om å gjennomføre fortrinnsrettsemissjon.

Når det gjelder sak (ii) har nedskrivningene og tapsavsetningene sammenheng med blant annet tapsbringende kontrakter som Selskapet hadde inngått og endring av avskrivningsprofil for Selskapets bilpark. Sentrale hendelser knyttet til dette blir derfor også omtalt nedenfor.

### **22. juni 2016 – Styremøte**

#### *Avskrivningsprofil*

Den 22. juni 2016 avholder Selskapet styremøte hvor ledelsen presenterer en analyse av antall biler fra utgåtte kontrakter. Styret beslutter at Selskapet må gjøre nødvendige tiltak for å redusere risikoen for nedskrivninger av eldre biler i den kommende femårsperioden eller gjennomgå avskrivningstiden for bilene. Det angis at dette bør være et fokusområde for revisjonsutvalget før årsslutt.

### **9. august 2016 – Møte i revisjonsutvalget**

#### *Tapsbringende kontrakter*

Den 9. august 2016 avholdes det møte i Selskapets revisjonsutvalg hvor Selskapets finansdirektør gir en presentasjon av tap som har blitt identifisert på ulike kontrakter, og som foranlediger tapsavsetninger og nedskrivninger på totalt NOK 249,9 millioner i regnskapet for 2. kvartal.

### *Finansielle covenants*

I Selskapets hovedlånefasilitet er det inntatt en finansiell covenant knyttet til Selskapets Net debt (NIBD)/EBITDA. I følge denne låneavtalen skal Net debt/EBITDA<sup>1</sup> ikke overstige 5,00.

I forlengelsen av diskusjonene om de tapsbringende kontraktene diskuterer revisjonsutvalget konsekvensene disse kontraktene har for blant annet de finansielle covenantene i Selskapets lånefasilitet.

I anledning avleggelsen av Selskapets delårsrapport for 1. halvår og 2. kvartal 2016 («**Q2-rapporten**»), fremsetter Selskapets revisor KPMG også merknader om at det i lys av de betydelige tapene burde gjøres beregninger som viser påvirkningen på finansielle covenants, som kan vurderes av revisjonsutvalget. Revisor uttrykker at informasjon om dette forholdet burde gis i Q2-rapporten. Videre bemerker revisor at revisjonsutvalget og styret burde vurdere om disse forholdene har innvirkning på Selskapets rapporteringsforpliktelser til Oslo Børs før publisering av Q2-rapporten.

### *Avskrivningsprofil*

Revisjonsutvalget diskuterer også kortere avskrivningstid på Selskapets bilpark som følge av at enkelte biler har blitt solgt med regnskapsmessig tap over de siste periodene. Det bemerkes fra utvalget at ny avskrivningsprofil burde utgjøre en del av budsjettet for 2017, og det angis at det pågående arbeidet med dette vil bli gjennomgått i 3. kvartal 2016 sammen med en tredjepart.

## **15. august 2016 – Styremøte**

### *Q2-rapport og tapsbringende kontrakter*

Den 15. august 2016 avholdes det styremøte hvor ledelsen gir en presentasjon av det pågående arbeidet med gjennomgangen av Selskapets kontrakter, hvor PwC bistår som tredjepart. Det blir angitt at kun et mindre antall kontrakter var tenkt gjennomgått, men at omfanget har blitt utvidet for å skaffe en bedre forståelse av omfanget av potensielle feilberegninger. Lederen av revisjonsutvalget presenterer arbeidet med Q2-rapporten og en rapport med vurderinger av de norske kontraktene.

### *Avskrivningsprofil*

Det er kort protokollert at styret diskuterer Selskapets avskrivningsprofil og nødvendigheten av å gjøre en verdivurdering av Selskapets bilpark med bistand fra en tredjepart.

### *Finansielle covenants*

Q2-rapportens betydelige innvirkning på Selskapets finansielle covenants, i lys av redusert EBITDA, blir også drøftet i styremøtet og av protokollen fremgår følgende:

«The slim headroom to set covenants must be carefully managed – the Company's cost reduction initiatives must be initiated as soon as possible, as well as negotiating increased covenant headroom with the Company's banks.»

På grunn av situasjonen Selskapet befinner seg i blir det besluttet å avholde et ekstraordinært styremøte den 30. september 2016.

---

<sup>1</sup> Beregningen skal gjøres på bakgrunn av «adjusted» EBITDA på vilkår som angitt i låneavtalen.

## **16. august 2016 – Offentliggjøring av Q2-rapport**

### *Tapsavsetninger og nedskrivninger*

Den 16. august 2016 offentliggjør Selskapet Q2-rapporten<sup>2</sup>, hvor det fremgår at Selskapet har måttet gjennomføre tapsavsetninger og nedskrivninger på totalt NOK 249,9 millioner. Nedskrivningene og tapsavsetningene er knyttet til beregnede tap på fremtidige kontrakter. Tapene er avdekket gjennom en gjennomgang av Selskapets kontrakter som ble iverksatt etter at det ble registrert vesentlige avvik mellom Selskapets anbud på nylig tildelte kontrakter i Norge, sammenliknet med konkurrentenes. Selskapet har som følge av gjennomgangen identifisert seks tapsbringende kontrakter i Norge og to i Danmark. Dette medfører estimerte tap på disse kontraktene på totalt NOK 159 millioner kroner, samt nedskrivning av goodwill på NOK 90,0 millioner. Selskapet opplyser at det vil iverksette tiltak for å redusere risiko og styrke kontrollen i anbudsprosessene.

Når det gjelder Selskapets finansielle resultater for perioden blir det påpekt en økning i Selskapets inntekter og kontraktsporefølge, men en nedgang i EBITDA.

### *Avskrivningsprofil*

Under «Risks and uncertainties» i Q2-rapporten er det angitt en risikofaktor knyttet til Selskapets avskrivningsprofil, hvor det fremgår at denne er basert på rimelige forventninger for fremtidige videresalgsv verdier og vil bli periodisk gjennomgått for å reflektere endringer i markedsforholdene.

### *Finansielle covenants*

Q2-rapporten opplyser kort at Net debt/EBITDA for kvartalet er 4.7x. Rapporten inneholder ingen angivelse av at Selskapets lånefasilitet inneholder en finansiell covenant som krever at Selskapets Net debt/EBITDA ikke overstiger 5.00x.

Under punktet «Risks and uncertainties» i Q2-rapporten er det gitt en generell henvisning til omtale av risikoforhold i årsrapporten for 2015. I årsrapporten<sup>3</sup> er det uttalt følgende knyttet til finansielle covenants i Selskapets låneavtale:

”On bank loan covenants RenoNorden ASA shall ensure that the adjusted leverage in respect of any Relevant Period shall not exceed 5.00:1. In addition RenoNorden ASA shall ensure that the Interest Cover in respect of any relevant period shall not be less than 4.00:1.”

Som det fremgår er angivelsen av covenantkravet ufullstendig da det ikke oppgis at kravet knytter seg til Net debt/EBITDA. Selve beregningen av covenanten er heller ikke nærmere omtalt hverken i årsrapporten for 2015 eller Q2-rapporten.

### *Omtale i media*

Q2-rapporten fikk omtale i media, noe som antas å ha sammenheng med de svake tallene som følge av nedskrivningene og tapsavsetningene som ble tatt i 2. kvartal. I artikkel på E24 den 16. august 2016<sup>4</sup> er det uttalt at Selskapet har gjennomgått samtlige avtaler med ikke-tilfredsstillende lønnsomhet og har ifølge

<sup>2</sup> Se børsmelding: [www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=407313](http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=407313)

<sup>3</sup> Side 44 pkt. 3.2. «Capital Management»

<sup>4</sup> Se artikkel: <http://e24.no/boers-og-finans/renonorden/har-bundet-seg-til-tapskontrakter-i-opp-til-ti-aar-etter-anbudsfeil/23767104>

E24 «ryddet opp». Administrerende direktør er i denne forbindelse sitert på at «Jeg tror vi har fått ut skjelettene som lå i skapet». Dette med henvisning til avtalene med ikke-tilfredsstillende lønnsomhet.

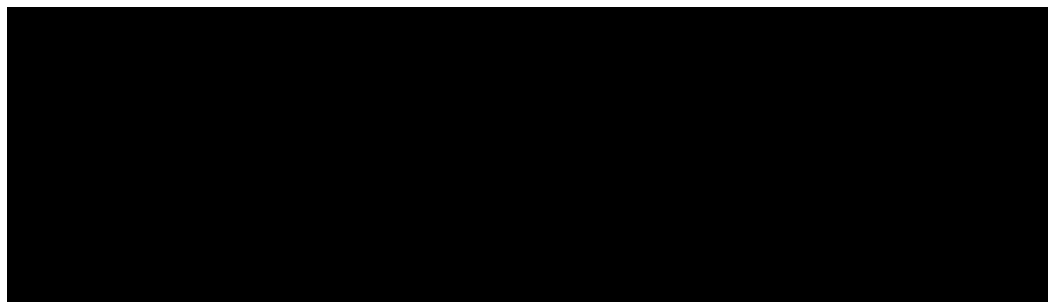
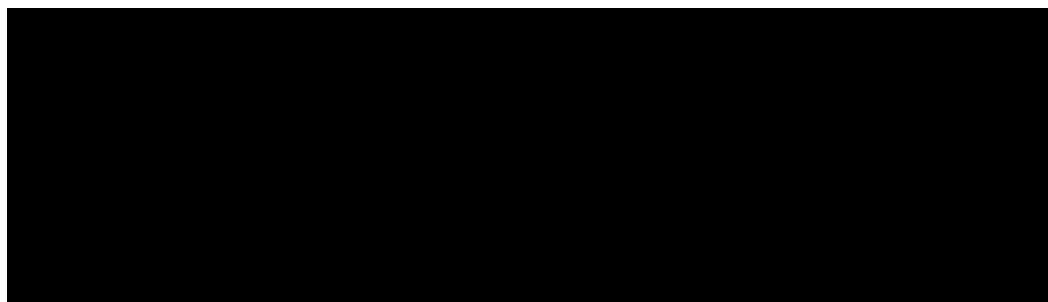
### **30. september 2016 – Styremøte**

#### *Finansielle covenants*

Den 30. september 2016 avholdes det styremøte hvor styret blant annet behandler ulike forhold knyttet til risikoen for fremtidig brudd på Selskapets finansielle covenants.

Styret blir forelagt forslag til «cost reduction and efficiency program» etter at dette ble initiert iverksatt i styremøtet den 15. august 2016. Styret beslutter at dette skal implementeres i tilknytning til budsjettet for 2017. Det fremgår at programmet innebar kostnadsbesparelser og forbedringer i størrelsesorden NOK 36-38 millioner.

Videre har styret i forkant av møtet blitt forelagt prognoser knyttet til covenantutviklingen i kommende perioder. Prognosene viser en fortsatt negativ utvikling med tanke på covenantbrudd.



Av styreprotokollen fremgår det at styret vurderer situasjonen og prognosene som svært alvorlige:

“The group face a seriously challenging in the future covenant calculation [...] The Board discussed the situation and underline the serious situation this represent. The board encouraged the administration to start working towards the banks in order to find a sustainable solution of handling the very high covenant calculations.”

#### *Avskrivningsprofil*

Av styreprotokollen fremgår det også at revisjonsutvalget vil gjennomgå avskrivningsprofilen i et møte som skal avholdes i oktober, og komme tilbake til styret med forslag til endring av avskrivningsprofilen for bilparken.

## **8. november 2016 – Møte i revisjonsutvalget og styremøte**

### Revisjonsutvalget

Den 8. november 2016 blir det avholdt møte i Selskapets revisjonsutvalg hvor blant annet revisors delårsrevisjon og delårsrapporten for 3. kvartal 2016 («**Q3-rapporten**») blir behandlet.

Det fremgår av protokollen at KPMG har fullført mesteparten av arbeidet for delårsrevisjonen uten materielle funn eller problemstillinger, men at utestående punkter blant annet er verdsettelse og avskrivningstid på bilene. Det fremgår at disse forholdene vil bli nærmere gjennomgått gjennom november og desember 2016. Videre fremgår det at revisor blant annet har utført tilleggsprosedyrer for enkelte forhold, herunder gjennomgangen av de tapsbringende kontraktene i Norge og Danmark og beregningene og forutsetningene for nedskrivning av goodwill i Norge. Videre angis det at "Headroom is gone" og at det stilles spørsmål ved oppdateringen av vektet kapitalkostnad (weighted average cost of capital («**WACC**»)) ettersom denne synes for lav. Det angis at en omfattende nedskrivnings- og sensitivitetstest av goodwill knyttet til Selskapets kontrakter bør gjennomføres så raskt som mulig.

Fra revisjonsutvalgets handlingsplan fremgår at fristen for vurderingen og oppdateringen av avskrivningsprofilen på Selskapets biler og gjennomføring av nedskrivnings- og sensitivitetstest for alle markeder settes til 1. desember 2016.

### Styremøte

#### *Nedskrivninger og avskrivninger*

Senere samme dag blir det avholdt styremøte hvor revisjonsutvalget presenterer arbeidet fra møtene den 31. oktober 2016 og 8. november 2016. Det fremkommer at nedskrivningstestene for goodwill må oppdateres og at relativt små endringer i forutsetningene potensielt kan ha en vesentlig effekt på nedskrivningstesten. Det protokolleres at revisor kan utfordre disse forutsetningene, som potensielt kan medføre ytterligere nedskrivninger av goodwill.

Styret angir at endringer av avskrivningsprofilen bør vurderes for at bokførte verdier av bilparken skal samsvare med markedsverdi og restverdi ved utløpet av kontraktene, og at dette vil bli nærmere vurdert i revisjonsutvalget og presenteres til styret før årsslutt.

#### *Finansielle covenants*

I forkant av styremøtet har Selskapet mottatt skriftlig tilbakemelding fra bankene (DNB og Danske Bank) på Selskapets forespørsel om endring av lånevilkår som ledd i å redusere risikoen for covenantbrudd. Tilbakemeldingen har blitt forelagt styret i form av notat fra administrasjonen datert 4. november 2016.

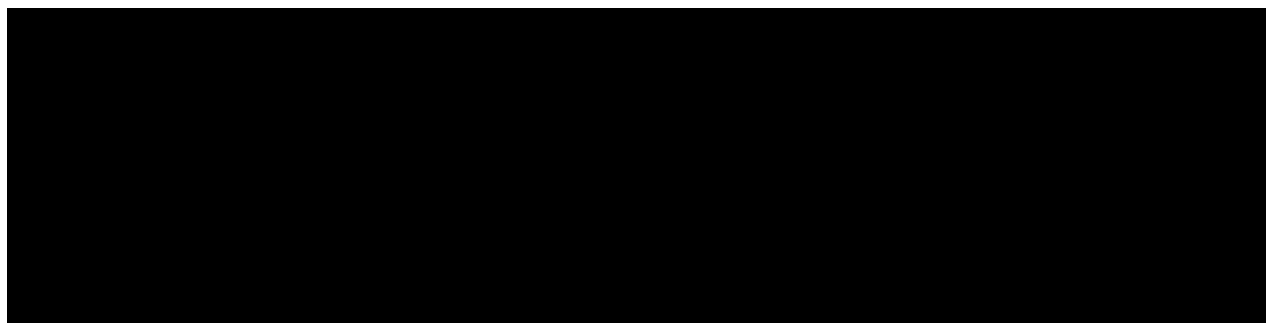
Tilbudet fra bankene innebærer ingen waiver ut over 4. kvartal 2016, og er betinget av at covenanten for Net debt/EBITDA på dette tidspunktet ikke overstiger [REDACTED]. Videre er tilbudet betinget av at bankene gis mulighet til å ta sikkerhet i Selskapets eiendeler, en økning i marginen på [REDACTED] og et waiver gebyr på [REDACTED].

I administrasjonens anbefaling til styret fremgår det at de anbefaler at Selskapet aksepterer tilbudet fra bankene og at risikoen ved å ikke gjøre dette er at Selskapet kan være i brudd med låneavtalen per 31. desember 2016. Ledelsen angir også at man er avhengig av en endring av Selskapets låneavtale før årsslutt ettersom covenant-ratioen da stilles tilbake til 5,00. Det angis videre at ledelsens estimater viser

at covenant-ratioen vil ligge +/- 5,00 i kommende år og at første utkast av 2017-budsjettet viser at disse estimatene kan forverre seg.

I utkastet til Q3-rapport som blir presentert for styret er det inntatt informasjon om at Selskapet har inngått en avtale med bankene for sikre oppfyllelse av de finansielle covenantsene fremover, og at en midlertidig waiver er på plass inntil en endring i låneavtalen var blitt avtalt.

For behandlingen av tilbudet fra bankene blir styret forelagt en oppdatert prognose knyttet til utviklingen i covenant-ratioen. Prognosen viser en svak negativ utvikling for 4. kvartal 2016 sammenliknet med prognosen fremlagt til styremøtet den 30. september 2016.



Det fremgår av protokollen at styret stiller spørsmål ved realismen i årsprognosen for 2016. Styret understreker viktigheten av at prognosene er realistiske i lys av at disse viser at Selskapet er nær covenantbrudd. Styret understreker også alvorret i situasjonen og drøfter hvordan man skal løse utfordringene knyttet til finansielle covenants. Det vises til at prognosene som er fremlagt av ledelsen indikerer en utfordrende situasjon vedrørende NIBD/EBITDA-covenanten selv om mulige justeringer er hensyntatt.

Styret behandler deretter tilbudet fra bankene om waiver, og konkluderer med at dette ikke er tilstrekkelig for å løse Selskapets utfordring knyttet til risikoen for covenantbrudd:

“The board discussed and emphasized the seriousness of a situation and how to resolve the covenant issue. A letter from the banks regarding a proposal for covenant waiver for Q4 16 had been received. The board discussed and reviewed the terms and conditions regarding additional security and increased margin and concluded that the proposal from the banks will be insufficient to resolve a longterm solution to the NIBD/EBITDA ratio.”

Styret instruerer deretter administrasjonen med støtte fra styrets leder om å vurdere ulike alternativer og finne langsiktige løsninger som gir Selskapet tilstrekkelig fleksibilitet for en langsiktig refinansiering av Selskapets låneavtaler som forfaller i 2019.

Samme dag blir Carnegie kontaktet av Selskapet i forbindelse med arbeidet med å finne en løsning for å redusere risikoen for covenantbrudd.

## **9. november 2016 – Offentliggjøring av Q3-rapport**

### *Resultater og håndtering av kontrakter*

Dagen etter styremøtet offentliggjør Selskapet Q3-rapporten<sup>5</sup>, hvor det blant annet fremheves en fortsatt økning i Selskapets inntekter og rekordhøy kontraktportefølje på NOK 7,5 milliarder. Videre opplyses det at forbedringene knyttet til kostandskontroll og risikohåndtering er i ferd med å materialisere seg. Det blir angitt at gjennomgangen og forbedringen av anbudsprosessen er ferdigstilt.

Det opplyses om en nedgang i EBITDA og EBIT sammenliknet med tidligere perioder, men dette gis lite omtale sammenliknet med informasjonen om økte inntekter og kontraktportefølje.

### *Finansielle covenants*

Selskapets Net debt/EBITDA ratio (4.85x) for kvartalet er oppgitt i børsmeldingen i tilknytning til kvartalsrapporten, samt i selve Q3-rapporten. Den negative utviklingen fra 2. kvartal (økning fra 4.7x til 4.85x) er imidlertid ikke omtalt. Den finansielle covenanten er omtalt på følgende måte i note 3 i regnskapet:

“On bank loan covenants RenoNorden ASA shall ensure that the adjusted leverage in respect of any relevant period shall not exceed 5.00:1.”

Som det fremgår er angivelsen av covenantkravet ufullstendig da det ikke oppgis at kravet knytter seg til Net debt/EBITDA. Q3-rapporten inneholder ingen omtale av risikoen for covenantbrudd. Omtalen av risikofaktorer viser utelukkende til risiko omtalt i årsrapporten, og det angis at det ikke har inntrådt noen materielle endringer som har endret Selskapets syn på risiko og usikkerheter.

### *Nedskrivninger og avskrivningsprofil*

Risiko knyttet til revisjon av avskrivningsprofil på Selskapets biler eller ytterligere nedskrivninger er heller ikke omtalt. Børsen vil fremheve at risikofaktoren knyttet til avskrivningsprofilen for Selskapets anleggsmidler som var omtalt i Q2-rapporten under «Risks and uncertainties» er tatt ut i Q3-rapporten.

## **14. november 2016 – Styremøte**

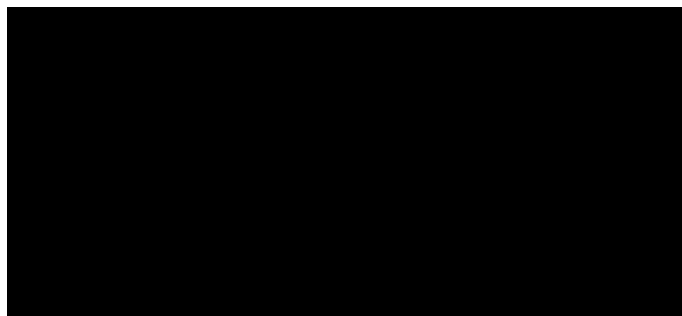
### *Fortrinnsrettsemisjon*

Den 14. november 2016 avholdes det styremøte hvor representanter fra Carnegie deltar og orienterer om en foreslått fortrinnsrettsemisjon. Administrasjonen har i underlagsnotat til styremøtet utarbeidet simuleringer knyttet til egenkapital-ratio, covenants-ratio og Selskapets kontantsituasjon. Simuleringene viser en negativ balanseeffekt knyttet til endret avskrivningsprofil og nedskrivning av goodwill på NOK 300 millioner (NOK 150 millioner + NOK 150 millioner).

---

<sup>5</sup> Se børsmelding: [www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=413110](http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=413110)





Carnegie har i tilknytning til møtet utarbeidet en presentasjon (datert 11. november 2016) med tittel «*Rights issue considerations*». Presentasjonen inneholder blant annet en forutsetning om reduksjon i egenkapital på NOK 150 millioner som følge av endret avskrivingsplan på biler, i tillegg til nedskrivning av goodwill på NOK 150 millioner.

Selskapet har i brev til Oslo Børs datert 3. april 2017 opplyst at anslag knyttet til endret avskrivingsplan og goodwill-nedskrivninger ble oversendt Carnegie den 9. november 2016.

#### **18. november 2016 – Styremøte**

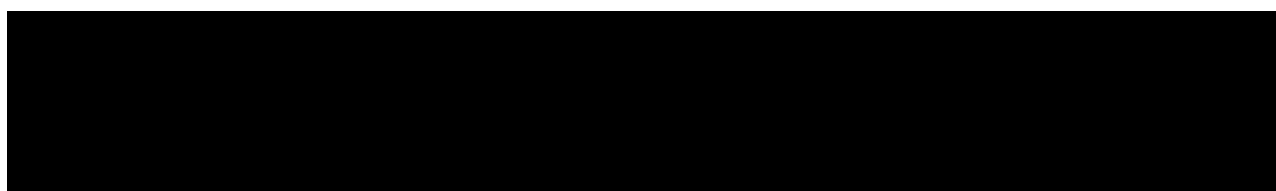
##### *Fortrinnsrettsemisjon*

Styret beslutter i styremøte den 18. november 2016 (etter børsens stengetid) at forberedende arbeider for en garantert fortrinnsrettsemisjon skal iverksettes.

#### **21. november 2016 – Underhåndenvarsling til Oslo Børs**

##### *Fortrinnsrettsemisjon*

Kl. 13.37 den 21. november 2016 ringer Selskapets finansdirektør Oslo Børs og varsler om at det er besluttet å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon i størrelsesorden NOK 350 millioner. Det blir videre opplyst at det skal etableres et garantikonsortium mot institusjonelle investorer. Arbeidet med fortrinnsrettsemisjonen blir opplyst å starte samme dag og være ferdig i god tid før jul. Børsen har i ettertid gjennomgått opptak fra telefonsamtalen, og av denne fremgår det at Selskapet varsler børsen på grunn av ønske om utsatt offentliggjøring.



#### **29. november 2016 – Nummerert brev fra revisor**

I slutten av november 2016 mottar Selskapet et nummerert brev fra revisor hvor KPMG tar opp flere vesentlige forhold; behovet for å revurdere goodwill, avskrivningstiden på bilene, effekten av tapsbringende kontrakter og risikoen for brudd på finansielle covenants. Revisor angir blant annet at de har blitt informert om at det er usikkerhet knyttet til om Selskapet vil oppfylle covenantene per 31. desember 2016.

Revisor fremhever disse forholdene som særlig viktig i lys av den iverksatte prosessen knyttet til fortrinnsrettsemisjonen, og gjør oppmerksom på Selskapets ansvar for riktig og fullstendig informasjon i

prospektet. Videre fremhever revisor at revisjonsutvalget og styret bør vurdere innvirkningene de overnevnte vesentlige forholdene har på Selskapets løpende rapporteringsplikter, særlig at forholdene bør vurderes så raskt som mulig i forhold til et mulig behov for endring («restatement») av en eller flere av delårsrapportene som er publisert i 2016.

### **1. desember 2016 – Styremøte**

#### *Fortrinnsrettsemisjon*

Den 1. desember 2016 avholdes det styremøte hvor styret blir orientert om status for arbeidet med fortrinnsrettsemisjonen. Det fremgår av protokollen at det arbeides med en investorpresentasjon som skal benyttes i møter med potensielle investorer og at det som del av presentasjonen vil bli gitt noe guiding til potensielle investorer. Utkast til presentasjonen blir fremlagt for styremedlemmene. Det angis at den samme informasjonen vil bli gitt til markedet når børsmeldingen vedrørende fortrinnsrettsemisjonen vil bli distribuert. Videre følger det av protokollen at det planlegges å avholde presentasjonen til garantistene den påfølgende uken.

#### *Nedskrivninger og avskrivninger*

I utkastet til investorpresentasjon<sup>6</sup> fremgår det at Selskapet har utfordringer knyttet til nedskrivninger og endringer i avskrivningsprofil. Nedskrivninger og tapsavsetninger er angitt å være i størrelsesorden NOK 220 million til NOK 240 millioner.

Styret behandler også det nummererte brevet fra revisor datert 29. november 2016, hvor det protokolleres kort at brevet beskriver styrets ansvar for utstedelse av prospekt og tar opp enkelte forhold som er relevant i den forbindelse.

#### *Finansielle covenants*

Styret var i forkant av møtet forelagt oppdatert prognose fra administrasjonen som viste estimert covenant-ratio per kvartal ut 2017. Prognosen inneholdt en forutsetning om tilførsel av egenkapital til Selskapet i størrelsesorden NOK 350 millioner i 1. kvartal 2017. Prognosen viste at Selskapet ville være i brudd med finansielle covenants i 4. kvartal 2016. Det fremgår ikke av protokollen at forholdet ble kommentert av styret.

---

<sup>6</sup> Presentasjonen er datert 30. november 2016.

I utkast til investorpresentasjon som er fremlagt for styret er risikoen for covenantbrudd i kommende kvartaler omtalt og det opplyses at dette skyldes nye investeringer og lavere EBITDA enn forventet.

### **16. desember 2016 – Styremøte**

I styremøte den 16. desember 2016 blir det fremlagt utkast til børsmelding, og det protokolleres at Selskapet vil foreslå for generalforsamlingen å godkjenne fortrinnsrettsemisjonen. Styret godkjenner børsmeldingen, herunder den finansielle guidingen og beskrivelsen av fortrinnsrettsemisjonen.

Det fremgår ikke av protokollen at styret behandler fastsettelse av endrede regnskaper for 2. og 3. kvartal særskilt. I dialogen med børsen har Selskapet opplyst at beslutningen om endringen av regnskapene, herunder de regnskapsmessige tapene i størrelsesorden NOK 243 millioner, lå implisitt i beslutningen gjengitt ovenfor.

### **19. desember 2016 – Offentliggjøring av ulike børsmeldinger**

#### *Børsmelding 1/2: Operational and financial update and announcement of fully underwritten rights issue*

##### *Tapsbringende kontrakter*

Den 19. desember 2016 publiserer Selskapet en børsmelding<sup>7</sup> hvor det opplyses at Selskapet har besluttet å gjøre vesentlige tiltak for å forbedre Selskapets operasjonelle virksomhet som en konsekvens av de operasjonelle utfordringene annonsert i tidligere kvartaler, i kombinasjon med økt konkurranse og prispress observert i markedet. Slike tiltak er blant annet innføring av nye rutiner for å redusere risikoen i anbudsprosesser og implementering av kostnadsreduksjoner og effektivitetsprogrammer. Det opplyses videre at oppstart av nye kontrakter har vært vellykket, men med høyere kostnader enn forventet. Det understrekes at til tross for forbedringstiltakene fortsetter de operasjonelle utfordringene å legge press på Selskapets resultater, finansielle stilling og covenants.

##### *Resultatvarsel*

Selskapet opplyser i meldingen at det forventer noe lavere inntekter i 4. kvartal 2016 sammenliknet med tilsvarende periode året før. Det opplyses også at det forventes en svakere utvikling av EBITDA-margin i 4. kvartal 2016 sammenliknet med året før og totale kapitalkostnader (CAPEX) i 4. kvartal 2016 på et noe høyere nivå enn forrige kvartal. Selskapet forventer at EBITDA-marginene vil stabilisere seg på kort sikt og deretter forbedre seg noe på medium sikt. Det forventes også høyere kapitalkostnader i 2017 enn året før grunnet oppstart av store kontrakter i 2017.

##### *Fortrinnsrettsemisjon og finansielle covenants*

Børsmeldingen angir videre at styret har besluttet å gjennomføre en garantert fortrinnsrettsemisjon på NOK 350 millioner. Forslaget blir fremsatt for å styrke Selskapets balanse og for å skape «headroom» med referanse til Selskapets maksimum NIBD/EBITDA-covenant. Det angis at de økte investeringene knyttet til allerede inngåtte kontrakter, i kombinasjon med marginutviklingen, gjør at Selskapet forventer en ytterligere økning av NIBD/EBITDA-ratioen og at fremtidig oppfyllelse av denne finansielle covenanten vil bli utfordrende i de neste kvartalene dersom Selskapet ikke gjennomfører en fortrinnsrettsemisjon.

---

<sup>7</sup> Se børsmelding: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=416303>

Børsmelding 2/2: Restatement av regnskapene for 2. og 3. kvartal*Nedskrivninger og avskrivninger*

Samme dag, den 19. desember 2016, offentliggjør Selskapet en børsmelding om endringer («restatement») av de tidligere publiserte regnskapene for 2. og 3. kvartal 2016<sup>8</sup>. Av børsmeldingen fremgår det at Selskapets Q3-rapport, som inneholder tall for 2. kvartal og 3. kvartal, har blitt restated for å rette feil som oppsto i 2. kvartal 2016.

Endringene knytter seg for det første til en nedskrivning av bokført verdi av enkelte grupper av biler, hvor Selskapet gjennom 2. kvartal har sett at disse har begrenset verdi ved utløpet av kontraksperioden. Gjennomgangen har også vist at enkelte av bilene allerede var tatt ut av bruk i 2. kvartal og hadde en høyere balanseført verdi enn forventede salgspriser på dette tidspunktet, og som medfører at en umiddelbar nedskrivning er påkrevet. I tillegg opplyser Selskapet at økte teknologiske krav i kontrakter har redusert bruksverdien for Selskapets biler og at dette medfører at avskrivningsperioden for disse må reduseres fra 12 til 10 år.

For det andre opplyser Selskapet at det har vist seg at gjennomgangen av nedskrivninger og nedskrivningstester av goodwill utført i 2. kvartal 2016 var ufullstendige og ikke hensyntok en økning i estimerte diskonteringsrenter. Etter å ha gjennomført en oppdatert nedskrivningstest har Selskapet konkludert med at det skulle ha regnskapsført ytterligere nedskrivninger av goodwill i Norge og Danmark, i hovedsak grunnet økte krav til WACC.

Konsekvensene av endringene av regnskapene opplyses å være en kombinasjon av nedskrivninger til forventet gjenvinnbart beløp og økte årlige avskrivninger fremover. Summen av de ytterligere nedskrivningene og økte avskrivningene utgjør totalt NOK 242 millioner.

*Risiko for covenantbrudd*

I likhet med den opprinnelige Q3-rapporten angis det i den restatede Q3-rapporten at Net debt/EBITA er 4.85x per 30. september 2016, men det gis i tillegg en henvisning til note 3 som nå inneholder en redegjørelse for mulig brudd på covenants. I note 3 omtales risikoen for covenantsbrudd som følger:

“Bank loan covenants require that the adjusted leverage (calculated as 12 month revolving EBITDA in relation to the Net debt) in respect of any relevant period shall not exceed 5.00:1. The combination of increased investments and decreased EBITDA has led to the leverage approaching the maximum covenant level (4.85x as of 30 September 2016), and the company risks breaching the maximum covenant of 5.0x over the coming quarters. A covenant breach is expected to result in a significant increase in financing cost and disruption of management focus on operational improvements.”

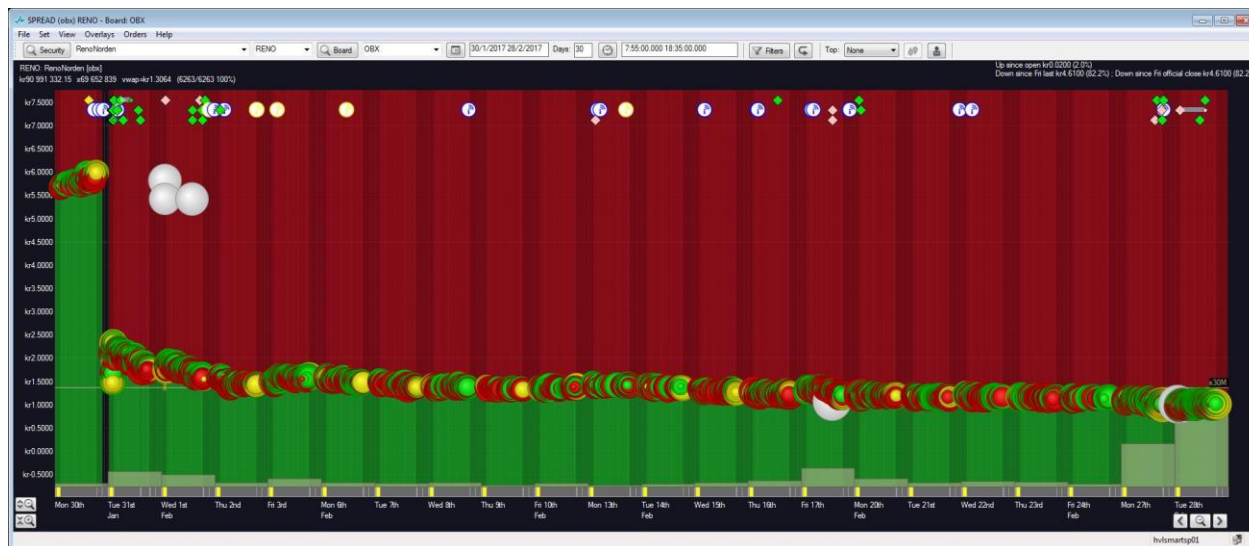
I motsetning til hva som var tilfelle for den opprinnelige Q3-rapporten, inneholder den restatede Q3-rapporten dermed en omtale av risikoen knyttet til covenantsbrudd. Selve beskrivelsen av den finansielle covenanten er også endret sammenliknet med omtalen i den opprinnelige Q3-rapporten og i årsrapporten for 2015, hvor det ikke fremgikk at den aktuelle covenanten knyttet seg til forholdet mellom netto gjeld og EBITDA.

---

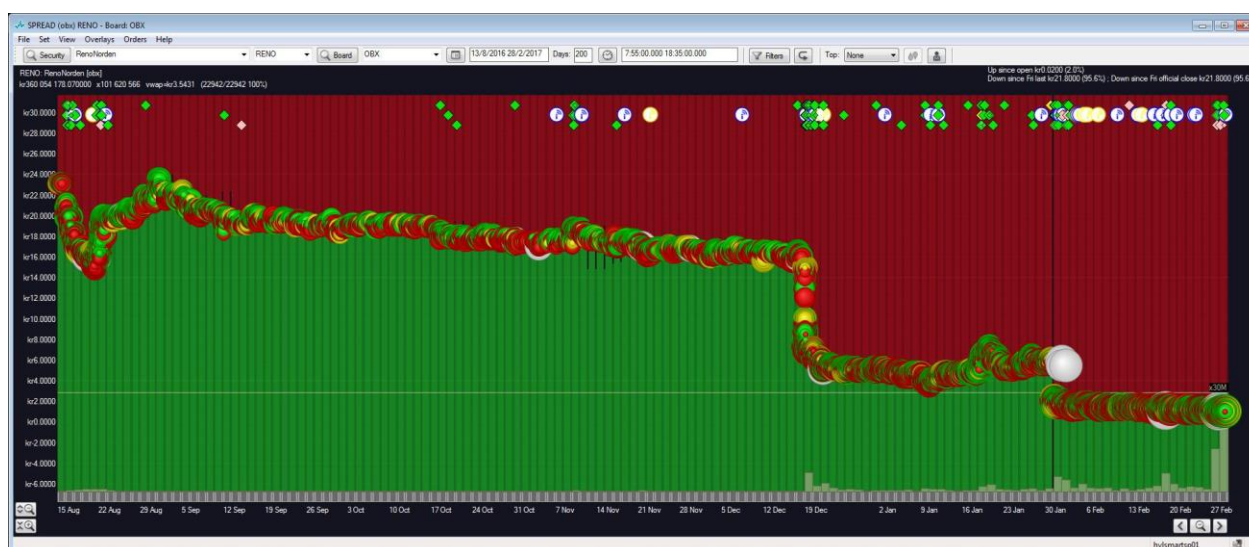
<sup>8</sup> Se børsmelding: [www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=416351](http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=416351)

### 30. januar 2017 – Offentliggjøring av tegningskurs i fortrinnsrettsemisjonen

Den 30. januar 2017 blir det avholdt ekstraordinær generalforsamling i Selskapet hvor emisjonen på NOK 350 millioner ble vedtatt. Tegningskursen ble satt til NOK 1, tilsvarende aksjenes pålydende. Påfølgende dag, den 31. januar 2017 ble aksjen handlet uten tegningsretter og kursen hadde en nedgang på 71 %. Aksjen falt ytterligere gjennom påfølgende måned og medførte dermed en samlet nedgang på 83,2 % fra 30. januar 2017 til 28. februar 2017. I perioden ble det omsatt 68 millioner aksjer til samlet omsetningsverdi på NOK 86 millioner fordelt på 6 000 handler.



I perioden fra 15. august 2016 til 28. februar 2017 har Selskapets aksjekurs dermed falt totalt 95,6 % (fra NOK 23,10 til NOK 1). I perioden ble det gjennomført vel 23 000 handler til omsetningsverdi NOK 360 millioner.



### Etterfølgende forhold

Den 20. mars 2017 offentliggjør Selskapet en børsmelding hvor det opplyses at Selskapet vil pådra seg ytterligere kostnader knyttet til de tapsbringende kontraktene i Selskapet som ble offentliggjort i 2. halvår

2016, samt økte kostander på kontrakter i Danmark. Selskapet anslår at disse forholdene vil redusere Selskapets EBITDA-margin.<sup>9</sup>

Den 1. mai 2017 offentliggjør Selskapet en børsmelding hvor det blant annet opplyses om ytterligere tapsavsetninger på NOK 240 millioner før skatt for 1. kvartal 2017 grunnet tapsbringende og svake kontrakter. Videre opplyser Selskapet at de grunnet nåværende handel og kapitalstruktur forventer å sannsynligvis være i brudd med NIBD/EBITDA-covenanten i løpet av 2. kvartal 2017.

#### 4 Børsens undersøkelser

Oslo Børs besluttet kort tid etter børsmeldingene fra Selskapet av 19. desember 2016 å foreta en gjennomgang av disse og Selskapets tidligere kommunikasjon til markedet. Denne kommunikasjonen ble vurdert opp mot innholdet i børsmeldingene den 19. desember 2016, og informasjonen som var loggført i forbindelse med Selskapets kontakt med Børsen den 21. november 2016.

Det ble besluttet å innhente ytterligere opplysninger, og børsen rettet en formell henvendelse til RenoNorden den 10. januar 2017. Selskapet ble bedt om å redegjøre for prosessene som ledet frem til de forhold som ble varslet i børsmeldingene av 19. desember 2016, herunder om det ble vurdert utsatt offentliggjøring i forkant av børsmeldingene.

Oslo Børs mottok svar fra Selskapet 17. januar 2017. I etterkant har Børsen rettet ytterligere tre henvendelser til selskapet for å innhente ytterligere dokumentasjon og for å klargjøre deler av faktum. Oslo Børs har i sakens anledning sendt følgende henvendelser til RenoNorden:

- Forespørsel av 10. januar 2017
- Forespørsel av 30. januar 2017
- Forespørsel av 20. februar 2017
- Forespørsel av 28. mars 2017

-

Børsen har mottatt følgende svar på ovennevnte forespørsler:

- Svar av 17. januar 2017
- Svar av 3. februar 2017
- Svar av 3. mars 2017 (etter utsatt frist fra opprinnelig 28. februar)
- Svar av 3. april 2017

Den 19. april 2017 underrettet Oslo Børs Selskapet om at man vurderte Selskapets informasjonshåndtering i forhold til verdipapirhandelloven §§ 5-2, 5-3 og verdipapirforskriften § 5-1, jf. Løpende forpliktelser punkt 3.1.1 og 3.1.2, og at børsens foreløpige vurdering var at Selskapet kunne ha brutt nevnte bestemmelser.

Administrasjonens foreløpige syn på saken ble oversendt den 25. april 2017 for kontradiksjon, med forhåndsvarsel om mulig sanksjon (varsel om vedtak, jf. forvaltningslovens § 16) («**Forhåndsvarselet**»). Oslo Børs mottok Selskapets merknader til Forhåndsvarselet den 4. mai 2017.

---

<sup>9</sup> Aksjekursen i Selskapet falt 28.7% i etterkant av meldingen, fra sluttkurs NOK 1,08 mandag 20. mars 2017 til sluttkurs NOK 0,77 tirsdag 21. mars 2017. Det ble handlet 35 millioner aksjer til samlet omsetningsverdi NOK 30 millioner fordelt på 1 600 handler.

## 5 Informasjonsplikt for utstedere – Rettslig grunnlag

Etter vphl. § 5-2 (1), jf. løpende forpliktelser pkt. 3.1.1, skal børsnoterte selskaper uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder.

### 5.1 Nærmere om hva som utgjør innsideinformasjon

Innsideinformasjon er definert i vphl. 3-2 (1) (vår understrekning):

“Med innsideinformasjon 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 innsideinformasjon. 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 innsideinformasjon (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, i følge 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 innsideinformasjon 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 at det er sannsynlig at en fornuftig investor ville ha handlet annerledes om opplysningen var tilgjengelig, 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.

## 5.2 Utsatt offentliggjøring

På nærmere vilkår kan offentliggjøringen av innsideinformasjon utsettes, jf. vphl. § 5-3:

*“(1) Utsteder kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. § 3-4.*

*(2) Legitime interesser som nevnt i første ledd kan typisk relatere seg til:*

- 1. Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring. I særdeleshet der utsteders finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at utsteder er insolvent, kan offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjeeiere eller långiveres interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre utsteders langsiktige finansielle situasjon.*
- 2. beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft som følge av utsteders organisering, forutsatt at offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne villedde allmennhetens korrekte vurdering av forholdet.”*

Innsideinformasjon som er utsatt offentliggjort skal behandles konfidensielt, jf. vphl. §§ 5-3 (1) og 3-4. Børsen har i sine løpende forpliktelser pkt. 3.1.1 til 3.1.3 fastsatt regler som tilsvarer vphl. §§ 5-2, 5-3 og 3-4.

Det følger av verdipapirforskriften § 5-1 at utsteder ved utsatt offentliggjøring uoppfordret og umiddelbart skal varsle Børsen om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen. Tilsvarende plikt følger av løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3). En underretning til børsen gir børsens markedsovervåkningsfunksjon anledning til å intensivere markedsovervåkingen av selskapets aksjer og anvende virkemidler i kursnoteringen, slik som børspause og suspensjon, dersom det er grunn til å tro at noen i markedet er i ferd med å bli kjent med opplysningene. Utsatt offentliggjøring er nærmere omtalt i børs sirkulære 3/2005 pkt. 3.6.

## 5.3 Tilsyn og sanksjonering

Tilsyn og sanksjonering av reglene knyttet til offentliggjøring av innsideinformasjon i vphl. §§ 5-2 og 5-3 er delegert til Oslo Børs, jf. vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og vphl. § 15-2 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1.



## 6 Forholdet knyttet til risiko for finansielle covenants

### 6.1 Innledning

Spørsmålet er om Selskapet har brutt sin informasjonsplikt i henhold til vphl. § 5-2, ved at risikoen for brudd på finansielle covenants utgjorde innsideinformasjon i henhold til vphl. § 3-2 (1), før forholdet ble offentliggjort ved børs melding den 19. desember 2016.

Av børs meldingen 19. desember 2016 fremgikk det som nærmere angitt i punkt 3 ovenfor at Selskapet forventet en ytterligere økning av NIBD/EBITDA-ratioen grunnet økte investeringer som i hovedsak knyttet seg til allerede inngåtte kontrakter, i kombinasjon med margin-utviklingen i Selskapet. Det fremgikk videre at Selskapet anså det utfordrende å ikke overstige grensen på 5,00 for NIBD/EBITDA i Selskapets låneavtale i kvartalene fremover med mindre ikke det ble gjennomført en fortrinnsrettsemisjon.

### 6.2 Selskapets anførsler

Selskapet har på spørsmål fra børsen om når risikoen for covenantbrudd utgjorde innsideinformasjon, opplyst at de anså muligheten for covenantbrudd som en håndterbar risiko som Selskapet ved ulike måter kunne forhindre at skulle inntreffe, og Selskapet var av den oppfatning at dette ikke utgjorde innsideinformasjon. Børsen vil bemerke at anførselen ikke er gjentatt i merknadene fra Selskapet til Forhåndsvarselet.

Børsen forstår Selskapets merknader til Forhåndsvarselet slik at det bestrides at Selskapets vurdering av risikoen for covenantbrudd utgjorde presise opplysninger. Det er anført at prognosene som ble utarbeidet av Selskapet var usikre ettersom de knyttet seg til en rekke fremtidige begivenheter som kunne inntreffe eller utebli. Videre er det fremhevet at prognosene RenoNorden opererte med endret seg over tid, i tillegg til at de knyttet seg til forhold utenfor Selskapets kontroll. Gitt de alvorlige konsekvensene et eventuelt covenantbrudd ville ha, hadde styret plikt til å forholde seg til situasjonen og vurdere handlingsalternativer. Det er anført at dette ikke betydde at Selskapet på tidspunktet hvor prognosene ble utarbeidet hadde kunnskap om at det faktisk ville havne i brudd. Det fremheves at prognosene var fremtidsrettede, skjønnsbasert og usikre, og var ikke tilstrekkelig presise til å utgjøre innsideinformasjon.

Selskapet viser i denne forbindelse bl.a. til Børssirkulære 4/2003 hvor det fremheves at det kan være gode grunner for børsnoterte selskaper til å være tilbakeholdne med å kommentere sine fremtidsutsikter. Selskapet forstår sirkulæret slik at der man ikke tidligere har gitt opplysninger om sine fremtidsutsikter er det opp til selskapene selv å vurdere om de opplysningene om fremtiden man sitter med er tilstrekkelig funderte og pålitelige til å meddele markedet. Selskapet fremhever at det i sirkulæret anbefales at man er tilbakeholden med å gi slik informasjon, særlig der fremtidsutsiktene ikke knytter seg til forhold som selskapet selv ikke kan påvirke.

Det er videre anført at offentliggjøring av en prognose på en gitt dato ville ført til at man løp en betydelig risiko for å villedde markedet, og at man løpende, fra uke til uke, måtte orientere markedet om nye prognoser og igjen risikere å villedde. Det kan etter RenoNordens syn ikke være slik at et selskap plikter å informere markedet umiddelbart når man velger å ta en kjent og konkret risiko på alvor og undersøke hvordan man kan adressere denne, før det er avklart med en viss sannsynlighet på hvilken måte risikoen vil bli håndtert og det konkrete tiltaket utgjør innsideinformasjon.

Selskapet har i merknadene til Forhåndsvarselet også anført at det var kjent på grunnlag av offentlig tilgjengelig informasjon at RenoNorden risikerte å havne i brudd på finansielle covenants. Det er fremhevet at det skal legges til grunn en vid forståelse av hva som er offentlig tilgjengelig informasjon, og det er anført at vilkåret anses som oppfylt selv om ingen spesifikk handling fra selskapet har blitt foretatt for å offentliggjøre informasjonen hvis opplysningene faktisk er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

Selskapet har videre anført at utviklingen i covenant-terskel slik den ble rapportert av Selskapet viste at man gikk fra en stabil situasjon og betryggende margin mot covenant-terskelen i perioden Q4 2014 til Q1 2016, til å befinne seg nært, og stadig nærmere, terskelen i Q2 og Q3 2016. Selskapet erkjenner at de mulige konsekvensene av dette ikke var omtalt i kvartalsrapportene for Q2 og Q3 2016. Det anføres imidlertid at det forhold at det var en risiko for covenant-brudd, og at dette kunne ha negative konsekvenser, var offentlig tilgjengelig informasjon allerede ved offentliggjøringen av kvartalsrapportene for Q2 og Q3 2016. Selskapets anførsel bygger på at covenant-terskelen i låneavtalen var formidlet til markedet og at rekkevidden av et mulig brudd var beskrevet i noteringsprospektet fra 2014.

Basert på det ovennevnte har Selskapet anført at man på grunnlag av offentlig tilgjengelig informasjon kunne konkludere med at det var en forhøyet risiko for brudd på finansielle covenants. Selskapet har også vist til at konklusjonen knyttet til risiko for covenantbrudd ble trukket av markedsaktører på grunnlag av offentlig tilgjengelig informasjon.<sup>10</sup>

Det er videre fremholdt av Selskapet at det forhold at styret fastslo at det var en risiko for covenantbrudd, og at de undersøkte hvorledes det kunne adressere denne, ikke var mer enn hva som allerede var kjent i markedet. Det uttales videre at det er vanskelig å forholde seg til at børsen synes å knytte betegnelsen innsideinformasjon til gradforskjell mellom risiko slik denne er tilgjengelig for markedet og slik Selskapet kan velge å vurdere den. Selskapet mener det ikke kan være slik at Selskapet har en plikt til å informere markedet om at man konservativt sett ser en risiko som tilstrekkelig stor til at de bør adressere den før man faktisk har besluttet hvordan dette skal gjøres.

## **6.3 Børsens vurdering**

### **6.3.1 Innledning**

Det er børsens vurdering at risikoen knyttet til brudd på de aktuelle finansielle covenants, herunder Selskapets vurdering av denne risikoen, utgjør en begivenhet som etter omstendighetene kan utgjøre innsideinformasjon.

Finansielle covenants er vilkår i låneavtaler som normalt er utformet som krav til finansielle nøkkeltall hos låntaker. Slike vilkår settes av bankene ut fra forventet finansiell stilling hos låntaker, som en mekanisme for kontroll av låntakers tilbakebetalingsevne. Dersom låntaker er i brudd, eller nærmer seg brudd med slike finansielle covenants, er dette en indikasjon på at låntakers evne til å nedbetale lånet i henhold til låneavtalens betingelser er svekket.

---

<sup>10</sup> Selskapet har i merknader til Forhåndsvarselet vedlagt tre analyser utarbeidet i hhv. august og oktober 2016 fra hhv. DanskeBank Markets, Carnegie og DNB Markets.

Selskapets låneavtale inneholder som nevnt en finansiell covenant med krav om at Net debt/EBITDA ikke skal overstige 5.00. I foreliggende sak følger det av låneavtalen at bankene kan erklære mislighold av låneavtalen ved brudd på finansielle covenants.

Oslo Børs mener at en konkret risiko for covenantbrudd kan utgjøre presis informasjon som er egnet til å påvirke kursen merkbart, der risikoen ikke er forbigående uten at Selskapet gjennomfører særskilte tiltak for å unngå brudd. Slike tiltak kan være innhentelse av waiver fra långiver og/eller andre tiltak avhengig av eksterne forhold, typisk en kapitalinnhentelse. Børsen mener at opplysning om en slik konkret risiko for covenantbrudd er informasjon en fornuftig investor vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

### 6.3.2 Presise opplysninger

Spørsmålet blir for det første om og på hvilket tidspunkt Selskapets vurdering av risikoen for brudd på finansielle covenants utgjorde presise opplysninger, jf. vphl. § 3-2 (2).

Børsen mener at risikoen for brudd på Selskapets finansielle covenants senest den 8. november 2016 utgjorde en begivenhet som var tilstrekkelig spesifikk for å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen knyttet til dette forholdet.

Børsen bygger det ovennevnte på at risikoen for covenantbrudd hadde økt gjennom høsten 2016, se nærmere om hendelsesforløpet under punkt 3 ovenfor. Børsen noterer at beregninger knyttet til covenants var et tema i revisjonsutvalget den 9. august 2016, og at revisor allerede her anbefaler at revisjonsutvalget og styret vurderer om disse forholdene vil ha implikasjoner på Selskapets rapporteringsplikt til Oslo Børs. Av protokollen fra styremøte 15. august 2016 fremgår det videre av protollen at «*the slim headroom to set covenants must be carefully managed, the Company's cost reduction initiatives must be initiated as soon as possible, as well as negotiating increased covenant headroom with the Company's banks.*».

I styremøtet den 30. september 2016 ble styret presentert prognoser hvor Net debt/EBITDA er angitt til 4,89 per 31. desember 2016. Dette innebærer at små justeringer ved det endelige resultatet per 31. desember 2016 kunne medføre at ratioen oversteg 5.00. I protokollen fremgår det at styret vurderte situasjonen knyttet til prognosene for covenantbrudd som alvorlig, og anmodet ledelsen om å begynne arbeidet mot bankene for å finne en langsiktig løsning nettopp for å redusere risikoen for fremtidige covenantbrudd. Selv om det for børsen fremstår som at risikoen for covenantbrudd var aktualisert og utgjør en presis opplysning allerede på dette tidspunktet, er det ut fra den fremlagte dokumentasjonen ikke klart om Selskapet på dette tidspunktet fremdeles var i ferd med å avklare forholdet og Selskapets alternative løsninger knyttet til situasjonen. I lys av dette finner børsen det vanskelig å fastslå med tilstrekkelig grad av sikkerhet at risikoen på dette tidspunktet utgjorde en presis opplysning i verdipapirhandelovens forstand.

Etter børsens vurdering var det den 8. november 2016 derimot klart at risikoen for brudd på den finansielle covenanten ikke var forbigående eller kunne løses alene ved interne tiltak som f.eks. kostnadsbesparelser, og at det måtte foretas eksterne tiltak for å finne en langsiktig løsning på problemet. I styremøtet den 8. november 2016 var det videre fastslått at bankene ikke ville bidra til en løsning som reduserte Selskapets risiko for covenantbrudd ut over 4. kvartal 2016. Selskapets alternativer for avhjelpende tiltak var dermed begrenset til slike som ville ha betydelige konsekvenser for Selskapet og dets aksjonærer.

At det forelå usikkerheter knyttet til prognosene for covenantbrudd, og at enkelte av disse knyttet seg til forhold utenfor Selskapets kontroll, endrer etter børsens syn ikke på at forholdet utgjorde presise opplysninger. Ved vurderingen av en slik risiko vil det normalt foreligge usikkerhetsmomenter knyttet til prognosene og de forhold som inngår i disse frem til tidspunktet hvor målingen av de finansielle covenants utføres. Det kan derfor ikke oppstilles et krav om at Selskapet må vite at et covenantbrudd vil inntre for at en risiko for covenantbrudd skal utgjøre presise opplysninger i lovens forstand. Det sentrale i saken er at RenoNorden, basert på prognosene, vurderte risikoen som så konkret og alvorlig at det var nødvendig å gjennomføre tiltak for å være sikker på at Selskapet ikke havnet i brudd.

Selskapet har anført at det følger av EUs markedsmissbruksdirektiv fortalen pkt. 31<sup>11</sup> at prognoser og estimater generelt ikke utgjør innsideinformasjon. Denne lyder som følger:

*“Research and estimates developed from publicly available data should not be regarded as inside information and, therefore, any transaction carried out on the basis of such research or estimates should not be deemed in itself to constitute insider dealing within the meaning of this Directive.”*

Til dette vil børsen bemerke at bestemmelsen sier at analyser og estimater som er utarbeidet fra offentlig tilgjengelig informasjon ikke skal anses som innsideinformasjon, og at handel basert på slik forskning eller estimater ikke i seg selv utgjør innsidehandel. Dette betyr derimot ikke at en utsteders egne prognoser eller estimater ikke kan utgjøre innsideinformasjon. En slik forståelse ville undergravet formålet bak utsteders informasjonsplikt, da disse ofte vil besitte mer informasjon enn markedet forøvrig.

Oslo Børs vil dernest påpekte at børsens anførsel ikke knytter seg til hvorvidt det forelå informasjonsplikt om prognosene om covenantberegningene som sådan, men det forhold at det forelå en konkret og alvorlig risiko for brudd på finansielle covenants slik Selskapet opplyste om i børsmeldingen den 19. desember 2016. Denne børsmeldingen inneholdt ikke prognosene som lå til grunn for Selskapets vurdering av risikoen, men informasjon om at Selskapet hadde fastslått at det forelå en økt risiko for covenantbrudd og at det måtte gjennomføres tiltak for å unngå å havne i brudd.

Børsen kan vanskelig se at opplysningene om risiko for covenantbrudd som var inntatt i børsmeldingen den 19. desember 2016, var vesentlig annerledes enn de forventninger Selskapet hadde den 8. november 2016 og som utløste behovet for å gjennomføre tiltak. At Selskapet den 8. november ikke hadde avklart hva slags avhjelpende tiltak som skulle gjennomføres for å sikre at Selskapet ikke havnet i brudd, endrer etter børsens syn ikke på dette. Som nevnt ovenfor mener børsen at det faktum at Selskapet på dette tidspunktet satt med kunnskap om at bankene ikke ville avhjelpe situasjonen etter 4. kvartal 2016, og at Selskapet også valgte å avslå waiveren for denne perioden, konkretiserte risikoen ytterligere.

Selskapet har videre anført at Selskapet den 8. november 2016 ikke hadde visshet rundt når eller om et eventuelt covenantbrudd eventuelt ville inntre eller hvordan dette ville bli håndtert, og at en offentliggjøring av en prognose på en gitt dato ville ført til at man løp en betydelig risiko for å villedde markedet og at man løpende, fra uke til uke, måtte orientere markedet om nye prognoser og igjen risikere å villedde.

---

<sup>11</sup> Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of The Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)

Børsen er ikke enig i dette og bemerker at Selskapets vurdering av fremtidsutsikter kan være presise selv om de ikke er fullstendige, endelige, ubetingede eller entydige, forutsatt at de er tilstrekkelige spesifikke til å trekke en konklusjon om den mulige påvirkningen på kursen. Markedet er godt egnet til å håndtere usikkerhet, gitt at forutsetningene for denne usikkerheten identifiseres, jf. Børsklagenemndens sak 1/2016 (Sandnes Sparebank). Børsklagenemnden fremhever i denne saken at ettersom innsideinformasjon kan oppstå før det foreligger eksakt informasjon, må det klare utgangspunktet være at selskapene kommuniserer til markedet også slik informasjon, med det presisjonsnivå og grad av forbehold selskapet anser påkrevd.

Oslo Børs mener at en offentliggjøring av informasjonen som forelå den 8. november 2016, med en tilhørende identifisering av forutsetningene og usikkerhet, ville gitt markedet muligheten og et grunnlag for en mer korrekt prising av Selskapets aksjer enn hva som var tilfelle i perioden 8. november til 19. desember 2016. Dette må gjelde selv om det den 8. november 2016 ikke var klart hvilke tiltak Selskapet ville gjennomføre for å redusere risikoen for covenant-brudd.

Børsen registrerer for øvrig at Selskapet, til tross for at de uttrykker skepsis til publisering av fremtidsutsikter, den 19. desember 2016 offentliggjorde utsikter knyttet til blant annet EBITDA-margin, fremtidig inntekter og kapitalkostnader, som utgjør elementer for beregning av covenant-ratioen.

Basert på det ovennevnte mener Børsen at opplysningene om Selskapets vurdering av den betydelige risikoen for covenantbrudd utgjorde presise opplysninger senest den 8. november 2016, jf. vphl. § 3-2 (2).

### **6.3.3 Opplysningene må ha vært egnet til å påvirke kursen**

Spørsmålet blir etter dette om Selskapets vurdering av risikoen for covenantbrudd som forelå den 8. november 2016, var av en slik art at det var sannsynlig at en fornuftig investor ville ha handlet annerledes om opplysningene var tilgjengelige, f.eks. ved å avstå fra å handle eller handle til annen kurs.

Børsen mener at det er sannsynlig at en fornuftig investor på dette tidspunktet ville benyttet opplysningene om Selskapets vurdering av risikoen for covenantbrudd og Selskapets tilgjengelige alternativer for å unngå brudd, som en del av beslutningsgrunnlaget for sin investeringsbeslutning. Det er på dette tidspunktet klart at Selskapet ikke bare har en konstatert risiko for å komme i brudd, men at risikoen for brudd fremstår som høy dersom det ikke iverksettes særskilte tiltak.

Børsens vurdering bygger på at låneavtalen hvor de finansielle covenantene var inntatt var Selskapets sentrale kilde for finansiering av virksomheten. Et brudd på finansielle covenants ville bety at bankene kunne bringe Selskapets lån til forfall. Et sannsynlig utfall av brudd på finansielle covenants ville derfor være at Selskapets lån måtte reforhandles, som med stor grad av sannsynlighet ville ha medført betydelige økte finansielle kostnader for Selskapet, noe som også angis i investorpresentasjonen vedlagt børsmeldingen den 19. desember 2016. Det vises i denne forbindelse også til de vilkår som ble stilt av bankene som motytelse for å gi Selskapet en midlertidig waiver. Videre var som nevnt Selskapets handlingsalternativer for å unngå brudd kraftig begrenset den 8. november 2016, noe som etter børsens mening medfører et økt kurspåvirkningspotensiale.

#### 6.3.4 Vilkåret om at informasjonen ikke var offentlig tilgjengelig eller kjent

Det siste vilkåret for at det skal foreligge innsideinformasjon er at opplysningene ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjent i markedet, jf. vphl. § 3-2 (1).

Børsen legger til grunn at den alvorlige og konkrete risikoen for covenantbrudd, slik Selskapet vurderte den, ikke var offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

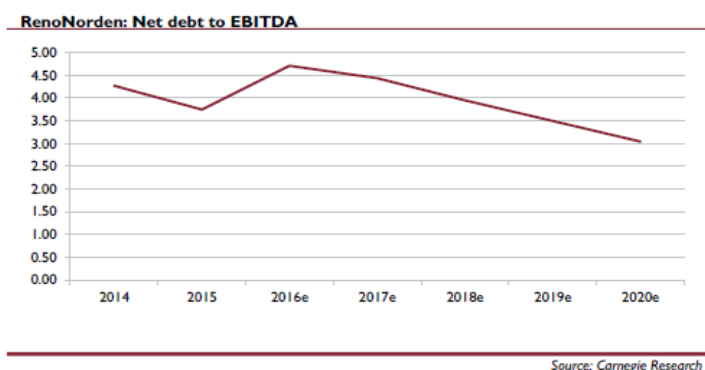
Børsen mener det i nærværende sak må skilles mellom Selskapets vurdering av risikoen for covenantbrudd, og risikoen slik markedet kunne vurdere den. Børsen mener at Selskapet hadde informasjon som ikke var kjent i markedet og som følgelig ikke kunne inngå i markedets vurdering av risikoen for covenantbrudd. Dette var blant annet de selskapsspesifikke forhold som inngikk i prognosene Selskapet løpende utarbeidet knyttet til NIBD/EBITDA-ratio. Selskapets vurdering av risikoen var av denne grunn presumtvt mer presis enn markedets vurdering av risikoen. I den anledning vises det til Selskapets redegjørelse for beregning av NIBD/EBITDA-ratio i brev til børsen av 3. mars 2017. Her fremgår det som følger:

*«Ved beregningen skal man etter punkt 22.2 a) i låneavtalen se på netto gjeld over Adjusted EBITDA (justert EBITDA) for siste 12 måneders-periode, og med Adjusted EBITDA menes EBITDA justert for blant annet Pro Forma EBITDA (som nærmere definert i låneavtalen).*

*I praksis betyr dette at kontrakter som er startet opp i løpet av de siste 12 måneder, inngår i beregningen med full allokering av nettogjeld (NBD). Beregningen av EBITDA skal være en løpende 12 måneders rullerende størrelse. Av denne grunn blir oppstarts-kontrakter ved beregningen tillagt resultat i henhold til Selskapets budsjetter.»*

Børsen mener dette illustrerer hvor vanskelig det var for markedet å kunne vurdere risikoen på samme måte som Selskapet selv. Dette da definisjonen av EBITDA (som ikke var kjent for markedet) viser til både Adjusted EBITDA og Pro Forma EBITDA, og fordi markedet f.eks. ikke har kjennskap til Selskapets budsjetter og prognoser. At Selskapets vurdering av risikoen var mer presis enn markedets vurdering av risikoen illustreres ved at prognosene vedrørende NIBD/EBITDA utviklingen i analysen fra Carnegie datert 17. august 2016 og DNB Markets datert 18. oktober 2016, avviker fra Selskapets egen prognose i samme tidsrom. Selskapets egen prognose viste en høyere risiko for covenantbrudd sammenliknet med de nevnte analysene. Carnegies beregning viser økt covenant-ratio frem til 4. kvartal 2016, men som deretter faller til tilsvarende nivåer som covenanten har ligget på tidligere. Dette står i kontrast med Selskapets egne estimater, hvor covenant-ratioen i hovedsak er progressivt økende og i sjiktet mellom 4,50 og 5,00.

Analysen fra Carnegie viser følgende net debt/EBITDA utvikling:



Selskapet har videre anført som grunnlag for at risikoen var allment kjent at covenant-terskelen, slik den ble rapportert av Selskapet, viste at man gikk fra en stabil situasjon til å befinne seg nært, og stadig nærmere, terskelen i 2. og 3. kvartal 2016. Børsen mener at en rapportering av covenant-terskelen i seg selv ikke gir informasjon om risikoen fremover, ettersom en forverring kan skyldes engangseffekter.

Det er også børsens vurdering at Selskapets forklaring på covenant-utviklingen ga inntrykk av at forverringen skyldtes omstendigheter som ikke ville vedvare:

*“Net debt / EBITDA ratio at the end of the quarter was 4.85x. This is mainly due to investments in new trucks in Denmark.”*

Dette illustreres også ved omtalen i rapporten fra DanskeBank Markets av 17. august 2016:

*“We also note that the company is still in line with its debt covenants, despite an increase in net interest bearing debt and decreased EBITDA. Adjusted coverage is 4.7x, up 0.9 from Q1 (limit of 5x). The increase is explained by investments in new trucks in Denmark.”*

Informasjonen fra Selskapet ga inntrykk av at økningen skyldes et enkeltstående og ikke-vedvarende forhold. Etter børsens vurdering viser analysen fra DanskeBank at markedet kunne forstå dette som at det ikke forelå omstendigheter som tilsa økt risiko fremover.

Børsen mener videre at det må skilles mellom det forhold at en risiko kan konstateres rent objektivt, og Selskapets egen vurdering av risikoen fremover. Informasjonsplikt vil normalt vil foreligge når det oppstår kvalifisert asymmetri mellom hva markedet kan slutte seg til basert på offentlig tilgjengelig informasjon, og Selskapets vurderinger basert på informasjonen Selskapet besitter. Vurderingen av når slik informasjonsplikt inntre påvirkes av hva Selskapet selv har kommunisert til markedet. Børsen mener at RenoNorden selv, gjennom Q2-rapporten og den opprinnelige Q3-rapporten, ikke har gitt markedet mulighet til å foreta en forsvarlig vurdering av risikoen for et fremtidig covenantbrudd. Det vises i denne sammenheng til hvordan den finansielle covenanten var omtalt i rapportene for Q2 og Q3, herunder manglende omtale av risikoforhold knyttet til denne.

Børsen kan ikke se at Selskapet ga informasjon til markedet som gjorde markedet i stand til å foreta en vurdering av risikoen for covenantbrudd av tilsvarende kvalitet som den Selskapet selv utførte.<sup>12</sup> I perioden mellom 16. august og 9. november 2016 oppdaterte Selskapet regelmessig sine egne prognoser, hvilket resulterte i at Selskapet gradvis konstaterte økt risiko for covenantbrudd gjennom 3. og 4. kvartal 2016. Den 9. november 2016 offentliggjorde Selskapet den opprinnelige Q3-rapporten, og rapporterte at Net debt/EBITDA var på 4.85x (pr. 30. september 2016). Nivået viste en negativ utvikling fra 4.7x pr. 30. juni 2016. Selskapet kommenterte imidlertid ikke utviklingen, og meddelte ikke markedet hvordan utviklingen hadde vært i perioden etter 30. september 2016. Selskapet ga heller ikke informasjon om hvordan Selskapet vurderte den fremtidige utviklingen, og ga ikke markedet informasjon som gjorde markedet i stand til å utarbeide tilstrekkelig kvalifiserte prognoser knyttet til EBITDA utviklingen fremover. Dette til tross for at Selskapet selv hadde utarbeidet oppdaterte prognoser som viste risiko for brudd i 4. kvartal 2016.

Som det fremgår ovenfor mener børsen at risikoen for fremtidig covenant-brudd, slik Selskapet selv vurderte den, ikke var offentlig kjent. Børsen kan heller ikke se at det var gitt slik informasjon at markedet, representert ved en fornuftig investor, var i stand til å vurdere risikoen på samme måte som Selskapet selv.

Børsen mener at Selskapet går for langt i å legge ansvaret på markedet representert ved en fornuftig investor, ved å hevde at disse kunne sammenstille fragmenter av informasjon publisert over en såpass lang tidsperiode at Selskapet ikke hadde informasjonsplikt om forholdet. Børsen mener at det i lys av formålet med forbudet mot innsiddehandel, og kravet til at opplysningene ikke er offentlig kjent, ligger et kvalitativt krav om hva som anses å være meddelt markedet. Børsen vil denne forbindelse fremheve fortalen til MAD pkt. 24, hvor følgende uttales:

«Prompt and fair disclosure of information to the public enhances market integrity, whereas selective disclosure by issuers can lead to a loss of investor confidence in the integrity of financial markets. (...)»

Børsen mener at utsteder i sin alminnelighet ikke fritas fra plikten til å offentliggjøre innsiddeinformasjon fordi profesjonelle aktører evner å sette sammen de ulike informasjonselementer som samlet kan utgjøre innsiddeinformasjon. Det relevante må etter børsens oppfatning være om markedet representert ved en fornuftig investor som sådan kan anses å ha fått informasjonen. Fragmentene av informasjon som Selskapet viser til, fremstår som ufullstendig, unøyaktig og lite tilgjengelig.

Børsen understreker videre at en analytikers vurdering eller omtale av et forhold som utgjør innsiddeinformasjon for utsteder, ikke i seg selv innebærer at informasjon om det aktuelle forholdet er offentlig tilgjengelig. Generelt kan utstedere ikke la være å rapportere eller informere om informasjonspliktige forhold basert på at analytikers vurderinger samsvarer med den aktuelle utstedeers vurderinger.

### 6.3.5 Konklusjon

Børsen legger etter dette til grunn at risikoen for brudd på finansielle covenants, slik Selskapet vurderte den, utgjorde innsiddeinformasjon senest den 8. november 2016. jf. vphl. § 5-2 (1) jf. Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 3.1.1.

---

<sup>12</sup> Den 19. august 2016 hvor det ble annonsert at Selskapet hadde vunnet 7 kontrakter i Stockholm.



## **7 Forholdet knyttet til «restatement» av Selskapets delårsresultater for 2. og 3. kvartal 2016**

### **7.1 Innledning**

Spørsmålet under dette punktet er om Selskapet har brutt sin informasjonsplikt i henhold til vphl. § 5-2, ved at RenoNorden først den 19. desember 2016 informerte markedet om at de ville fastsette nye regnskaper for 2. og 3. kvartal 2016, med de konsekvenser dette innebar.

Som det fremgår av den faktiske redegjørelsen i punkt 3 ovenfor, fremgikk det av børsmeldingen den 19. desember 2016 at regnskapene hadde blitt endret som følge av feil som hadde oppstått i 2. kvartal 2016. Endringene innebar ytterligere nedskrivninger og økte avskrivningene på totalt NOK 242 millioner, hvorav NOK 23 millioner knyttet seg til effekten av den kortere avskrivningsperioden for Selskapets bilpark. Videre medførte endringene en økt EBIT-tap for 2. kvartal 2016 på NOK 235 millioner og reduksjon av EBIT for 3. kvartal 2016 med NOK 7 millioner.

### **7.2 Selskapets anførsler**

Selskapet har i merknader til Forhåndsvarselet anført at estimatene som lå til grunn for endringene av kvartalsrapportene for 2. og 3. kvartal 2016 ikke utgjorde innsideinformasjon før det i desember 2016 ble besluttet at det skulle gjennomføres en fortrinnsrettsemissjon. Selskapet har opplyst at dersom dette ikke hadde blitt besluttet, ville styret ikke ha vedtatt endringer i avskrivningsprofilen og nedskrivning av anleggsmidler på dette tidspunktet, slik at informasjonen om dette dermed ikke ville ha oppstått på det tidspunktet. Selskapet fremstiller det som at det var emisjonen som foranlediget en gjennomgang av avskrivningsprofilen på Selskapets bilpark.

Selskapet har forklart at det er vanlig å revurdere kontraktsporfølje og goodwill grundig i forbindelse med den ordinære regnskapsrapporteringen for 4. kvartal, men at Selskapet valgte å foreta en fornyet vurdering på et tidligere tidspunkt for det tilfelle at man skulle foreta en emisjon, på samme måte som når det gjaldt avskrivningsprofilen. Selskapet fremhever at siden de aktuelle forholdene knytter seg til balansemessige vurderinger som Selskapet selv initierer og foretar, vil det være i tråd med vanlig praksis å offentliggjøre forholdet i forbindelse med vanlig regnskapsavleggelse. Dette ettersom forholdene ikke vil være endelig før regnskapene er godkjent og det riktige bildet av endringene og omfanget bare kan gis i forbindelse med regnskapene.

Selskapet fremhever at de aktuelle omstendigheter knytter seg til estimater som først ville ha blitt gjenstand for en fornyet vurdering på et senere tidspunkt dersom man ikke foretok emisjonen. Det er hevdet at omstendighetene ville være foreløpige og usikre inntil man nærmet seg dato for ordinær regnskapsavleggelse. Det sistnevnte er påberopt i tilknytning til børsens merknad i Forhåndsvarselet om at omstendigheter knyttet til fremtidige regnskaper som er egnet til å påvirke kursen merkbart, må offentliggjøres umiddelbart og ikke kan avvende til offentliggjøringen av de aktuelle regnskapene. Dette med mindre vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt.

Selskapet viser til at det er vanlig markedspraksis å avvende til regnskapsavleggelse med å offentliggjøre endringer i estimater knyttet til avskrivninger og avsetninger, også der implikasjonene av slike endringer er egnet til å påvirke kursen, uten at det besluttes utsatt offentliggjøring. Det er forklart at dette skjer rutinemessig ved regnskapsavleggelse for børsnoterte selskaper. Det er ukjent for Selskapet at man skulle

plikte å meddele dette forholdet til markedet lang tid forut for kvartalsrapporteringen, og en slik forståelse vil ikke være i samsvar med vanlig praksis.

Etter hva børsen forstår, mener Selskapet basert på ovenstående at opplysningene om fornyet vurdering av anleggsmidler og goodwill ikke utgjorde innsideinformasjon før det ble klart at det ville bli en emisjon, og etter at de fornyede regnskapstallene for 2. og 3. kvartal 2016 ble vedtatt av styret den 16. desember 2016. Det er fremhevet at Selskapet i praksis var tidligere ute med å offentliggjøre revurderingen av de relevante forholdene enn hva som er vanlig praksis, og at Selskapet ikke bør bli straffet for å ha en proaktiv holdning til dette i tilknytning til en emisjon.

Selskapet har anført at det var en kjent risiko at avskrivningsprofil knyttet til bilene kunne endre seg, og har vist til at risikoen var omtalt i Q2-rapporten 2016. I lys av dette påberoper Selskapet at det var kjent i markedet at man fra tid til annen ville vurdere avskrivningsprofilen, og at denne ville kunne endre seg over tid, avhengig av hvilke forventninger man kunne ha basert på markedsforholdene. Det vises også til at informasjon om selve markedsforholdene, som knyttet seg blant annet til økte teknologiske krav til bilene, var offentlig tilgjengelig og ikke noe som spesifikt knyttet seg til Selskapet.

Selskapet anfører at det på samme måte som for anleggsmidler, var kjent i markedet at det var en risiko for videre nedskrivninger av goodwill. Dette skyldes for det første at de avsetninger og nedskrivninger som hadde blitt foretatt i 2. kvartal 2016 hadde skapt en viss usikkerhet med hensyn til Selskapets kontraktsporfølje. Selskapet har videre fremholdt at det er ordinær praksis for et selskap å periodevis vurdere goodwill. Selskapet har i tilknytning til ovennevnte vist til uttalelser i analyserapporten fra Danske Bank datert 17. august 2016, og i DNBS analyse datert 18. oktober 2016 vedlagt Selskapets merknader til Forhåndsvarselet.

### **7.3 Børsens vurdering**

#### **7.3.1 Innledning**

Børsen vil i den følgende redegjøre for sin vurdering av om forholdet som gjaldt Selskapets fastsettelse av nye regnskaper for 2. og 3. kvartal 2016 utgjorde innsideinformasjon før publisering av disse den 19. desember 2016.

#### **7.3.2 Presise opplysninger**

Basert på hendelsesforløpet beskrevet i punkt 3 ovenfor legger børsen til grunn at Selskapet gjennom høsten 2016 gradvis ble klar over omfanget av forholdene som kom til uttrykk gjennom endringene i de reviderte regnskapene for 2. og 3. kvartal 2016, og som svekket Selskapets resultat med NOK 242 millioner.

Børsen anser at et *konstatert* tap på NOK 242 millioner for et Selskap av RenoNordens størrelse i seg selv utgjør presise opplysninger i henhold til vphl. § 3-2 (2). Børsen er ikke enig med Selskapet i at informasjonen om nedskrivningene og tapsavsetningene på NOK 242 millioner først utgjorde innsideinformasjon på tidspunktet hvor styret den 16. desember 2016 besluttet å foreslå en fortrinnsrettsemisjon, herunder besluttet endringen av regnskapene.

Dokumentasjonen Selskapet har fremlagt viser at gjennomgangen av avskrivningsprofilen ble initiert så tidlig som i juni 2016 og pågikk gjennom høsten 2016. Videre ble en fornyet gjennomgang av kontraktsporføljen påbegynt i august 2016. Børsen mener at hendelsesforløpet viser at prosessen ble

initiert uavhengig av emisjonen og at anslag som lå tett opptil de endelige tall forelå før emisjonen ble besluttet. Estimerer knyttet til potensielle nedskrivninger ble oversendt til Carnegie allerede den 9. november 2016, mens styret først ni dager senere, den 18. november 2016, formelt besluttet å gå videre med forberedelsene til en fortrinnsrettsemisjon.

Anslagene som ble gitt til Carnegie den 9. november tilsa en svekkelse av Selskapets resultat på NOK 300 millioner. Tallene er innarbeidet i presentasjonen Carnegie utarbeidet den 11. november 2016 og som ble benyttet i styremøtet i Selskapet den 14. november 2016. Identiske tall ble benyttet av administrasjonen i presentasjon som ble gitt til styret i samme møte. Selv om anslagene var foreløpige, og tallene senere ble noe redusert, mener børsen det senest på tidspunktet hvor anslagene ble gitt til Carnegie må ha vært sannsynlig for Selskapet at de måtte foreta nedskrivninger og avsetninger av en slik størrelse som ikke kan anses å være alminnelige justeringer i forbindelse med ordinær regnskapsrapportering. Dette til tross for at anslagene ikke var endelig kvantifisert, ble vurdert som noe usikre og at man hadde behov for å bearbeide disse ytterligere. Børsen mener det i denne sammenheng har begrenset relevans og vekt om Selskapet har fremskyndet arbeidet med å ferdigstille de endelige tallene som følge av arbeidet med den planlagte fortrinnsrettsemisjonen. De vises forøvrig til at tallene ikke ble vesentlig endret i perioden fra 9. november 2016 til 16. desember 2016 hvor endringene ble stadfestet av styret.

Det følger av forarbeidene til verdipapirhandelloven at opplysninger kan være presise selv om de ikke er fullstendige, endelige, ubetingede eller entydige, forutsatt at de er tilstrekkelig spesifikke til å trekke en konklusjon om den mulige påvirkningen på kursen. Børsen mener at det forhold at RenoNorden den 9. november 2016, ifølge egne beregninger, risikerte å måtte endre regnskapene for 2. og 3. kvartal negativt med et betydelig beløp for Selskapet, utgjorde presise opplysninger i verdipapirhandellovens forstand. Børsen legger vekt på at arbeidet den 9. november 2016 hadde pågått over lang tid, og at de endelige tallene avvek lite fra disse beregningene. Dette tilsier etter børsens vurdering at arbeidet den 9. november hadde kommet så langt at Selskapet må ha hatt en erkjennelse av at ikke ubetydelige nedskrivninger og tapsavsetninger måtte gjennomføres, og at det på dette tidspunktet var sannsynlig at RenoNorden ville måtte foreta nedskrivninger og tapsavsetninger som ville påvirke regnskapene for 2. og 3. kvartal negativt. Av denne grunn mener børsen at Selskapets beregninger knyttet til revurdering av avskrivningsprofil, vurdering av tapsbringende kontrakter og nedskrivning av goodwill senest den 9. november 2016 oppfylte kravet til presise opplysninger, jf. vphl. § 3-2 (2).

### **7.3.3 Opplysningene må ha vært egnet til å påvirke kursen**

Et ytterligere vilkår for at opplysningen om revurdering av avskrivningsprofil, vurdering av tapsbringende kontrakter og nedskrivning av goodwill utgjorde innsideinformasjon den 9. november 2016, er at opplysningene var egnet til å påvirke kursen på Selskapets aksjer merkbart.

Oslo Børs mener at den potensielle regnskapsmessige effekten av anslagene Selskapet satt med den 9. november 2016 var betydelig, og at informasjon om disse var egnet til å påvirke kursen på Selskapets aksjer merkbart. Det vises i denne forbindelse til påvirkningen på Selskapets aksjekurs ved offentliggjøringen av den opprinnelige Q2-rapporten som innebar tapsavsetninger og nedskrivninger på totalt NOK 249,9 millioner. Etter offentliggjøring av rapporten den 16. august og frem til fredag den 19. august 2016, falt Selskapets aksjekurs med 28,6 %.

#### 7.3.4 Vilkåret om at informasjonen ikke var offentlig tilgjengelig eller kjent

Børsen deler ikke Selskapets vurdering av hva som var kjent i markedet. Børsen ser at muligheten for endring av avskrivningstid er omtalt i Selskapets Q2-rapport. Omtalen var helt generell, men børsen legger til grunn at selv en slik omtale av risiko gjør at markedet må ta høyde for at Selskapets avskrivningsprofil kan bli endret. En slik generell omtale av risiko betyr imidlertid ikke at sannsynligheten for endring av avskrivningsprofil slik den fremsto for Selskapet den 9. november 2016 var allment kjent eller offentlig tilgjengelig. Børsen mener at det på dette tidspunktet forelå en kvalifisert asymmetri mellom informasjonen Selskapet selv hadde, og markedets forventninger. Børsen mener vurderingstemaet må være hvorvidt den konkrete risikoen Selskapet selv var kjent med, var allment kjent. Børsen mener at markedet den 9. november 2016 ikke kunne forutse at nedskrivninger i den størrelsesorden som ble varslet den 19. desember 2016 kunne inntreffe.

Det er videre børsens vurdering at Selskapet forsterket asymmetrien mellom markedets forventninger og informasjonen Selskapet selv hadde ved å utelate omtalen av risikoen for at avskrivningsprofilen kunne endres i Q3-rapporten publisert den 9. november 2016. Det er børsens vurdering at denne utelatelsen ga markedet mindre grunn til å forvente at endring av avskrivningsprofilen og nedskrivning av bilparken var nært forestående. Børsen finner videre grunn til å understreke at en utsteder ikke på generelt grunnlag fritas fra å informere markedet om forhold som utgjør innsideinformasjon på bakgrunn av generelle uttalelser om risiki i tidligere regnskaper og prospekter. Det relevante må være om informasjonen som er gitt til markedet utligner informasjonen Selskapet selv besitter. I tilfeller hvor det foreligger asymmetri vil utsteder som et utgangspunkt være forpliktet til å informere markedet om forholdet for å utligne informasjonen.

Fra Selskapets side er det også fremhevet at risikoen for ytterligere goodwillnedskrivninger er omtalt i analysene Selskapet har fremlagt i sine merknader til Forhåndsvarselet. Børsen vil i den forbindelse bemerke at ingen av analysene synes å fremheve risiko for endret avskrivningsprofil på Selskapets anleggsmidler. Hva angår risikoen for ytterligere nedskrivning av goodwill på kontrakter, kommenteres dette på følgende måte i analysen fra DanskeBank Markets:

«We believe management has taken the necessary measures to minimise the risk of this happening again. However we note that have limited visibility of the order backlog margin.»

I rapporten fra DNB Markets er risikoen omtalt på følgende måte:

«In addition, a further write-down of goodwill could lead to a negative book value of equity, which combined increases dividend risk, in our opinion.»

Børsen mener at det forhold at en potensiell risiko for fremtidig nedskrivning av Selskapets kontrakter er omtalt i analyser, ikke innebærer at informasjon om behovet for å foreta nedskrivninger slik det fremstår for Selskapet er utlignet i markedet. Børsen mener det er av en viss relevans at kursmålet i de fremlagte analysene på ingen måte reflekterer utviklingen i Selskapets aksjekurs etter at markedet ble informert om de inntrufne forhold den 19. desember 2016. Videre er det er uansett ikke slik at Selskapet, i sin alminnelighet, kan anses å ha oppfylt sin informasjonsplikt til markedet ved at de forhold innsideinformasjonen knytter seg til, og som senere viser seg å inntreffe, er omtalt i analyser fra enkelte meglerhus.

I forhold til spørsmålet om risikoen for endring av avskrivningsprofil og ekstraordinære nedskrivninger var kjent i markedet, vil børsen avslutningsvis vise til brevet fra revisor datert 29. november 2016 fremlagt i styremøtet den 1. desember 2016 (omtalt under punkt 3 ovenfor). Revisor fremhevet i brevet viktigheten av å synliggjøre alle forhold knyttet til de aktuelle regnskapsmessige forhold i prospektet som var under utarbeidelse. Børsen kan ikke lese dette på annen måte enn at revisor mente at opplysningene om risikoen for de regnskapsmessige forholdene ikke var kjent i markedet. Børsen mener videre at brevet fra revisor støtter børsens vurdering av at offentliggjøringen av de regnskapsmessige forholdene ikke kunne forventes til avleggelsen av regnskapet for 4. kvartal.

Det fremstår for børsen som at også Selskapet selv vurderte det som nødvendig å gi informasjon om de kommende regnskapsmessige endringene til de potensielle garantistene. Børsen legger til grunn at dette var tilfelle nettopp fordi disse forholdene ikke var allment kjent på tidspunktet hvor garantistene ble kontaktet (5.-7. desember 2016), og at opplysningene var relevante i forhold spørsmålet om deltakelse fra garantistenes side. Børsen kan vanskelig se at informasjonsplikten overfor garantistene er en annen en overfor markedet for øvrig. Børsen er således ikke enig med Selskapet i at muligheten for nedskrivninger og tapsavsetninger ikke utgjorde insideinformasjon før styret vedtok disse den 16. desember 2016. Om dette skulle være tilfelle, ville det ikke vært påkrevd av Selskapet å informere garantistene om de mulige forestående nedskrivningene og tapsavsetningene forut for inngåelsen av avtalen om fulltegningsgaranti med disse.

Som det fremgår ovenfor kan børsen ikke se at Selskapets vurdering av behovet for nedskrivninger og tapsavsetninger den 9. november 2016 var allment kjent eller forventet. Børsen mener forventningene i markedet må ses i lys av nedskrivningen av goodwill og tapsavsetninger som Selskapet gjennomførte i den opprinnelige Q2-rapporten, og Selskapets kommunikasjon til markedet i etterkant, herunder informasjonen som ble gitt gjennom Q3-rapporten som ble offentliggjort den 9. november 2016.

På bakgrunn av det ovenstående mener børsen at den informasjonen Selskapet hadde den 9. november 2016 knyttet til behovet for å revurdere avskrivningsprofil, tapsbringende kontrakter og nedskrivning av goodwill ikke var offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

### **7.3.5 Særlig om adgangen til å avvente offentliggjøring av endringen av avskrivningsprofil og nedskrivninger av goodwill**

Som det fremgår ovenfor deler ikke børsen Selskapets vurdering av hva som har vært kjent i markedet. Selskapet har videre anført at det følger av markedspraksis at informasjon om regnskapsmessige forhold kan utsettes til ordinær regnskapsavleggelse. Selv om det ikke har betydning for børsens konklusjon, finner børsen det nødvendig å kommentere denne anførselen.

Børsen vil innledningsvis påpeke at omstendigheter knyttet til Selskapets fremtidige regnskaper på linje med andre omstendigheter kan utgjøre insideinformasjon. Vurderingstemaet vil her som ellers være om de aktuelle omstendigheter eller informasjonen Selskapet besitter utgjør presise opplysninger som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart, og om disse er offentlig tilgjengelige eller allment kjent i markedet. Om regnskapsmessige forhold utgjør insideinformasjon, og Selskapet ønsker å avvente offentliggjøring av forholdet til neste regnskapsavleggelse, må det etter omstendighetene vurderes om det er grunnlag for utsatt offentliggjøring, jf. vphl. § 5-3.

I forhold til nærværende sak finner børsen dessuten grunn til å påpeke at de regnskapsmessige endringene Selskapet offentliggjorde den 19. desember 2016 innebar korreksjoner av feil i tidligere avlagte regnskaper. En slik omstendighet vil etter børsens syn ha betydningen for Selskapets adgang til å beslutte utsatt offentliggjøring av opplysningene som utgjør innsideinformasjon.

### **7.3.6 Konklusjon**

Børsen legger etter dette til grunn at Selskapets vurderinger og estimater knyttet til endring i avskrivningsprofil, tapsbringende kontrakter og nedskrivning av goodwill utgjorde innsideinformasjon senest den 9. november 2016, jf. vphl. § 5-2 (1) jf. Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 3.1.1.

I lys av at børsen mener at disse forholdene senest utgjorde innsideinformasjon den 9. november 2016, finner børsen det skjerpende at Selskapet samme dato offentliggjorde Q3-rapporten uten å informere markedet om risikoen for de nedskrivninger og tapsavsetninger som ble offentliggjort den 19. desember 2016.

Selskapet offentliggjorde den reviderte Q3-rapporten mandag 19. desember kl. 09.48. Børsen vil bemerke at publisering av rapporten skulle ha skjedd før børsåpning kl. 09.00. Dette gjelder selv om Selskapet gjennom børsmeldingen som ble gitt kl. 07.30 varselet om de regnskapsmessige effektene knyttet til den reviderte Q3 rapporten.

## **8 Beslutningen om fortrinnsrettsemisjonen**

### **8.1 Innledning**

Spørsmålet under dette punktet er om Selskapets beslutning om å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon utgjorde innsideinformasjon før 21. november 2016, da Selskapet iverksatte utsatt offentliggjøring i medhold av vphl. § 5-3, samt om vilkårene for utsatt offentliggjøring var oppfylt på dette tidspunktet.

Som nærmere beskrevet under punkt 3 ovenfor varslet Selskapet Oslo Børs den 21. november 2016 kl. 13:37 at det var besluttet å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon i størrelsesorden NOK 350 millioner. Det ble opplyst at arbeidet skulle påbegynnes samme dag og at Selskapet ønsket utsatt offentliggjøring.

Selskapet har i korrespondansen med børsen før Forhåndsvarselet påberopt at prosessen vedrørende fortrinnsrettsemisjonen først utgjorde innsideinformasjon fra 1. desember 2016, og at Selskapet varslet Oslo Børs den 21. november 2016 ut fra en «føre var» vurdering. Anførselen er ikke opprettholdt i Selskapets merknader til Forhåndsvarselet.

### **8.2 Selskapets anførsler**

Selskapet anfører at det kan være utfordrende i trinnvise prosesser å si eksakt når innsideinformasjon oppstår. Det er opplyst at Selskapet, i foreliggende sak, avventet til etter kick-off møtet med sine rådgivere den 21. november 2016, der konkrete planer for og arbeid med emisjonen ble diskutert og avtalt, før man informerte børsen om utsatt offentliggjøring. Det er anført at dette skyldes at Selskapet forut for møtet den 21. november 2016 hadde vurdert ulike alternativer for refinansiering og det var først på kick-off

møtet de konkrete planene ble omforent. Det er anført at informasjonen om emisjonen før dette møtet ikke var tilstrekkelig presis til å utgjøre innsideinformasjon.

### **8.3 Børsens vurdering**

#### **8.3.1 Innsideinformasjon**

Oslo Børs er ikke enig med Selskapet i at opplysningene om den planlagte fortrinnsrettsemisjonen først utgjorde innsideinformasjon etter kick-off møtet med rådgiverne mandag 21. november 2016. Børsen legger til grunn at Styrets beslutning fredag 18. november 2016, om at forberedende arbeider for en garantert fortrinnsrettsemisjon skulle igangsettes, utgjorde innsideinformasjon fra dette tidspunktet. Børsen kan ikke se at en slik beslutning, gitt situasjonen Selskapet befant seg i, ikke utgjorde en presis opplysning som var egnet til å påvirke kursen på Selskapets aksjer merkbart. Børsen viser i denne forbindelse til at Selskapet den 8. november 2016 besluttet at det måtte gjennomføres tiltak for bedre Selskapets balanse som ledd i å unngå covenant-brudd. I styremøte den 14. november 2016 ble det besluttet at man ville be Carnegie vurdere muligheten for hente egenkapital gjennom et konvertibelt lån. I styremøtet den 18. november 2016 ble resultatet av arbeidet forelagt styret, og styret besluttet at man ville arbeide for å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon. Børsen mener beslutningen på dette tidspunktet var tilstrekkelig presis til at den utgjorde innsideinformasjon, og kan vanskelig se at det etterfølgende planleggingsmøtet med rådgiverne kan ha vært avgjørende i forhold til denne vurderingen. Børsen mener dette er klart selv om det på tidspunktet hvor styret traff sin beslutning ikke kunne fastslås med sikkerhet at Selskapet ville lykkes med å gjennomføre emisjonen.

Det er for øvrig børsens vurdering at beslutningen var egnet til å påvirke kursen på Selskapets aksjer merkbart, og at beslutningen var ikke offentlig tilgjengelig. Sistnevnte synes ikke å være bestridt av Selskapet.

#### **8.3.2 Utsatt offentliggjøring**

Børsen legger videre til grunn at man den 21. november 2016 kl. 13.37 mottok varsel fra Selskapet om utsatt offentliggjøring. Det følger av løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3) at utstederselskapet ved utsatt offentliggjøring uoppfordret og umiddelbart skal varsle børsen om forholdet, herunder om bakgrunnen for utsettelsen. Tilsvarende plikt følger av verdipapirforskriften § 5-1. Beslutningen om å starte arbeidet med en garantert fortrinnsrettsemisjon ble truffet etter børsens stengetid fredag den 18. november 2016. Forståelsen av varslingsplikten på det aktuelle tidspunktet var at varslingsplikten kun gjaldt i børsens åpningstid. For informasjonspliktige forhold som oppstod etter børsens stengetid skulle varsling skje senest før børsåpning påfølgende dag.

For det tilfelle børsen fastholder at Selskapet var forpliktet til å varsle børsen senest før børsåpning den 21. november, har Selskapet anført at det bør det legges vekt på at et eventuelt brudd i alle tilfeller knyttet seg til en kortvarig periode, og at bruddet ikke hadde praktiske konsekvenser.

Når det gjelder spørsmålet om vilkårene for utsatt offentliggjøring var til stede den 21. november 2016, har denne vurderingen nær sammenheng med Selskapets håndtering av øvrige informasjonspliktige forhold som først ble offentliggjort til markedet den 19. desember 2016. Som det fremgår ovenfor mener børsen at disse forholdene utgjorde innsideinformasjon henholdsvis den 8. og 9. november 2016. Fordi emisjonen ble aktualisert som en direkte konsekvens av risikoen for covenant-brudd, og informasjon om dette forholdet ikke ble rettidig offentliggjort, jf. ovenfor, finner børsen ikke grunnlag for å vurdere om vilkårene for utsatt offentliggjøring var tilstede den 21. november 2016.

## 9 Oppsummering

Saken gjelder hvorvidt RenoNorden har opptrådt i strid med verdipapirhandelloven § 5-2 (1), jf. Oslo Børs Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 3.1.1, ved ikke å rettidig offentliggjøre informasjon knyttet til omstendigheter i Selskapet som oppstod i andre halvår 2016. Disse omstendighetene gjaldt risiko for brudd på finansielle covenants i Selskapets låneavtaler, restatement av Selskapets delårsresultater for Q2 og Q3 som innebar nedskrivninger og tapsavsetninger som svekket Selskapets resultat for Q2 og Q3 med NOK 242 millioner (EBIT), og beslutningen om fortrinnsrettsemisjon i Selskapet på NOK 350 millioner.

Som det fremgår ovenfor mener Oslo Børs at risikoen for brudd på finansielle covenants i Selskapets låneavtaler utgjorde innsideinformasjon senest den 8. november 2016. Oslo Børs mener videre at omstendighetene som utløste behov for endring av Selskapets regnskaper for 2. og 3. kvartal 2016 utgjorde innsideinformasjon senest den 9. november 2016. Oslo Børs mener derfor at Selskapet har opptrådt i strid med verdipapirhandelloven § 5-2 (1), jf. Oslo Børs Løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper pkt. 3.1.1, ved først å offentliggjøre informasjon om disse forholdet ved børsmelding den 19. desember 2016.

Selskapet varslet videre Oslo Børs den 21. november 2016 kl. 13.50 om at det var besluttet å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon i størrelsesorden NOK 350 millioner. Oslo Børs mener at Selskapet, ved ikke å informere Oslo Børs før børsens åpningstid den 21. november 2016 har overtrådt løpende forpliktelser pkt. 3.1.2 (3) og verdipapirforskriften § 5-1.

## 10 Sanksjon

Børsen kan ilegge overtredelsesgebyr for brudd på selskapets løpende informasjonsplikt etter vphl. §§ 5-2 og 5-3, jf. vphl. § 17-4 (3) tredje punktum og § 15-1 (2), jf. verdipapirforskriften § 13-1. Overtredelsesgebyret tilfaller statskassen, jf. vphl. § 17-4 (4) annet punktum.

Børsen har i valg og utmåling av sanksjon søkt å se hen til avgjørelser i lignende saker vedrørende brudd på informasjonsplikten.

Wega Mining ASA ble ved børsstyrevedtak 17. juni 2009 ilagt overtredelsesgebyr tilsvarende åtte ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på løpende informasjonsplikt i forbindelse med opplysninger om kapitalbehov som følge av forsinkelser og kostnadsoverskridelser ved Inata-prosjektet i Burkina Faso. I denne saken hadde selskapet "guidet" markedet i forkant av at kostnadsoverskridelsene ble avdekket. Overtredelsen av plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon foregikk over en lang periode på drøye fire måneder.



Sevan Marine ASA ble ved børsstyrevedtak 14. desember 2011 ilagt overtredelsesgebyr tilsvarende seks ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på løpende informasjonsplikt i forbindelse med kostnadsoverskridelser på en av selskapets produksjonsrigger, samt forsinket offentliggjøring av informasjonsdokument. Perioden Sevan var i brudd med bestemmelsen strakk seg over en periode på ca. 2 ½ uke. Det forelå det en skjerpene omstendighet i Sevan-saken da dette dreide seg om et gjentatt brudd på informasjonsplikten innenfor ett og samme år.

Northland Resources S.A. ble ved børsstyrevedtak av 25. juni 2013 ilagt overtredelsesgebyr tilsvarende syv ganger årlig kursnoteringsavgift for brudd på informasjonsplikt i forbindelse med forventede økte drifts- og investeringskostnader, samt effekt av endrede antagelser om øvrige forhold som ville kunne påvirke selskapets inntekter og finansieringssituasjon. Overtredelsen av plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon foregikk over en periode på to måneder.

Sandnes Sparebank ble i 2016 ble ved børsstyrevedtak av 24. august 2016 ilagt overtredelsesgebyr tilsvarende fire ganger årlig kursnoteringsavgift i forbindelse med hendelser som endret forutsetningene for bankens tapsberegninger og som medførte betydelige økte nedskrivninger sammenliknet med hva som var kommunisert i bankens kvartalsrapport for fjerde kvartal 2015. Parallelt med offentliggjøringen av de økte nedskrivningene ble det også offentliggjort at styret i banken foreslo å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon med bruttoproveny på NOK 350 millioner. Det gikk noe over én måned fra innsideinformasjon oppstod til forholdet ble meldt til markedet. Overtredelsen av plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon foregikk over en periode på en måned.

Ved vurderingen av utmålingen i nærværende sak er det sett hen til at saken dreier seg om flere informasjonspliktige forhold, den lange perioden markedet har vært uten informasjon, og sensitiviteten på opplysningene som bidro til en kraftig kursnedgang ved børsmeldingene den 19. desember 2016. Børsen bemerker videre at Selskapet, på tidspunktet hvor risikoen for covenantbrudd tilsa at Selskapets egenkapital måtte styrkes og hvor arbeidet med revurdering av tapsbringende kontrakter og vurdering av avskrivningsprofil må ha visst at ikke ubetydelige nedskrivninger og tapsavsetninger måtte gjennomføres, valgte å offentliggjøre Q3-rapporten uten å omtale disse forholdene. Børsen mener at Selskapet, gjennom hva som ble kommunisert til markedet i Q3-rapporten, og ved ikke å omtale de forholdene som utgjorde innsideinformasjon, villedet markedet. Konsekvensen av dette var at markedet ikke ble satt i stand til å foreta en riktig prising av Selskapets aksjer som reflekterte underliggende og alvorlige forhold knyttet til Selskapet.

Selskapet har i perioden vært i en situasjon hvor de har måtte håndtere flere forhold som hver for seg har utgjort innsideinformasjon. Børsen mener at det nettopp i slike situasjoner er særlig viktig at børsnoterte selskaper utøver en korrekt informasjonshåndtering og løpende vurderer når et forhold kan utgjøre innsideinformasjon. Etter børsens vurdering har Selskapet vist en manglende forståelse av hva som utgjør innsideinformasjon og den forpliktelsen som påligger Selskapet til å informere markedet om forhold som er egnet til å påvirke kursen til Selskapets aksjer merkbart. Børsen vil fremheve at det er avgjørende for markedets integritet at usteder løpende vurderer hva som utgjør innsideinformasjon, og at forpliktelser knyttet til rettidig offentliggjøring av innsideinformasjon etterleveres hos utstederne. Som det fremgår ovenfor mener Børsen at Selskapets overtredelser er alvorlige, og vil fremheve at Børsen, ved eventuelle fremtidige alvorlige brudd på informasjonsplikten vil måtte vurdere hvorvidt Selskapet er egnet for videre notering.

Etter en totalvurdering kommer Oslo Børs til at overtredelsesgebyret passende settes til åtte ganger årlig kursnoteringsavgift lik 1 366 400,- kroner.

På bakgrunn av ovenstående traff børsen følgende vedtak:

For brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 (1), ilegges RenoNorden et overtredelsesgebyr på åtte ganger årlig kursnoteringsavgift, dvs. 1 366 400,- kroner, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13-1.

\* \* \*

**Vedlegg:**

1. Selskapets merknader til Forhåndsvarselet fra Oslo Børs