

# **BØRSKLAGENEMNDEN – SAK 1/2017**

Avgjørelse 6. september 2017 av klage fra RenoNorden ASA over Oslo Børs ASAs vedtak 14. juni 2017 om å ilegge selskapet overtredelsesgebyr etter verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd jf. § 15-1 og verdipapirforskriften § 13-1 for brudd på plikten til å melde innsideinformasjon til markedet etter verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd.

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

Oslo Børs ASA (heretter "Oslo Børs" eller "børsen") fattet 14. juni 2017 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.

Advokatfirmaet Thommessen påklaget vedtaket i brev 29. juni 2017 på vegne av RenoNorden ASA (heretter "selskapet" eller "klager"). Klagen er rettidig fremsatt.

Oslo Børs har ikke funnet grunn til å omgjøre vedtaket. Saken ble ved brev 9. august 2017 oversendt Børsklagenemnden for behandling sammen med børsens merknader til klagen, jf. børsforskriften § 37 sjette ledd og forvaltningsloven § 33 fjerde ledd.

Thommessen innga 18. august 2017, på vegne av klager, kommentarer til børsens merknader til saken i forbindelse med oversendelsen av saken til Børsklagenemnden.

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

## **2. OM SELSKAPET**

RenoNorden driver med renovasjonsvirksomhet i Norge, Danmark, Sverige og Finland. Selskapet ble etablert i 2000 og har operert i Norge siden 2001. Selskapet har en markedsandel i Norge på 46 %, 32 % i Danmark samt 15 % i Sverige og Finland. I 2016 hadde selskapet en omsetning på ca. NOK 1,9 milliarder.

Selskapet ble notert på Oslo Børs 16. desember 2014. I 2016 ble det registrert omsetning av ca. 25 millioner aksjer i selskapet, til en verdi av ca. NOK 350 millioner fordelt på ca. 18 000 handler.

## **3. BAKGRUNN**

### **3.1 Kort om sakens bakgrunn**

Selskapet offentliggjorde 19. desember 2016 to børsmeldinger som opplyste om bl.a. følgende tre forhold:

- 1) Risiko for brudd på finansielle "covenants" i selskapets låneavtaler.

- 2) Endring av delårsregnskapene for 2. og 3. kvartal 2016 som innebar nedskrivninger og tapsavsetninger som svekket selskapets resultat med totalt NOK 242 millioner.
- 3) Beslutning om fortrinnsrettsemisjon på NOK 350 millioner.

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

Oslo Børs besluttet kort tid etter børsmeldingene 19. desember 2016 å foreta en nærmere gjennomgang av disse og holde dem opp mot selskapets tidligere kommunikasjon til markedet og selskapets kontakt med børsen 21. november 2016.

### **3.2 Børsens undersøkelser**

Børsen rettet en formell henvendelse til selskapet 10. januar 2017 om å redegjøre for prosessene som ledet frem til forholdene som ble meldt ved børsmeldingen 19. desember 2016, herunder om det ble vurdert utsatt offentliggjøring i forkant av børsmeldingene. Svar fra selskapet ble mottatt 17. januar 2017. Det ble rettet ytterligere tre henvendelser til selskapet 30. januar, 20. februar og 28. mars 2017. Disse ble besvart henholdsvis 3. februar, 3. mars og 3. april 2017.

19. april 2017 underrettet Oslo Børs selskapet om at man vurderte selskapets informasjonshåndtering opp mot verdipapirhandelloven §§ 5-2 og 5-3 og verdipapirforskriften § 5-1, jf. børsens Løpende forpliktelser punkt 3.1.1 og 3.1.2. Det ble opplyst om at børsens foreløpige vurdering var at nevnte bestemmelser kunne være brutt.

Administrasjonens foreløpige syn på saken ble oversendt selskapet 25. april 2017 for kontradiksjon. I brevet ble det varslet om mulig sanksjon, jf. forvaltningsloven § 16 ("forhåndsvarselet"). Selskapets merknader til forhåndsvarselet ble sendt børsen 4. mai 2017 (brevet er datert 5. mai).

### **3.3 Nærmere om hendelsesforløpet**

#### *3.3.1 22. juni 2016 - Styremøte*

##### *Avskrivningsprofil*

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.

#### *3.3.2 9. august 2016 - Møte i revisjonsutvalget*

##### *Tapsbringende kontrakter*

Selskapets finansdirektør gir en presentasjon for revisjonsutvalget av tap som har blitt identifisert på ulike kontrakter. Dette foranlediger tapsavsetninger og nedskrivninger på totalt NOK 249,9 millioner i regnskapet for 2. kvartal.

### *Finansielle covenants*

I forlengelsen av diskusjonene om de tapsbringende kontraktene diskuterer revisjonsutvalget konsekvensene disse kontraktene har for blant annet de finansielle covenantene i selskapets lånefasilitet. Den finansielle covenanten er inntatt i selskapets hovedlånefasilitet, og bestemmer at selskapets Net debt/EBITDA ratio ikke skal overstige 5,00. Beregningen av Net debt/EBITDA skal gjøres på bakgrunn av "adjusted" EBITDA på vilkår som angis i låneavtalen.

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 bilparken 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.

#### *3.3.3 15. august 2016 - Styremøte*

##### *Q2-rapport og tapsbringende kontrakter*

Ledelsen gir en presentasjon av det pågående arbeidet med gjennomgangen av selskapets kontrakter, der 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, på grunn 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.

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

#### *Tapsavsetninger og nedskrivninger*

I Q2-rapporten fremgår det at Selskapet har måttet gjennomføre tapsavsetninger og nedskrivninger på totalt NOK 249,9 millioner – NOK 159 millioner gjelder estimerte tap, mens NOK 90 millioner gjelder nedskrivning av goodwill. Disse er knyttet til beregnede tap på seks kontrakter i Norge og to i Danmark. Tapene er avdekket gjennom en gjennomgang av selskapets kontrakter som ble iverksatt etter at det ble registrert vesentlige avvik mellom selskapets tilbud på nylig tildelte kontrakter i Norge, sammenliknet med konkurrentenes. 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 kontraktportefølje, 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. Det opplyses ikke om den finansielle covenanten.

Under punktet "Risks and uncertainties" i Q2-rapporten er det gitt en generell henvisning til omtale av risikoforhold i årsrapporten for 2015. I årsrapporten, på s. 44, 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 verken i årsrapporten eller Q2-rapporten.

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

#### *Finansielle covenants*

Styret behandler blant annet ulike forhold knyttet til risikoen for fremtidig brudd på

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 som 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.

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

##### Revisjonsutvalget

I møte i selskapets revisjonsutvalg behandles bl.a. revisors delårsrevisjon og delårsrapporten for 3. kvartal 2016 ("Q3-rapporten").

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 ikke å 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 estimer 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 covenantene 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.

[...]

The company is not in breach of the covenant today, and the board instructed the administration, with support from the chairman, to consider different alternatives and find sustainable solutions with sufficient flexibility for the company to pursue long term refinancing of current loan agreements as they expire in 2019.

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.

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

#### *Resultater og håndtering av kontrakter*

Selskapet offentliggjør Q3-rapporten, der 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 Q3-rapporten og børsmeldingen om rapporten. Den negative utviklingen fra 2. kvartal (økning fra 4.7x til 4.85x) er 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."

Det er ikke presisert i det ovenstående at covenant-kravet knytter seg til Net debt/EBITDA. Q3-rapporten inneholder heller 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 ikke omtalt.

#### *3.3.8 10. november 2016 – aksjonsliste internt i selskapet*

I etterkant av styremøtet 8. november 2016 utarbeidet daglig leder i selskapet en "to do"-liste, som ble sendt på e-post fra finansdirektøren til styreleder. I e-posten fremkommer blant annet følgende:

- Fremlegge konkrete tiltak for å sikre oss mot brudd på covenants
  - Tidligere fakturering
  - Del-fakturering (sjekk ut hva vi kan gjøre i kontraktene)
  - Telefonoppfølging av kunder for å få innbetalt faktura før 31.12
  - Factoring

#### *3.3.9 14. november 2016 - Styremøte*

##### *Fortrinnsrettsemisjon*

Det avholdes 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).

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 avskrivningsplan på biler, i tillegg til nedskrivning av goodwill på NOK 150 millioner. Disse beløpene ble oversendt fra selskapet til Carnegie 9. november 2016.

#### *3.3.10 18. november 2016 - Styremøte*

##### *Fortrinnsrettsemisjon*

Styret beslutter (etter børsens stengetid) at forberedende arbeider for en garantert fortrinnsrettsemisjon skal iverksettes.



### *3.3.11 21. november 2016 – møte med rådgivere og underhåndenvarsling til Oslo Børs*

21. november kl. 1200 avholdt selskapet et oppstartmøte med Carnegie og Thommessen. Umiddelbart etter møtet, kl. 13.37 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. Det fremgår av opptak fra samtalen at selskapet varsler børsen på grunn av ønske om utsatt offentliggjøring.

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

Selskapet mottar 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.

### *3.3.13 1. desember 2016 – Styremøte*

#### *Fortrinnsrettsemisjon*

Det avholdes styremøte der 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 fremgår det at selskapet har utfordringer knyttet til nedskrivninger og endringer i avskrivningsprofil. Nedskrivninger og tapsavsetninger er angitt å være i størrelsesorden NOK 220 millioner 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.

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.

#### *3.3.14 8. desember 2016 - Styremøte*

Budsjett for 2017 behandles.

#### *3.3.15 16. desember 2016 - Styremøte*

Det blir 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.

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

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

##### *Tapsbringende kontrakter*

Selskapet publiserer en børsmelding der det opplyses at selskapet har besluttet å gjøre vesentlige tiltak for å forbedre den operasjonelle virksomheten 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.

#### Børsmelding 2/2: Restatement av regnskapene for 2. og 3. kvartal

##### *Nedskrivninger og avskrivninger*

Samme dag offentliggjør selskapet en børsmelding om endringer ("restatement") av de tidligere publiserte regnskapene for 2. og 3. kvartal 2016. 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 kontraktsperioden. 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 covenantbrudd 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 lead 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.

#### *3.3.17 30. Januar 2017 – Offentliggjøring av tegningskurs i fortrinnsrettsemisjonen*

Det avholdes ekstraordinær generalforsamling i selskapet der emisjonen på NOK 350 millioner vedtas. Tegningskursen settes til NOK 1, tilsvarende aksjenes pålydende. Dagen etter ble aksjen handlet uten tegningsrett, og kursen falt 71 %. Kursen fortsatte å falle neste måned, med et totalt fall på 83,2 % fra 30. januar til 28. februar 2017. I perioden ble det omsatt 68 millioner aksjer til samlet omsetningsverdi NOK 86 millioner, fordelt på 6 000 handler.

Samlet falt kursen 95,6 % fra 15. august 2016 til 28. februar 2017. I perioden ble det gjennomført ca. 23 000 handler til omsetningsverdi NOK 360 millioner.

#### *3.3.18 1. mai 2017 – Offentliggjøring av børsmelding*

I børsmeldingen opplyses det bl.a. om ytterligere tapsavsetninger på NOK 240 millioner før skatt for 1. kvartal 2017. Begrunnelsen er tapsbringende kontrakter. Videre opplyses det at selskapet grunnet nåværende handel og kapitalstruktur venter å sannsynligvis være i brudd med de finansielle covenants i løpet av 2. kvartal 2017.

#### 4. RETTSLIG GRUNNLAG

Verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd lyder:

(1) Utsteder skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd.

Verdipapirhandelloven § 3-2 første til tredje ledd lyder:

(1) 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.

(2) 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.

(3) 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.

Verdipapirhandelloven § 5-3 første og annet ledd lyder:

(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 viliede allmennhetens korrekte vurdering av forholdet.

## **5. BØRSENS VEDTAK**

Oslo Børs' styre fattet 14. juni 2017 vedtak som referert under punkt 1.

Børsen behandler forholdene knyttet til risikoen for brudd på finansielle covenants, "restatement" av kvartalsrapportene for 2. og 3. kvartal 2016, som innebar nedskrivninger og tapsavsetninger på NOK 242 millioner (EBIT), og beslutningen om å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon hver for seg.

### **5.1 Risiko for brudd på finansielle covenants**

#### *5.1.1 Innledning*

Børsen viser til at det i børsmeldingen 19. desember 2016 ble varslet at selskapet ventet en ytterligere økning av NIBD/EBITDA-ratioen grunnet økte investeringer i kombinasjon med marginutviklingen i selskapet. Det ble også opplyst at selskapet anså det utfordrende ikke å overstige grensen på 5,00 i finansielle covenants, med mindre det ble gjennomført en fortrinnsrettsemisjon.

Børsen vurderer det slik at risikoen knyttet til brudd på finansielle covenants, herunder selskapets vurdering av risikoen, utgjør en begivenhet som kan utgjøre innsideinformasjon. Børsen viser til at brudd på finansielle covenants, eller at låntaker nærmer seg brudd, er en indikasjon på at låntakers evne til å nedbetale lånet er svekket.

#### *5.1.2 Presise opplysninger*

Børsen mener risikoen for brudd på finansielle covenants senest 8. november 2016 utgjorde en begivenhet som var tilstrekkelig spesifikk til å trekke en slutning om den mulige kurspåvirkningen knyttet til dette forholdet, jf. verdipapirhandelloven § 3-2 (2).

Børsen viser til at risikoen for covenantbrudd hadde økt gjennom høsten 2016, og at risikoen var tema i revisjonsutvalget allerede 9. august 2016. Børsen viser videre til at revisor anbefalte revisjonsutvalget og styret å vurdere om dette fikk implikasjoner for selskapets rapporteringsplikt overfor Oslo Børs. Børsen viser også til det som ble protokollert fra styremøtet 15. august, sitert under punkt 3.3.

Videre viser børsen til styrets vurdering av risikoen den 30. september 2016, og beskriver styrets vurdering slik at situasjonen var alvorlig. Børsen mener likevel det ikke er klart om selskapet på dette tidspunktet fortsatt avklarte forholdet. Børsen mener at det derimot den 8. november var klart at risikoen for brudd på finansielle covenants ikke var forbigående eller kunne løses alene ved interne tiltak, eksempelvis kostnadsbesparelser, men at det måtte foretas eksterne tiltak for å finne en langsiktig løsning på problemet. Børsen mener det også var klart at bankene ikke ville bidra til en løsning som reduserte selskapets risiko for covenantbrudd ut over 4. kvartal 2016. Børsen uttaler at selskapets alternativer for avhjelpende tiltak var begrenset til slike som ville ha betydelige konsekvenser for selskapet og aksjonærene.

Børsen påpeker at selv om det forelå usikkerheter knyttet til prognosene for covenantbrudd, og at enkelte av usikkerhetene lå utenfor selskapets kontroll, endrer ikke det børsens vurdering av at det forelå presise opplysninger. Børsen viser til at det ved vurderingen av slik risiko normalt vil foreligge usikkerhetsmomenter helt frem til målingen av covenants gjennomføres. Børsen mener det sentrale i saken er at selskapet, 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 brøt covenants.

Børsen kan vanskelig se at opplysningene om risiko for brudd i børsmeldingene 19. desember 2016 var vesentlig annerledes enn forventningene selskapet hadde 8. november, som utløste behov for å gjennomføre avhjelpende tiltak. Børsen endrer ikke sitt syn selv om selskapet 8. november ikke hadde avklart hvilke avhjelpende tiltak som skulle gjennomføres. Børsen viser til at selskapet satt med kunnskap om at bankene ikke ville avhjelpe situasjonen ut over 4. kvartal 2016, og at selskapets avslag på "waiver" for 4. kvartal konkretiserte risikoen ytterligere.

Børsen presiserer at selskapets fremtidsutsikter ikke må være fullstendige, endelige, ubetingede eller entydige for å kunne utgjøre presis informasjon, forutsatt at de er tilstrekkelige spesifikke til å trekke en konklusjon om den mulige påvirkningen på kursen. Børsen viser til at markedet er godt egnet til å håndtere usikkerhet, såfremt forutsetningene for usikkerheten identifiseres, jf. Børsklagenemndens sak 1/2016. Børsen påpeker for øvrig at selv om selskapet uttrykker skepsis til å publisere fremtidsutsikter, inneholdt børsmeldingen 19. desember utsikter knyttet til EBITDA-margin, fremtidige inntekter og kapitalkostnader, som utgjør elementer for beregning av covenant-ratioen.

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

Børsen mener det er sannsynlig at en fornuftig investor 8. november ville benyttet opplysningene om selskapets vurdering av risikoen for brudd på covenant og selskapets tilgjengelige alternativer for å unngå brudd, som en del av beslutningsgrunnlaget for sin investeringsbeslutning. Børsen mener det var klart at selskapet ikke bare hadde en konstatert risiko for å bryte med covenants på dette tidspunktet, men at risikoen for brudd fremsto som høy dersom det ikke ble iverksatt særskilte tiltak.

Børsen viser til at låneavtalen hvor finansielle covenants var inntatt, var selskapets sentrale finansieringskilde. Børsen legger til grunn at et sannsynlig utfall av brudd ville være at låneavtalene måtte reforhandles, noe som med stor sannsynlighet ville ha medført betydelige økte finansielle kostnader. Børsen påpeker at dette angis i investorpresentasjonen vedlagt børsmeldingen 19. desember 2016. Børsen viser videre til bankenes betingelser for å akseptere en midlertidig "waiver", og at selskapets handlingsalternativer for å unngå brudd 8. november 2016 var kraftig begrenset, noe som økte kurspåvirkningspotensialet.

#### *5.1.4 Opplysningene var ikke offentlig tilgjengelig eller kjent*

Børsen mener selskapet hadde opplysninger som ikke var kjent i markedet, og som derfor ikke kunne inngå i markedets vurdering av risikoen for covenantbrudd. Børsen nevner selskapsspesifikke forhold som inngikk i prognosene for NIBD/EBITDA-ratio. Børsen legger til grunn at selskapets vurdering av risikoen for covenantbrudd av denne grunn var presumtivt mer presis enn markedets vurdering av risikoen. Børsen viser også til selskapets egen beskrivelse av beregningen av NIBD/EBITDA-ratio, inntatt i børsens vedtak punkt 6.3.4. Børsen mener redegjørelsen illustrerer hvor vanskelig det er for markedet å kunne vurdere risikoen på samme måte som selskapet. Børsen påpeker at definisjonen av EBITDA (som ikke var kjent i markedet) i redegjørelsen viser til både Adjusted EBITDA og Pro Forma EBITDA, og fordi markedet f.eks. ikke kjenner selskapets budsjetter og prognoser.

Børsen påpeker også forskjellen mellom analyser utarbeidet av Carnegie 17. august 2016 og DNB Markets 18. oktober 2016 for utviklingen i selskapets risiko for covenantbrudd, sammenlignet med selskapets egne prognoser for samme tidsrom.

Børsen uttaler, som svar på klagers anførsler til børsens forhåndsvarsel om vedtak, at rapporteringen om covenant-terskelen i seg selv ikke gir informasjon til markedet om risikoen fremover, ettersom forverring kan skyldes engangseffekter. Selskapet hadde vist til at kvartalsrapportene for 2. og 3. kvartal 2016 viste at man nærmet seg terskelen for covenantbrudd. Børsen viser også til selskapets forklaring på covenantutviklingen som ble gitt, der det ble vist til investeringer som begrunnelse for forverringen i NIBD/EBITDA-ratioen.

Børsen mener det må skilles mellom det forhold at en risiko objektivt kan konstateres, og selskapets egen vurdering av risikoen fremover. Børsen mener informasjonsplikt normalt vil foreligge når det er kvalifisert asymmetri mellom hva markedet kan slutte seg til basert på offentlig tilgjengelig informasjon, og selskapets vurderinger basert på informasjon selskapet sitter på. Børsen uttaler videre at vurderingen av når informasjonsplikt inntre påvirkes av hva selskapet selv har kommunisert til markedet. Børsen mener at selskapet i Q2-rapporten og den opprinnelige Q3-rapporten ikke ga markedet mulighet til å foreta en forsvarlig vurdering av risikoen for covenantbrudd.

Børsen viser til at selskapet gradvis oppdaterte egne prognoser fra august til november 2016, men ikke kommenterte utviklingen i NIBD/EBITDA-ratioen i kvartalsrapportene, og ga heller ikke informasjon om utviklingen i ratioen etter 30. september (Q3-rapporten ble fremlagt 9. november).

Børsen mener 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 over en lang tidsperiode, slik at selskapet ikke hadde informasjonsplikt. I lys av formålet med forbudet mot innsidehandel og kravet til at opplysningene ikke er offentlig kjent, mener



børsen det ligger et kvalitativt krav om hva som anses å være meddelt markedet. Børsen viser også til markedsmisbruksdirektivets fortale avsnitt 34 for å underbygge dette.

Selskapet anførte i merknadene til forhåndsvarselet at covenantterskelen i låneavtalen til selskapet var formidlet til markedet og at rekkevidden av et mulig covenantbrudd var beskrevet i noteringsprospektet datert 28. november 2014. Børsen mener at utsteder i sin alminnelighet ikke fritas fra plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon fordi profesjonelle aktører evner å sette sammen de ulike informasjonselementene som samlet kan utgjøre innsideinformasjon. Børsene mener det relevante må være om markedet representert ved en fornuftig investor som sådan kan anses å ha fått informasjonen. Børsen karakteriserer fragmentene av informasjon selskapet viser til som ufullstendig, unøyaktig og lite tilgjengelig.

Avslutningsvis understreker børsen at analytikerens vurdering eller omtale av et forhold som utgjør innsideinformasjon for utsteder, ikke i seg selv innebærer at informasjon om det aktuelle forholdet er offentlig tilgjengelig. Børsen uttaler generelt at utsteder ikke kan la være å rapportere eller informere om informasjonsspliktige forhold basert på at analytikerens vurderinger samsvarer med utstederens vurderinger.

## **5.2 "Restatements" av selskapets delårsresultater for 2. og 3. kvartal 2016**

### *5.2.1 Presise opplysninger*

Børsen mener at selskapet gjennom høsten 2016 gradvis ble klar over omfanget av forholdene som ledet til endringene av selskapets regnskaper for 2. og 3. kvartal, som svekket selskapets resultat med totalt NOK 242 millioner. Børsen anser et konstatert tap på NOK 242 millioner for presise opplysninger etter verdipapirhandelloven § 3-2 annet ledd. Børsen er ikke enig med selskapet, når selskapet i merknadene til forhåndsvarselet anfører at endringene av regnskapene først utgjorde presise opplysninger når endringene ble besluttet av selskapet.

Børsen viser til at gjennomgangen av avskrivningsprofilen ble startet i juni 2016 og en fornyet gjennomgang av kontraktporteføljen ble startet i august 2016. Børsen mener hendelsesforløpet viser at prosessen ble startet uavhengig av emisjonsprosessen og at anslag som lå tett opptil de endelige tallene forelå før emisjonen ble besluttet. Børsen viser til at estimater om potensielle nedskrivninger ble sendt Carnegie allerede 9. november 2016, mens styret først 18. november 2016 formelt besluttet å gå videre med forberedelsene til emisjonen.

Børsen påpeker at selv om tallene som ble oversendt Carnegie var foreløpige anslag, mener børsen at det på dette tidspunktet, 9. november 2016, var sannsynlig for selskapet at det måtte foretas nedskrivninger og avsetninger av en størrelse som ikke kan anses å være normale justeringer i forbindelse med ordinær regnskapsrapportering. Børsen mener 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 videre det har begrenset relevant og vekt om selskapet fremskyndet arbeidet med å ferdigstille tallene som følge av arbeidet med fortrinnsrettsemisjonen.

Børsen oppsummerer med å vise til at arbeidet med estimatene 9. november 2016 hadde pågått over lang tid og at de endelige tallene avvek lite fra beregningene. Børsen mener dette tilsier at selskapet 9. november må ha hatt en erkjennelse av at ikke ubetydelige nedskrivninger og tapsavsetninger måtte gjennomføres, og at det var sannsynlig at selskapet ville måtte foreta nedskrivninger og tapsavsetninger som ville påvirke regnskapene for 2. og 3. kvartal negativt.

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

Børsen mener kurspåvirkningspotensialet til nedskrivningene og tapsavsetningene var betydelig, og viser til at da den opprinnelige Q2-rapporten inneholdt opplysninger om nedskrivninger og tapsavsetninger på NOK 249,9 millioner, falt kursen 28,6 % fra 16. til 19. august 2016.

### *5.2.3 Opplysningene var ikke offentlig tilgjengelig eller kjent*

Børsen mener opplysningene om mulige, ytterligere nedskrivninger og tapsavsetninger ikke var kjent i markedet. Børsen ser at muligheten for endring av avskrivningstid er omtalt i den opprinnelige Q2-rapporten. Børsen påpeker at omtalen var helt generell og legger til grunn at slik omtale kan gjøre at markedet må ta høyde for at avskrivningsprofilen kan bli endret. Børsen mener imidlertid ikke at en slik generell omtale medfører at sannsynligheten for nedskrivninger og tapsavsetninger slik det fremsto for selskapet 9. november, var kjent for markedet. Børsen mener det forelå en kvalifisert asymmetri mellom markedets og selskapets informasjon, og at vurderingstemaet er den konkrete risikoen som selskapet var kjent med, var allment kjent.

Børsen mener videre at selskapet forsterket asymmetrien ved å utelate omtale av risikoen for at avskrivningsprofilen kunne endres i Q3-rapporten publisert 9. november 2016. Børsen mener dette ga markedet mindre grunn til å forvente en nært forestående endring av avskrivningsprofilen og nedskrivning av bilparken. Børsen understreker også at utstedere ikke fritas for informasjonsplikten om innsideinformasjon på bakgrunn av generell omtale av risiko i tidligere regnskaper og prospekter, men at det relevante er om informasjonen som er gitt til markedet, utligner informasjonen selskapet besitter.

I merknader til forhåndsvarselet viste selskapet til de tidligere nevnte analysenes omtale av risikoen for ytterligere nedskrivninger av goodwill. Børsen bemerker at ingen av analysene fremhever risiko for endret avskrivningsprofil på selskapets anleggsmidler. Børsen mener videre at det forhold at en generell 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 har en viss relevans at kursmålene i de relevante analysene på ingen måte reflekterte den faktiske kursutviklingen da nedskrivningene og tapsavsetningene ble kjent 19. desember.

Børsen bemerker at selskapet, i sin alminnelighet, ikke kan anses å ha oppfylt sin informasjonsplikt ved at de forhold innsideinformasjonen knytter seg til, og som senere viser seg å inntreffe, er omtalt i analyser fra enkelte meglerhus.

Avslutningsvis viser børsen til det nummererte brevet fra revisor 29. november 2016, der revisor fremhevet viktigheten av å synliggjøre alle forhold knyttet til de aktuelle regnskapsmessige forholdene i prospektet som var under utarbeidelse. Børsen leser dette slik at revisor mente disse forholdene ikke var kjent i markedet. Børsen mener videre at brevet støtter børsens vurdering av at offentliggjøring av nedskrivningene og tapsavsetningene ikke kunne vente til avleggelsen av regnskapet for 4. kvartal.

Børsen påpeker også at selskapet informerte potensielle garantister i perioden 5. til 7. desember 2016 om de kommende endringene i forbindelse med emisjonen. Børsen legger til grunn at selskapet gjorde dette nettopp fordi informasjonen ikke var allment kjent da garantistene ble kontaktet. Børsen kan vanskelig se at informasjonsplikten overfor markedet er en annen enn ovenfor garantistene.

Børsen kommenterer særskilt selskapets anførsel om at det er vanlig markedspraksis å utsette informasjon om regnskapsmessige forhold til ordinær regnskapsavleggelse. Børsen understreker at slike opplysninger kan utgjøre innsideinformasjon, og at utsatt offentliggjøring i så fall beror på om det er grunnlag for utsatt offentliggjøring etter verdipapirhandelloven § 5-3.

### **5.3 Beslutning om fortrinnsrettsemisjon**

Børsen legger til grunn at det forelå innsideinformasjon om beslutningen om å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon fredag 18. november 2016. Børsen er ikke enig med selskapet i at det forelå innsideinformasjon først etter møtet mellom selskapet og dets rådgivere den 21. november 2016. Børsen legger til grunn at styret besluttet å sette i gang forberedende arbeider for en garantert fortrinnsrettsemisjon 18. november, og at denne beslutningen var tilstrekkelig presis til at den utgjorde innsideinformasjon. Børsen kan vanskelig se at det etterfølgende møtet med rådgiverne kunne ha vært avgjørende, og mener videre at beslutningen utgjorde innsideinformasjon selv om det ikke var mulig å fastslå med sikkerhet at selskapet ville lykkes med å gjennomføre emisjonen.

Børsen mener videre at beslutningen var egnet til å påvirke kursen på selskapets aksjer merkbart, og at beslutningen ikke var offentlig tilgjengelig.

Børsen vurderer så om det var grunnlag for utsatt offentliggjøring av innsideinformasjonen. Siden børsen la til grunn at det forelå innsideinformasjon etter børsens stengetid fredag 18. november, skulle børsen vært varslet om dette senest før børsåpning påfølgende dag. Selskapet har anført, for det tilfelle at det anses å foreligge innsideinformasjon fra 18.

november, ikke 21. november, at det bør vektlegges at et eventuelt brudd i alle tilfeller har knyttet seg til en kort periode og at bruddet ikke hadde praktiske konsekvenser.

Videre mener børsen vilkårene for utsatt offentliggjøring har tett sammenheng med vurderingen av selskapets håndtering av den øvrige innsideinformasjonen. Børsen påpeker at siden emisjonen var en direkte konsekvens av forhold som henholdsvis 8. og 9. november utgjorde innsideinformasjon, og siden disse forholdene ikke ble rettidig offentliggjort finner ikke børsen grunnlag for å vurdere om vilkårene for utsatt offentliggjøring av oppfylt 21. november 2016.

#### **5.4 Sanksjon**

Etter en totalvurdering og gjennomgang av tidligere praksis i saker om utsteders løpende informasjonsplikt, anser børsen et overtredelsesgebyr på åtte ganger årlig kursnoteringsavgift for å være en passende sanksjon. I vurderingen påpeker børsen at saken gjelder flere informasjonspliktige forhold, en lang periode der markedet har vært uten informasjon og sensitiviteten i opplysningene, illustrert ved den faktiske kurspåvirkningen da opplysningene ble offentliggjort. Børsen viser også til at selskapet valgte å offentliggjøre Q3-rapporten uten å opplyse om forholdene, noe børsen karakteriserer som en villedning av markedet.

Børsen understreker videre at det er nettopp i situasjoner der selskap må håndtere flere forhold som hver for seg er innsideinformasjon, at de må utøve korrekt informasjonshåndtering og løpende vurdere når et forhold kan utgjøre innsideinformasjon. Børsen mener selskapet har vist en manglende forståelse av hva som utgjør innsideinformasjon, og vurderer overtredelsene som alvorlige.

### **6. KLAGERS ANFØRSLER**

#### **6.1 Generelt**

Klager mener børsens vedtak er ugyldig som følge av at det bygger på uriktig faktum og uriktig rettsanvendelse. Subsidiært anfører klager at skjønnsutøvelsen ved fastsettelsen av overtredelsesgebyret er for streng.

Generelt understreker klager at børsens vurderinger etterlater uklarhet om vurderingene i vedtaket er knyttet til presiseringene i definisjonen av innsideinformasjon i verdipapirhandelloven § 3-2 annet og tredje ledd. Særlig fremheves det at børsen gjennomgående vurderer om opplysningene er "presise" på gitte tidspunkter, uten å vurdere

de konkrete vilkårene i verdipapirhandelloven § 3-2 annet ledd. Klager har også en omfattende, generell gjennomgang av vilkårene i verdipapirhandelloven § 3-2.

I tillegg understreker klager viktigheten av å bedømme relevante forhold på grunnlag av faktum som knytter seg direkte til disse, og ikke å legge vekt på etterfølgende omstendigheter i selskapet. Klager viser særlig til vedtaket s. 13-14 i denne sammenheng.

For øvrig opprettholder klager argumentasjonen fremsatt i selskapets svar til børsens forhåndsvarsel om vedtak, datert 5. mai 2017. Det redegjøres også for denne argumentasjonen i det følgende.

## **6.2 Risiko for brudd på finansielle covenants**

### *6.2.1 Uriktig faktum*

Klager er ikke enig med børsen i at selskapet 8. november 2016 konkluderte med at tiltak i lys av risikoen for covenantbrudd måtte gjennomføres. Klager mener børsens konklusjon i vedtaket s. 20, om at selskapet, basert på egne prognoser, vurderte risikoen for covenantbrudd som så konkret og alvorlig at det var nødvendig å gjennomføre tiltak (ut over operasjonelle tiltak på kort sikt) for å være sikker på at selskapet unngikk brudd, mangler holdepunkter i faktum. Klager understreker at børsen bør være varsom med å tillegge selskapet og styret meninger som ikke fremgår av det faktiske materialet, siden saken involverer strenge sanksjoner.

Selskapet mener at det man konkluderte med 8. november var at det var en risiko for brudd på covenants ved utløpet av 2. kvartal 2017, og at man ønsket å utrede alternativer for å adressere dette. Klager mener det er en kortslutning å konkludere med at det at selskapet besluttet å utrede måter å adressere en risiko på, betyr at risikoen i seg selv utgjør spesifikk informasjon. Klager hevder videre at beslutningen om å utrede alternativer ikke innebar at det var trolig at et dramatisk tiltak som ville bli gjennomført, eller at noe tiltak overhodet ville bli gjennomført. Klager understreker at 8. november var det fortsatt slik at selskapet utredet flere alternativer, og også mer kortsiktige løsninger var aktuelle dersom langsiktige løsninger ikke var attraktive. Klager viser til styreprotokollen fra møtet, og siterer følgende:

The company is not in breach of the covenant today, and the board instructed the administration, with support from the chairman, to consider different alternatives and find sustainable solutions with sufficient flexibility for the company to pursue long term refinancing of current loan agreements as they expire in 2019.

Under henvisning til børsens sitat fra styreprotokollen, inntatt under punkt 3.3, anfører klager at styret "emphasized the seriousness [...] and how to resolve the covenant issue" for å sikre at ledelsen fulgte opp forholdet på en betryggende måte. Klager viser til at projeksjonene ikke viste noen umiddelbar fare for å gå i brudd, og også til at diskusjoner etter 8. november viste at prognosene var mindre dramatiske enn forutsatt.

Klager anfører videre at børsen feilaktig legger til grunn at det etter 8. november ikke lenger var et alternativ å gå til bankene for å få en "waiver" knyttet til finansielle covenants. Klager mener dette ikke er korrekt. Klager viser til at selskapet ikke fant bankenes tilbud om "waiver" interessant, ettersom tilbudet kun knyttet seg til 4. kvartal 2016, og selskapet ifølge prognosene ikke ville ha behov for en "waiver" på det tidspunktet. Selskapets beslutning om å utrede alternative tiltak 8. november 2016 hadde sin bakgrunn i et ønske om å oppnå en langsiktig løsning for perioden der de foreløpige prognosene tilsa en risiko for brudd på covenants. Selskapet påpeker også at dette var relevant for at selskapet skulle være best mulig rustet til forhandlinger om en ny fasilitet til erstatning for den som forfaller i 2019.

Klager anfører at det fortsatt var et alternativ å gå tilbake til bankene for å forhandle om en "waiver" i 2017, dersom det skulle være behov for det. Klager viser til e-post 10. november (siteret og omtalt under punkt 3.3.8), for å illustrere at det var flere alternativer som ble vurdert, som var lite inngripende for aksjonærene. Det er også fremlagt en e-post 14. november 2016 fra et av styrets medlemmer til selskapets CFO, med kopi til CEO og styret, der det fremheves at factoring kunne være et mer attraktivt alternativ enn den oppkjøpsfinansieringen selskapet hadde.

I tillegg anfører klager at de prognosene for risiko for brudd på covenantbrudd som ble utarbeidet, bygget på usikre og foreløpige forutsetninger. Forutsetningene kunne også endres for å unngå covenantbrudd. Forutsetningene gjaldt utbyttebetaling på NOK 50 millioner og implementering av kostnadsreduksjons- og effektiviseringsprogrammet (CREP) som ble vedtatt etablert 30. september 2016 og innarbeidet i selskapets budsjett vedtatt 8. desember 2016. Klager har utarbeidet en prognose ut 2019 der disse tallene er hensyntatt, som viser at man da ikke på noe tidspunkt vil være i brudd med covenanten. Klager understreker at 8. november var CREP allerede besluttet implementert, og styret hadde god tid til å vurdere å endre utbyttepolicyen før andre kvartal 2017.

Oppsummert mener klager både at prognosene som ble presentert for styret 8. november ikke var så alvorlige som børsen legger til grunn, i tillegg til at prognosen tok utgangspunkt i lite spesifikke diskusjoner om et høyst usikkert utfall 8 måneder frem i tid i et status quo-scenario.

Klager hevder uansett at risikoen for covenantbrudd var offentlig kjent. Dette ble berørt i selskapets merknader til børsens forhåndsvarsel, der det ble vist til informasjon om finansielle covenants, og betydningen av å bryte disse, inntatt i noteringsprospektet 28. november 2014. Det er også vist til covenants i notene til årsregnskapet for 2015. Den faktiske ratioen som var relevant for covenantmålingen ble offentliggjort kvartalsvis. I klagen anfører selskapet at unnlattelse av å gjenta offentlig informasjon ikke betyr at den ikke lenger er offentlig, og mener det er uklart hva børsen har ment når den viser til at selskapets informasjon har vært ufullstendig, unøyaktig og lite tilgjengelig.

Selskapet viste i merknadene til forhåndsvarselet også til omtalen av finansielle covenants i analyser fra henholdsvis Carnegie og DNB 17. august og 18. oktober 2016. I klagen fremgår det at selskapet er enig med børsen i at omtale i analyserapporter ikke i seg selv medfører at informasjonen er offentlig tilgjengelig, men viser til at det forhold at risikoen faktisk er omtalt av analytikerne illustrerer at informasjonen var offentlig tilgjengelig.

### *6.2.2 Uriktig rettsanvendelse*

Klager mener det er noe uklart hvilke faktiske forhold børsen mener utgjorde innsideinformasjonens underliggende begivenhet eller omstendighet. Selskapet antar og forutsetter at børsen sikter til at det forelå en informasjonspliktig opplysning om en inntruffet begivenhet 8. november 2016, og at denne begivenheten var styrets vurdering av risikoen for fremtidige brudd på finansielle covenants.

I merknadene til forhåndsvarselet understreker klager at prognosene som forelå 8. november var usikre og inneholdt et betydelig element av skjønn. Gitt de alvorlige konsekvensene av et eventuelt covenantbrudd, hadde styret plikt til å forholde seg til situasjonen og vurdere handlingsalternativer. Dette betyr imidlertid ikke at selskapet på dette tidspunktet hadde kunnskap om at det faktisk ville havne i brudd. Klager viser også til børsens vurderinger i Børssirkulære 4/2003 om selskapers kommentarer om egne fremtidsutsikter. Klager viser til at sirkulæret viser utfordringer for selskapet når det gjelder fremtidsutsikter – de kan villedde markedet og innebære en plikt til løpende å korrigere bildet. Har man ikke tidligere sagt noe om fremtidsutsiktene, bør det være opp til selskapet å vurdere om utsiktene er tilstrekkelig funderte og pålitelige til å meddele markedet.

Klager anfører at selskapet den 8. november løp en betydelig risiko for å villedde markedet, fordi man på det aktuelle tidspunktet ikke hadde visshet om når eller om et eventuelt covenantbrudd ville inntre eller hvordan dette ville bli håndtert.

I klagen har selskapet også sett seg nødt til å kommentere børsens rettsanvendelse under forutsetning av at børsen mener at det var et fremtidig forhold som utgjorde innsideinformasjonens underliggende faktiske forhold. Selskapet mener at det den 8. november 2016 ikke var rimelig grunn til å vente, i betydningen sannsynlighetsovervekt, verken at selskapet ville bryte finansielle covenants eller at styret ville treffe vedtak som ville utgjøre informasjonspliktig innsideinformasjon. Selskapet gjentar at det man hadde var usikre prognoser som viste et mulig brudd om ca. 8 måneder. Klager anfører at dette snarere enn sannsynlighet kan karakteriseres som en mulighet. Klager gjentar også anførselene knyttet til mulighetene for å endre forutsetningene for prognosene ved å unnlate å betale utbytte og innarbeide CREP-effektene.

I tilknytning til spesifikasjonskriteriet i presisjonsvilkåret, anfører klager at det ikke forelå opplysninger som det var mulig å trekke en slutning fra den 8. november 2016. Selskapet viser til anførselene om uriktig faktum i klagen punkt 3.1. Klager mener det dreide seg om

generelle diskusjoner i styret om dagens situasjon og mulige fremtidige alternativer, i samsvar med god styreskikk.

Klager anfører videre at kurspåvirkningsvilkåret ikke er oppfylt. Selskapet viser til at en børsmelding om at styret vurderte alternativer, som markedet etter alt å dømme forventet, for å håndtere en allment kjent situasjon, ikke ville ha påvirket kursen. Klager mener en melding om dette ikke ville sagt noe mer enn det selvsagte, nemlig at styret diskuterer og utreder muligheter i lys av at siste covenantmåling viste at terskelen for brudd var nærmere enn før.

Når det gjelder utilgjengelighetsvilkåret, viser klager til at de ikke er enig i børsens beskrivelse av at selskapet mente det var en alvorlig og konkret risiko for brudd på covenants som gjorde det nødvendig å gjennomføre tiltak som ville ha betydelige konsekvenser for aksjonærene. Klager fastholder under enhver omstendighet at risikoen for brudd, slik selskapet så det, ikke var mer konkret og alvorlig enn det markedet for øvrig kunne få innsikt i ved å sammenstille offentlig tilgjengelige opplysninger.

Klager mener børsen synes å innfortolke et kvalitativt krav til hva som anses å være meddelt markedet, under henvisning til markedsmisbruksdirektivet. Klager mener tolkningen åpenbart er uriktig, og viser til at det er sikker rett at det ikke stilles noen som helst krav til hvordan en opplysning er gjort offentlig tilgjengelig eller allment kjent for at den skal miste mulighet til å være innsideinformasjon.

Klager kommenterer så børsens uttalelse om at utsteder i sin alminnelighet ikke fritas fra plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon fordi profesjonelle aktører evner å sette samme ulike informasjonselementer som samlet kan utgjøre innsideinformasjon, og at det relevante er om markedet representert ved en fornuftig investor som sådan kan anses å ha fått informasjonen. Klager mener det er tre feil ved uttalelsen.

For det første mener klager at børsen synes å mene at markedet representert ved en fornuftig investor, er noe annet enn det børsen omtaler som "profesjonelle aktører". Klager påpeker at det synes som om børsen mener den fornuftige investor ikke har kompetanse til å sammenstille den offentlig tilgjengelige informasjonen.

For det andre mener klager at det avgjørende ikke er om markedet ved den fornuftige investor har "fått" informasjonen, men om den er offentlig tilgjengelig. Klager viser til at den viktige informasjonskonkurransen ville blitt svært skadelidende dersom det avgjørende var om den enkelte investor har "fått" opplysningene.

For det tredje viser klager til at børsens uttalelse om at dersom tilgjengelige opplysninger er ufullstendig, unøyaktig og lite tilgjengelig, vil sammenstillingen av dem ikke nødvendigvis anses å være en offentlig tilgjengelig opplysning. Klager viser til markedsmisbruksdirektivets



fortale avsnitt 31, der det fremgår at "[r]esearch and estimates developed from publicly available data should not be regarded as inside information".

Samlet påpeker klager at det kan synes som om børsen innfortolker et subjektivt element i utilgjengelighetsvilkåret, der det avgjørende er om selskapet måtte forstå at opplysningene ikke var tilstrekkelig tilgjengelig. Klager anfører at dette er kategorisk avvist i norske forarbeider. Klager viser også til sammenhengen med handleforbudet, der en iherdig investor som oppsøker, bearbeider og handler på grunnlag av det som i realiteten er offentlig tilgjengelig informasjon, vil risikere fengselsstraff for overtredelse av forbudet mot å handle på grunnlag av innsideinformasjon.

### **6.3 "Restatements" av selskapets delårsresultater for 2. og 3. kvartal 2016**

#### *6.3.1 Uriktig faktum*

Klager mener børsen misforstår styreprotokoller og utkast til investorpresentasjoner når det gjelder nedskrivninger og avskrivninger. Klager har, som nevnt under punkt 3.3, påpekt at selskapet ikke kjenner seg igjen i uttalelser gjengitt i media knyttet til nedskrivninger og avskrivninger i forbindelse med Q2-rapporten.

Klager viser til at det fremgår fra møter i revisjonsutvalget og styret den 8. november 2016 at arbeidet med å gjennomgå selskapets bilpark og kontrakter fortsatt pågikk og at det ville bli tatt en vurdering før årsslutt. Klager anfører at det på dette tidspunktet ikke forelå foreløpige tall eller konkrete vurderinger av hvilke prinsipper man ville anvende. Klager bekrefter at dette ikke ble omtalt i Q3-rapporten, men at det var nettopp fordi arbeidet pågikk og det ikke var mulig å forutse hvilke konklusjoner arbeidet ville resultere i. I denne forbindelse understreker selskapet kompleksiteten i å vurdere verdien av en bilpark som den selskapet har, på ca. 1 200 kjøretøy med ulik alder mv. Klager mener børsens vurderinger synes å være preget av at børsen ikke har hatt informasjon om særegenhetene som gjør seg gjeldende ved gjennomgang av avskrivningsprofilen, bilparken og kontraktene i et selskap som det klageren er, og hvor komplekst dette arbeidet var.

Klager anfører videre at vurderingen av goodwill er høyst skjønnsmessig og innebærer sammenligning av nåverdien av forventet inntektsstrøm etter skatt med investert kapital i den relevante virksomhetsdelen. Diskonteringsrenter vil være en del av vurderingen, og små endringer i denne vil gi store utslag i goodwillvurderingen. Klager anfører at arbeidet med å vurdere goodwill ikke hadde nådd et punkt 9. november 2016 der man hadde noen formening om hvilken goodwillnedskrivning som eventuelt ville finne sted.

Klager mener børsen tar feil når den legger til grunn at det forelå en prognose 9. november 2016 for verdivurderingen av bilpark og goodwill. Under henvisning til det som er protokollert fra styremøtet 8. november 2016, se klagen punkt 4.1.3, mener klager det er en pågående og usikker prosess med å utrede faktum og teste forutsetninger. I tillegg fremheves usikkerhetene i simuleringene. Klager anfører at det ikke forelå noen tall med hensyn til

nedskrivninger i styrematerialet. Selskapet påpeker at det er riktig at selskapets administrasjon dagen etter utarbeidet en simulering av mulige effekter der det ble lagt inn forutsetninger om nedskrivninger. Klager hevder disse ikke var prognoser, men hypotetiske tall. Klager gjentar kompleksiteten i en nedskrivningsvurdering, og anfører at effektberegningen fra ledelsen har lite til felles med en slik vurdering. Klager understreker at de tallene som ble oversendt Carnegie 9. november 2016 ikke var annet enn den overordnede effektberegningen, og ikke prognoser eller konklusjoner. Klager bemerker at tallene heller ikke fremgår av noe annet dokument som berører nedskrivningsvurderinger.

Klager viser til at de tallene man endte opp med, var samlede nedskrivninger og avskrivninger på NOK 242 millioner, der NOK 23 millioner var knyttet til endret avskrivningstid, mens NOK 219 millioner var nedskrivninger. Klager nevner at børsen omtaler dette som noe som ikke er en "vesentlig endring", og understreker behovet for at situasjonen 9. november 2016 vurderes uavhengig av det som skulle skje senere. Klager mener det ikke er holdepunkter for å legge til grunn at det "må ha vært sannsynlig for Selskapet at de måtte foreta nedskrivninger og avsetninger av en slik størrelse" og "Selskapet må ha hatt en erkjennelse av at ikke ubetydelige nedskrivninger og tapsavsetninger måtte gjennomføres" (vedtaket punkt 7.3.2). Selskapet påpeker at styret dagen før har notert i referatet at arbeidet er i prosess og at man vil diskutere resultatet og premissene for dette på et senere tidspunkt. Selskapet påpeker videre at simuleringene som ble oversendt Carnegie ikke var blitt forelagt styret, og det heller ikke hadde funnet sted noen diskusjon mellom styret og ledelsen om innholdet i og premissene for slike simuleringer.

Klager mener anførselen om at det dreide seg om hypotetiske tall underbygges av at de to størrelsene, tap på bilparken og nedskrivning av goodwill, var gitt like størrelser (NOK 150 millioner). Resultatet 16. desember 2016 ble nedskrivninger på NOK 71 millioner for bilparken og NOK 148 millioner i goodwill. Klager mener derfor det ikke er riktig at de endelige tallene avvek lite fra tallene som ble benyttet i oppstillingen 9. november og i utkastet til investorpresentasjon datert 14. november, slik børsen har karakterisert det.

Når det gjelder revisors brev 29. november, påpeker klager at det ikke ville være naturlig for revisor å anmode om at arbeidet intensiveres dersom man mente prosessen var kommet så langt at man var nær å ha en sannsynlig konklusjon.

I følge klager ble de første tallene presentert for styret i anledning revisjonskomiteens møte 1. desember 2016. Her ble det antydnet nedskrivninger av bilparken på NOK 60 millioner og goodwill på NOK 150 millioner. Av protokollen fremgår det at dette var et resultat av intensivt arbeid de siste dagene. Klager anfører at det også på dette tidspunktet dreier seg om en pågående prosess, der ledelsen blir bedt om å fremskaffe tilstrekkelig grunnlag for styret. I styremøte samme dag blir enkelte tall presentert indirekte for styret, gjennom utkastet til investorpresentasjon i forbindelse med fortrinnsrettsemisjonen. Klager anfører at det var tatt

inn omtrentlige tall på NOK 230-250 millioner som ble omtalt som potensielle nedskrivninger og avskrivninger.

Klager viser videre til at heller ikke i styremøte 8. desember ble avskrivninger og nedskrivninger behandlet av styret. Møtet gjaldt budsjettet og emisjonen, og klager mener det er grunn til å merke seg at ned- og avskrivningene ikke var inkludert i budsjettet som ble vedtatt 8. desember. Klager påpeker at budsjettet som kjent skal inneholde den mest sannsynlige profilen, og mener det har formodningen mot seg at det børseren mener er innsideinformasjon, ikke er med i budsjettet.

### *6.3.2 Uriktig rettsanvendelse*

Klager anfører, i relasjon til presisjonsvilkåret, at det ikke var rimelig grunn den 9. november 2016 til å vente noe om hvilke nedskrivninger og tapsavsetninger som eventuelt ville inntreffe, og det gjensto et betydelig arbeid før man var kommet tilstrekkelig langt. Klager anfører at det forhold at vurderingen hadde stått på agendaen over tid, ikke i seg selv betyr at man har kommet til et stadium hvor et utfall fremstår som sannsynlig.

Når det gjelder spesifikasjonskriteriet, anfører selskapet at det dreide seg om en pågående prosess med å utrede faktum og teste forutsetninger, og at opplysninger om dette klart nok ikke kan være tilstrekkelig spesifikke til at en fornuftig investor kunne slutte noe om forholdets kurspåvirkning. Klager mener dette støttes av at simuleringene var basert på forutsetninger styret ikke hadde tatt stilling til, og av at beløpene i prognosene varierte i så stor grad sammenlignet med de endelige tallene. Klager mener prosessen den 9. november ikke hadde nådd et punkt der det var forsvarlig å danne seg et bilde av et sannsynlig utfall av vurderingene, og en eventuell børsmelding måtte ha inneholdt mange motstridende beskjeder til markedet om en rekke eventualiteter.

Til kurspåvirkningsvilkåret understreker klager at det relevante vurderingstemaet er opplysningene som forelå 9. november 2016, og som nevnt over ville en eventuell børsmelding vært så forbeholden at det ikke ville vært sannsynlighetsovervekt for at en slik melding ville resultert i kurspåvirkning.

Klager fastholder at forholdet var omtalt i Q2-rapporten, og således var offentlig tilgjengelig informasjon. Klager er enig med børseren i at omtalen er generell, men mener i motsetning til børseren at dette var i samsvar med situasjonen den 9. november 2016. Når det gjelder Q3-rapporten, påpeker selskapet at det fortsatt arbeidet med å utrede faktum og teste forutsetninger, slik at det ikke var grunn til å omtale risikoen for at nedskrivningsprofilen eller goodwill kunne endres. Det forelå ingen nye faktiske forhold som endret fremstillingen i Q2-rapporten.

## **6.4 Beslutning om fortrinnsrettsemisjon**

### *6.4.1 Uriktig faktum*

Klager understreker at også etter møtet mellom selskapet, Carnegie og Thommessen 21. november med oppstart kl. 12:00 var meget usikkert om det ville bli gjennomført en emisjon. Klager påpeker at dette var avhengig av at man oppnådde enighet med et garantikonsortium om vilkår som var akseptable for selskapet.

### *6.4.2 Uriktig rettsanvendelse*

Igjen mener klager at det er uklart hva som er innsideinformasjonens underliggende begivenhet eller omstendighet. Under forutsetning av at det er opplysningen om den fremtidige garanterte fortrinnsrettsemisjonen som er begivenheten/omstendigheten, anfører klager at det ikke den 18. november 2016 var rimelig grunn til å vente at en slik garantert fortrinnsrettsemisjon ville inntreffe.

Med henvisning til spesifikasjonskriteriet i presisjonsvilkåret, ønsker klager å påpeke at det kan være vanskelig å trekke en klar grense i trinnvise prosesser for når man beveger seg fra en foreløpig fase og over til en konkret fase hvor informasjonen er tilstrekkelig spesifikk. Klager mener kick-off møtet 21. november markerte overgangen fra foreløpig fase til konkret fase, og at informasjonen om emisjonen ikke var tilstrekkelig spesifikk til å utgjøre innsideinformasjon før dette tidspunktet.

Klager mener videre kurspåvirkningsvilkåret ikke er oppfylt, fordi klager mener spesifikasjonskriteriet ikke er oppfylt – siden opplysningene ikke før 21. november var tilstrekkelig spesifikke til at en investor ville kunne trukket en slutning om opplysningenes kurspåvirkningspotensiale, mener klager investoren heller ikke ville tatt opplysningene med som del av sitt investeringsgrunnlag.

Klager er enig med børsen i at opplysningene om fortrinnsrettsemisjonen ikke var offentlig tilgjengelige.

Når det gjelder spørsmålet om utsatt offentliggjøring, anfører selskapet at det ikke har brutt sin informasjonsplikt siden det tok kontakt med børsen umiddelbart etter kick-off møtet 21. november. Selskapet anfører at det uansett bør sees hen til at det var tale om en kortvarig periode og at forholdet ikke fikk konsekvenser for hvilken informasjon som faktisk ville ha blitt gitt markedet, siden de materielle vilkårene for utsatt offentliggjøring uansett var oppfylt.

Klager anfører for øvrig subsidiært at den utsatte offentligjøringen også dekket "restatements" av regnskap, ettersom disse var nært knyttet til fortrinnsrettsemisjonen.

## **6.5 Sanksjonsspørsmålet**

Klager anfører subsidiært, som nevnt i punkt 6.1, at skjønnsutøvelsen med hensyn til overtredelsesgebyrets størrelse er for streng.

Klager understreker at saken gjelder en vanskelig bedømmelse av et komplekst faktum og skjønnsmessige juridiske temaer. Videre understrekes det at selskapet har hatt som intensjon oppfylle sin informasjonsplikt. For øvrig mener klager at selv om børsen trekker frem at det er tale om tre separate forhold, utgjør de i stor grad del av samme sakskompleks og bør derfor sanksjonsmessig bedømmes under ett.

## **7. BØRSENS MERKNADER TIL KLAGEN**

### **7.1 Risiko for brudd på finansielle covenants**

#### *7.1.1 Uriktig faktum*

Børsen kan ikke se at det er holdepunkter for at risikoen for covenantbrudd konstatert av selskapet 8. november 2016 kunne løses alene ved interne tiltak. Børsen viser til uttalelse i styreprotokollen om at "[t]he estimates indicates a challenging situation regarding NIBD/EBITDA ratio even if potential alterations are included". Børsen er ikke enig i at de interne e-postene om huskelister for administrasjonen tilsier en annen vurdering, og viser til at dette var tiltak for å sikre seg mot covenantbrudd per 31. desember 2016. Børsen antar at dette har sammenheng med at det sannsynligvis ikke var realistisk å få på plass en langsiktig løsning som kapitalinnhentelse før årsslutt. Børsen mener dette underbygges av at prognosen fremlagt 1. desember 2016 viser at selskapet vil være i brudd med covenants 31. desember, men at det kommenteres at prognosen ikke tar hensyn til det sterke fokuset på de nevnte interne tiltakene.

Børsen mener videre at interne tiltak ikke var tilstrekkelig, underbygges av at styret mellom 8. november og 8. desember avholdt tre styremøter om utredning av alternativer for en langsiktig løsning på covenantrisikoen. Her diskuteres bare fortrinnsrettsemisjon og andre kapitalstrukturmodeller. Til sammenligning viser børsen til at de interne tiltakene tas opp først i møtet 8. desember 2016.

Børsen kan vanskelig se at den enkeltstående e-posten om factoring dokumenterer at factoring var et reelt alternativ for selskapet til å løse situasjonen. Børsen kan ikke se at det er fremlagt dokumentasjon på eller gitt opplysninger om hvordan dette forslaget ble vurdert opp mot covenantrisikoen og øvrige tiltak.

Børsen mener dokumentasjonen viser at man parallelt med å innhente ny egenkapital gjennomførte interne tiltak. Børsen mener dette viser at covenantrisikoen ikke kunne løses gjennom interne tiltak alene.

Når det gjelder punktet om mulige "waivere" fra bankene i 2017, mener børsen at det er riktig å legge til grunn at bankene i november 2016 ikke ønsket å bidra utover 4. kvartal 2016 ettersom tilbudet ikke omfattet en lenger tidsperiode. Selskapet har ikke fremlagt dokumentasjon eller gitt informasjon som viser at det foreligger holdepunkter for at selskapet,

i november 2016, anså ytterligere forhandlinger med bankene som et aktuelt alternativ for løse situasjonen.

Til selskapets anførsel om at enhver informasjon i prognoser var usikre, foreløpige og viste at man ikke ville gå i brudd, påpeker børsen at prognosen 8. november 2017 viste at man ville gå i brudd i 2. og 3. kvartal 2017, og at styreprotokollen fra møtet tilsier at usikkerhetene ved prognosene i hovedsak fremsto som negative for selskapet. Børsen påpeker også at prognoser med andre forutsetninger enn dem som forelå 8. november 2016 har liten relevans for vurderingen av situasjonen på det tidspunktet.

Børsen er ikke enig i at markedet, basert på offentlig tilgjengelig informasjon, kunne konstatere den alvorlige og nærliggende risikoen for covenantbrudd. Børsen mener selskapets vurdering av risikoen skilte seg markant fra det det var mulig å slutte seg til ut fra økningen i covenantratioen som var rapportert.

#### *7.1.2 Uriktig rettsanvendelse*

Børsen bekrefter at vedtaket bygger på at det foreligger en informasjonspliktig opplysning om en inntruffet begivenhet den 8. november 2016, og at denne begivenheten er selskapets vurdering av den konkrete risikoen for brudd på finansielle covenants.

Børsen er ikke enig i at selskapets vurderinger ikke var tilstrekkelig spesifikke fordi de var generelle diskusjoner om en allment kjent situasjon. Børsen påpeker at det dreide seg om en konkret og konstatert risiko for covenantbrudd. Børsen mener selskapet ikke satt med noen tvil om risikoen forelå eller om den var alvorlig 8. november 2016. Det eneste som måtte utredes, var hvilke tiltak som måtte gjennomføres.

Børsen er ikke enig med klager i at den etterfølgende fortrinnsrettsemissjonen ikke kan tillegges vekt ved vurderingen av om informasjonen om risiko for covenantbrudd var tilstrekkelig spesifikk til at det kunne trekkes en slutning om kurspåvirkningspotensiale. Børsen mener det at selskapet anså det nødvendig å gjennomføre en fortrinnsrettsemissjon eller annen kapitalinnhenting underbygger at det forelå en konkret og alvorlig risiko, og at selskapets diskusjoner om dette ikke var av generell karakter eller dreide seg om en hypotetisk situasjon.

Børsen påpeker at risikoen for covenantbrudd var tema i selskapet allerede i august 2016, og at dette således samsvarer dårlig med selskapets anførsel om at selskapet 8. november så på prognosene som høyst usikre og mindre alvorlig enn det børsen har lagt til grunn, og at det var tid til å områ seg før risikoen for brudd eventuelt aktualiserte seg om åtte måneder.

Videre er børsen uenig med klager når det gjelder verdien av en eventuell børs melding om at styret i selskapet utredet alternativer. Børsen mener for det første at risikoen ikke var allment kjent, og videre at en børs melding om selskapets vurdering av risiko og at selskapet vurderer

ulike alternativer er et forhold en investor sannsynligvis vil vektlegge i sin investeringsbeslutning. Børsen viser til at risiko for brudd på finansielle covenants kan få betydning for selskapets finansieringskostnader, og at opplysninger om manglende løsninger med banker kan forsterke potensialet for kurspåvirkning. Børsen viser også til det faktiske fallet i kursen som inntraff 19. desember 2016, som børsen mener er en indikasjon på at forholdet var egnet til å påvirke kursen merkbart.

Når det gjelder anførselene om hva som var kjent i markedet, viser børsen til at markedet ikke kjente selve beregningen av NIBD/EBITDA (m/henvisning til Adjusted og Pro Forma EBITDA) og heller ikke kjente selskapets handlingsalternativer.

## **7.2 "Restatements" av selskapets delårsresultater for 2. og 3. kvartal 2016**

### *7.2.1 Uriktig faktum*

Børsen understreker at det ved vurderingen av om nedskrivninger og avskrivninger var innsideinformasjon, har vært vektlagt at prosessen knyttet til avskrivningene ble startet i august 2016, og at tallene oversendt Carnegie (NOK 300 millioner) ikke avvek vesentlig fra det som fremkom i børsmeldingen 19. desember (NOK 242 millioner). Børsen bemerker at samlet effekt knytte til endret avskrivningsprofil var NOK 94 millioner, hvorav NOK 23 millioner knyttet seg til økte avskrivninger.

Børsen presiserer at det først i klagen er opplyst fra selskapet at tallene oversendt Carnegie 9. november 2016 var "hypotetiske" og "dummy numbers". I brev 3. april 2017 til Oslo Børs omtalte selskapet tallene slik: "Anslag knyttet til goodwill nedskrivning og endringer i avskrivningsprofilen, herunder størrelsen på disse anslagene, ble [...] kommunisert til Carnegie i begynnelsen av prosessen, dvs. 9. november 2016."

Børsen bemerker generelt at det har vært vanskelig å danne seg et godt bilde av de faktiske forholdene i saken, bl.a. fordi det basert på fremlagt informasjon foreligger begrenset dokumentasjon knyttet til de interne prosessene som medførte ytterlige nedskrivninger. Børsen nevner manglende redegjørelse for arbeidet i perioden mellom 9. november og offentliggjøringen 19. desember. I tillegg nevnes styrebehandling av beløpene for nedskrivningene, der det heller ikke fra styreprotokollen for styremøtet 16. desember, der de endelige nedskrivningene skal være besluttet, fremgår hvilke tall det er.

Børsen finner det lite sannsynlig at selskapet oversendte anslag på nedskrivninger og effekter av endret avskrivningsprofil til Carnegie 9. november som ville påvirke selskapets resultat negativt med NOK 300 millioner dersom det var like eller mer sannsynlig at selskapet ikke ville gjennomføre avskrivninger i det hele tatt. Børsen viser også til at det ikke kan ha vært tvilsomt at avskrivningsprofilen måtte endres, og viser til notat fra daglig leder til styret 30. september, der daglig leder konkluderer med at ikke er holdbart å fortsette med 12 års avskrivningsplan. Børsen legger også vekt på at selskapet hadde påbegynt prosessen med avskrivningsprofilen i august og arbeidet med denne gjennom høsten 2016. Børsen mener

dette tilsier at tallene som ble sendt Carnegie ikke var "dummy numbers", men anslag som opprinnelig opplyst til børsen. Børsen viser også til at selv om det var utestående arbeid knyttet til vurdering av goodwill, må det 9. november ha fremstått som sannsynlig at det måtte gjøres betydelige nedskrivninger. Børsen viser til at det i revisjonsutvalget 8. november bl.a. stilles spørsmålstegn ved om oppdatert WACC er for lav, og at endringer i WACC vil ha en betydelig effekt.

### *7.2.2 Uriktig rettsanvendelse*

Børsen bekrefter at den underliggende omstendigheten/begivenheten er det faktum at det den 9. november 2016 må ha fremstått som sannsynlig for selskapet at avskrivningsprofilen på bilparken måtte endres, og at det måtte gjøres nedskrivning av bilparken og selskapets kontrakter i en betydelig størrelsesorden som ville påvirke selskapets resultat negativt.

Videre bemerker børsen at selv om at det var knyttet usikkerheter til de eksakte størrelsene, må det ha vært klart for selskapet at endringene måtte gjennomføres, og at det ville medføre nedskrivninger og regnskapsmessige konsekvenser av betydelig størrelsesorden. Børsen mener dette er tilstrekkelig spesifikt til å trekke en slutning om at selskapets aksjekurs ville bli negativt påvirket. Børsen påpeker videre at en børsmelding om nevnte forhold ville være noe en fornuftig investor ville tillagt vekt ved sin investeringsbeslutning, og viser til at selskapet nylig hadde gjennomført nedskrivninger og tapsavsetninger, og det kraftige kursfallet som faktisk skjedde den 19. desember 2016.

Børsen er ikke enig med selskapet i at opplysningene var offentlig tilgjengelige. Børsen bemerker særskilt at den ved behandlingen av klagen er blitt oppmerksom på at omtale risikofaktoren knyttet til endring av avskrivningsmodell, som var del av Q2-rapporten, opprinnelig var del av utkastet til Q3-rapport. I endelig Q3-rapport var imidlertid ikke avsnittet der lenger. Børsen mener det faktum at selskapet aktivt har fjernet avsnittet om endring av avskrivningsprofil fremgår konkretisere det i samsvar med informasjonen selskapet satt på, indikerer at selskapet bevisst har tilbakeholdt informasjon om dette forholdet.

### **7.3 Fortrinnsrettsemisjon**

Børsen bestrider ikke at ulike modeller for kapitalinnhentelse ble diskutert i styremøtet, men finner grunn til å fremheve at styret faktisk besluttet at det var i selskapets interesse å iverksette arbeid med å gjennomføre en garantert fortrinnsrettsemisjon slik det fremgår av protokollen. Børsen bemerker at det ikke er fremlagt dokumentasjon på at styret behandlet andre alternativer enn gjennomføring av en fortrinnsrettsemisjon etter møtet 18. november 2017.

### **7.4 Særlig om publisering av Q3-rapporten**

Børsen mener selskapets publisering av Q3-rapporten 9. november 2016, med det innholdet den hadde, bidro til å skape asymmetri mellom informasjonen selskapet hadde om covenantrisikoen og de forestående nedskrivningen, og den informasjonen markedet hadde.



Rapporten fremhevet bl.a. økte inntekter, rekordhøy kontraktportefølje og operasjonelle forbedringer. Punktet risikofaktorer viser bare til risiko omtalt i årsrapporten, og det opplyses at det ikke har inntrådt materielle endringer som har endret selskapets syn på risiko og usikkerheter. Børsen mener det bidro til å skape et vesentlig annet informasjonsbilde i markedet enn det selskapet satt med gjennom innsideinformasjon som markedet ikke hadde kjennskap til.

I tilknytning til sanksjonsspørsmålet, fremhever børsen særlig kritikkverdig av selskapet å offentliggjøre den opprinnelige Q3-rapporten 9. november med det innholdet den hadde.

Børsen finner ellers ikke grunn til å endre sanksjonsfastsettelsen.

## **8. KLAGERS MERKNADER TIL BØRSENS MERKNADER**

Klager er generelt uenig i børsens merknader, og vil påpeke at børsen synes å spekulere i faktum og i tilfeller der det ikke foreligger skriftlig dokumentasjon legges systematisk det minst fordelaktige faktum til grunn. Klager påpeker at beviskravet i saker om ileggelse av overtredelsesgebyr er kvalifisert sannsynlighetsovervekt. Klager mener dette er særlig problematisk der det synes som om børsen antyder at selskapet bevisst har formidlet uriktig informasjon til markedet. Videre gjentar klager at faktum må vurderes sett hen til situasjonen og tilgjengelig informasjon på tidspunktet forholdet knytter seg til.

Selskapet synes det er overraskende at børsen synes å stille krav om dokumentasjon av at man vil innlede dialog med långivere dersom man nærmet seg covenantbrudd på et senere tidspunkt. Selskapet understreker at oppdaterte prognoser viste at man ikke ville være i brudd med covenants 4. kvartal 2016, og det var derfor ikke lenger behov for en "waiver". Om covenantbrudd fortsatt var aktuelt i 2. og 3. kvartal 2017, som prognosene viste, kunne man alltid gå tilbake til bankene for på nå å diskutere en "waiver" for den aktuelle perioden. Klager anfører også at bankene, sett i lys av tilbudet om "waiver" i 4. kvartal 2016, også kunne være innstilt på en "waiver" i 2017.

Klager understreker at forutsetningene i prognosene som ble oversendt i klagen, er forutsetninger innenfor styrets kontroll og som var kjent med på et aktuelle tidspunkt. Klager påpeker at man ikke har konstruert forutsetninger i etterkant som ikke var reelle.

Selskapet mener bruken av ordet "anslag" i brev til Oslo Børs 3. april 2017 neppe var presist. Den korrekte bakgrunnen for tallene er gitt i klagen.

Klager anfører at børsens vurderinger knyttet til selskapets kunnskap om sannsynligheten for nedskrivninger og avskrivninger fremstår som gjetninger, når de utelukkende knyttes til at prosessen hadde pågått i lang tid og at det ble sendt simuleringstall til Carnegie i forbindelse med en eventuell emisjon. Klager mener dette er problematisk sett i lys av beviskravet.

Selskapet reagerer også på børsens påstand om at selskapet bevisst har fjernet omtale av risikoen for endring av avskrivningsprofil i endelig Q3-rapport. At dette ikke ble omtalt skyldes en inkurie.

## **9. BØRSKLAGENEMNDENS BEMERKNINGER**

### **9.1 Lovgrunnlaget**

Etter verdipapirhandelloven § 5-2 skal utstedere av finansielle instrumenter opptatt på regulert marked "uoppfordret og umiddelbart" offentliggjøre "innsideinformasjon som direkte angår utsteder, jf. § 3-2 første til tredje ledd". Med innsideinformasjon menes etter § 3-2 første ledd

- (i) presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold ("presisjonsvilkåret");
- (ii) som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart ("kurspåvirkningsvilkåret"), og
- (iii) som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet (utilgjengelighetsvilkåret").

Annet og tredje ledd utdyper innholdet i presisjons- og kurspåvirkningsvilkåret, og lyder som følger:

(2) 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.

(3) 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.

### **9.2 Innledning**

Selskapet har reist en rekke innsigelser mot vedtaket, både knyttet til forståelsen av faktum og når det gjelder rettsanvendelsen. Det er naturlig for Børsklagenemnden først å vurdere hvilket faktum som kan legges til grunn, særlig knyttet til vurderingen av om presisjonsvilkåret er oppfylt. Børsklagenemnden legger til grunn at beviskravet er kvalifisert sannsynlighetsovervekt, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007), side 446.

### **9.3 Mulig brudd på finansielle covenants**

Som det følger av verdipapirhandelloven § 3-2 annet ledd, inkluderer kriteriet "presise opplysninger" både omstendigheter eller begivenheter som "har inntruffet" og omstendigheter og begivenheter "som med rimelig grunn kan forventes å inntreffe". Risikofaktorer – slik som risikoen for et fremtidig covenantbrudd eller negative konsekvenser som følge av nødvendige

tiltak for å forhindre dette – knytter seg isolert sett til fremtidige begivenheter. Børsens vedtak bygger imidlertid på at det forelå en informasjonspliktig opplysning om en allerede *inntruffet begivenhet* 8. november 2016, og at denne begivenheten var *selskapets vurdering av den konkrete risikoen for brudd på finansielle covenants*, se børsens merknader til klagen, gjengitt ovenfor i punkt 7.1.2.

I børsens vedtak, sidene 19-20, står det om dette blant annet følgende:

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.

[...]

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.

Børsen påpeker også at deres 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 19. desember 2016", se vedtaket punkt 6.3.2. Det vises samme sted til at børsmeldingen ikke inneholdt prognosene om risikoen for covenantbrudd, men "informasjon om at Selskapet hadde fastslått at det forelå en økt risiko for coventantbrudd og at det måtte gjennomføres tiltak for å unngå å havne i brudd". Børsen uttaler så at opplysningene om risiko for covenantbrudd i meldingen 19. desember 2016 ikke var "vesentlig annerledes enn de forventninger Selskapet hadde den 8. november 2016 og som utløste behovet for å gjennomføre tiltak".

Børsen har dermed ikke vurdert om det var "rimelig grunn" til å forvente at selskapets finansielle covenants ville bli brutt om det ikke ble truffet eksterne tiltak med store konsekvenser for selskapet og aksjonærene (som for eksempel en emisjon), og om det var uaktsomt av selskapet ikke å forvente en slik fremtidig utvikling, jf. § 17-4. Slik saken er opplyst, har heller ikke Børsklagenemnden grunnlag for å vurdere dette på eget initiativ.

Det avgjørende blir dermed om selskapet *faktisk* hadde en slik oppfatning/vurdering som børsens vedtak er basert på. Dette er et bevismessig spørsmål. Som nevnt over må det faktum som skal underbygge et overtredelsesgebyr godtgjøres med kvalifisert sannsynlighetsovervekt.

Børsen og selskapet er sterkt uenige om sakens faktum. Dette gjelder særlig på spørsmålet om hvordan selskapet 8. november 2016 vurderte den konkrete risikoen for brudd på finansielle covenants.

Børsens syn på hva som var situasjonen 8. november 2016 fremgår av sitatet gjengitt ovenfor. De grunnleggende elementer som børsen legger vekt på er at selskapet 8. november 2016 var klar over at det måtte foretas "eksterne tiltak" og at det var "fastslått" at bankene "ikke ville" bidra med en løsning utover 4. kvartal 2016.

Selskapet har et annet syn på dette. I klagen fremhever selskapet følgende:

Det som skjer den 8. november 2016 er at styret diskuterer en risiko og ber ledelsen om å utrede hvordan den eventuelt kan adresseres, dersom det viser seg å være nødvendig. Dette er ikke annet enn alminnelige styrediskusjoner om en situasjon som var i tråd med forventninger i markedet.

Det er ubestridt at selskapet i forkant av styremøtet 8. november 2016 hadde vært i kontakt med sine bankforbindelser, for å be om en endring i lånevilkårene for å redusere risikoen for covenantbrudd. Bankene hadde gitt en tilbakemelding, som ble forelagt styret i form av et notat fra administrasjonen datert 4. november 2016, se vedtaket side 6. Tilbudet fra bankene inkluderte ingen "waiver" utover 4. kvartal 2016. Videre var tilbudet blant annet betinget av at bankene fikk mulighet til å ta sikkerhet i selskapets eiendeler, marginen skulle økes [redacted]. Administrasjonen anbefalte styret å akseptere tilbudet. Dette indikerer at i alle fall administrasjonen i selskapet forut for styremøtet anså at muligheten for et brudd på lånevilkårene i løpet av 2016 var betydelig mer enn en teoretisk mulighet.

Børsklagenemnden har ikke hatt tilgang til styreprotokollen fra møtet 8. november 2016, eller annen dokumentasjon utarbeidet i tilknytning til møtet. Fra styreprotokollen fra møtet har Børsklagenemnden fått sitert følgende:

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.

[...]

The company is not in breach of the covenant today, and the board instructed the administration, with support from the chairman, to consider different alternatives and find sustainable solutions with sufficient flexibility for the company to pursue long term refinancing of current loan agreements as they expire in 2019.

Det fremgår av det ovenstående at styret avviste administrasjonens forslag til avtale med bankene om en "waiver" for 2016.

Børsen mener det kan legges til grunn at bankene i november 2016 ikke ville bidra utover 4. kvartal 2016, ettersom tilbudet ikke omfattet en lenger tidsperiode, se gjengivelsen av børsens merknader til klagen, gjengitt ovenfor i punkt 7.1.1. Det fremheves også at selskapet ikke har fremlagt dokumentasjon eller gitt informasjon som viser at det foreligger holdepunkter for at Selskapet i november 2016 anså ytterligere forhandlinger med bankene som et aktuelt alternativ for å løse situasjonen.

Børsklagenemnden vil først påpeke at det er Oslo Børs som med klar sannsynlighetsovervekt må underbygge det faktum som skal godtgjøre at opplysningsplikten er brutt.

Bevisføringsplikten ligger på børsen. Det er således ikke avgjørende at selskapet ikke har fremlagt dokumentasjon som viser at selskapet i perioden etter 8. november 2016 internt vurderte å be bankene om en "waiver" for 2017, eller at det var konkrete samtaler med bankene om dette. Det kan imidlertid ha betydning i den totale bevisbedømmelsen at selskapet ikke har kunnet fremlegge konkret dokumentasjon som viser at dette var et aktuelt alternativ også etter 8. november 2016.

Den fremlagte dokumentasjonen gir etter Børsklagenemndens syn ikke grunnlag for en konklusjon om at det ikke var aktuelt å be bankene om en "waiver" for perioden etter 2016. Selskapets forklaring om at tilbudet ble avvist fordi det kun omhandlet 2016, og at det fortsatt var aktuelt å diskutere en "waiver" for perioden etter 2016, fremstår som plausibel. Det faktum at selskapet allerede 18. november 2016 bestemte å hente inn ny kapital, slik at en "waiver" for 2017 ikke lenger var nødvendig, er ikke alene nok til å trekke en annen konklusjon.

Børsklagenemnden bemerker videre at sitatene fra styreprotokollen er så knappe at det er vanskelig å konkludere ut fra disse om hvilke tiltak som fortsatt var tilgjengelig for selskapet for å unngå brudd på covenant-forpliktelsene. Børsklagenemnden kan vanskelig se at uttalelsene fra styreprotokollen i seg selv kan underbygge at selskapet ikke lenger så det som mulig å løse covenant-problemene gjennom interne tiltak, og/eller ved å ha nye forhandlinger med bankene om "waivere" for perioden etter 2016.

Av sitatet fra styremøtet 8. november 2016, gjengitt ovenfor, fremkommer det også at administrasjonen fikk beskjed om å vurdere ulike løsninger for å sikre den langsiktige finansieringen. Fra perioden etter styremøtet 8. november 2016 har selskapet blant annet fremlagt en e-post datert 10. november 2016 fra daglig leder i selskapet til styrets leder. E-posten inneholder en liste for oppfølging frem mot neste styremøte. Denne inkluderer blant annet følgende:

- Fremlegge konkrete tiltak for å sikre oss mot brudd på covenants
  - o Tidligere fakturering
  - o Del-fakturering (sjekk ut hva vi kan gjøre i kontraktene)
  - o Telefonoppfølging av kunder for å få innbetalt faktura før 31.12
  - o Factoring

Oslo Børs har gjort gjeldende at dette ikke var alternativer for å sikre en langsiktig løsning på covenantrisikoen, men derimot tiltak for å sikre seg mot covenantbrudd per 31. desember 2016. Børsklagenemnden er enig i at tiltakene ville påvirke selskapets mulighet for å avverge covenantbrudd for fjerde kvartal 2016. Dokumentasjonen kan også forklare hvorfor styret valgte ikke å godta bankenes tilbud om avtale for 2016.

Børsklagenemnden er imidlertid ikke enig med børsen i at tiltakene nødvendigvis var begrenset til dette. Noen av tiltakene kunne ha effekt også ved målepunkter i 2017. Det er heller ingenting i den tidsnære dokumentasjonen som selskapet har lagt frem, som underbygger børsens oppfatning om at selskapet selv mente at tiltakene kun var ment å avhjelpe situasjonen i 2016.

Styret fikk i styremøtet 8. november 2016 fremlagt en oppdatert prognose om utviklingen av covenant-ratioen. Denne viste at ratioen i fjerde kvartal 2016 ville være 4,94, mens den ville overstige 5,00 i annet kvartal 2017. Av vedtaket, side 7, fremgår det at styret stilte spørsmål ved realismen i årsprognosen for 2016.

Selskapet har i klagen fremlagt reviderte simuleringer som inkluderer effektene av at det i 2017 ikke betales utbytte, samt effektene av kostnadsreduksjons- og effektiviseringsprogrammet. Disse viser at selskapet med disse tiltakene ikke ville bryte covenantforpliktelsen i 2017.

Børsen gjør gjeldende at de reviderte prognosene som tar inn i seg disse effektene – og som er laget i anledning klagesaken – ikke kan tillegges vekt. Børsklagenemnden er enig i at det er grunn til å være tilbakeholden med å tillegge oppstillinger laget i ettertid særlig betydning. Det må imidlertid kunne legges til grunn at styret i november 2016 var klar over disse mulige tiltakene og også i hovedsak de forventede effektene av disse. Covenant-beregningene som fremkommer av de i etterkant utarbeidede prognosene er med på å underbygge at selskapet ikke var av den oppfatning at et brudd på de finansielle covenantene kun kunne unngås ved å gjennomføre tiltak som i seg selv var meldepliktige..

Basert på den ovenstående gjennomgangen mener Børsklagenemnden at det ikke er tilstrekkelig dokumentert at bankene den 8. november 2016 hadde endelig avvist å bidra med "waivere" i låneavtalene for 2017, slik at dette på det tidspunkt ikke lenger var et mulig alternativ for selskapet. Den dokumentasjonen som er fremlagt viser at selskapet etter 8. november 2016 fortsatt også vurderte interne tiltak. Det er ikke godtgjort at disse kun gjaldt en kortsiktig løsning for 4. kvartal 2016.

Etter en samlet vurdering har Børsklagenemnden således konkludert med at det ikke er sannsynliggjort i tilstrekkelig grad at selskapet etter 8. november 2016 var av den oppfatning at covenantbrudd ikke kunne løses ved interne tiltak, som for eksempel kostnadsbesparelser og utbyttekutt og/eller ved endrede vilkår i avtalene med bankene. Børsen har således lagt feil faktum til grunn for sitt vedtak.

Det er da ikke noen foranledning for Børsklagenemnden til å vurdere nærmere om de øvrige vilkårene etter verdipapirhandelloven § 3-2 knyttet til risikoen for brudd på covenantforpliktelsene, er oppfylt.

Børsklagenemnden legger til at saken ikke er opplyst i en slik grad at nemnden har grunnlag for å vurdere om opplysningsplikt om dette forhold oppstod på et senere tidspunkt, som for eksempel 18. november 2016, men før selskapet opplyste om forholdet ved børsmeldingen 19. desember 2016. Børsklagenemnden har heller ikke noen foranledning til å vurdere om vilkårene for utsatt offentliggjøring forelå da det ble besluttet å arbeide for å gjennomføre en fortrinnsrettsemisjon. Vedtaket tar ikke stilling til dette spørsmålet, slik at selskapet ikke har blitt gitt anledning til å uttale seg om spørsmålet.

Oslo Børs' vedtak på dette punkt blir dermed opphevet.

#### **9.4 Restatement av finansiell informasjon**

Også på dette punkt må det først avgjøres om det har foreligget "presise opplysninger", jf. verdipapirhandelloven § 3-2 annet ledd. Oslo Børs har lagt til grunn at det har inntruffet en begivenhet senest 9. november 2016. Denne begivenheten er at det på dette tidspunkt må ha fremstått som sannsynlig for selskapet at avskrivningsprofilen på bilparken måtte endres, og at det måtte gjøres nedskrivning av bilparken og selskapets kontrakter i en betydelig størrelsesorden som ville påvirke selskapets resultat negativt, se børsens merknader til klagen, gjengitt ovenfor i punkt 7.2.2. Heller ikke på dette punkt har børsen vurdert om det på noe tidspunkt var "rimelig grunn" til å forvente en *fremtidig* begivenhet eller omstendighet. Børsklagenemnden finner også her at den ikke har tilstrekkelig grunnlag for å vurdere dette kriteriet.

Hovedspørsmålet knytter seg dermed til om det 9. november 2016 fremstod som sannsynlig for selskapet at det måtte gjøres vesentlige endringer i selskapets regnskaper for 2. og 3. kvartal knyttet til endret avskrivningsprofil på bilparken og nedskrivning av goodwill. Dette er et bevismessig spørsmål beviskravet er at det med klar sannsynlighetsovervekt må underbygges at selskapet hadde en slik oppfatning på dette tidspunktet.

Børsens og selskapets fokus har vært på en beregning som ble sendt Carnegie 9. november 2016. Beregningen viste en negativ balanseeffekt av disse to forholdene på MNOK 300, med MNOK 150 på hver post. Det endelige resultatet ble en justering på MNOK 242.

Oslo Børs skriver om dette i vedtaket, på side 27:

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. Det 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).

Selskapet gjør gjeldende at det ikke hadde vurdert eller beregnet nedskrivninger den 9. november 2016, ikke en gang på et foreløpig stadium. Tallene som ble oversendt Carnegie, var kun effektberegninger, basert på "dummy numbers". Tallmaterialet var usikkert helt frem til styrebehandlingen 16. desember 2016. For å underbygge dette har selskapet lagt frem noe dokumentasjon fra arbeidet i tiden rundt og etter 9. november 2016.

Børsen kommenterer selskapets argumentasjon i sine merknader til klagen. De bemerker at det har vært vanskelig å danne seg et godt bilde av de faktiske forhold rundt dette forholdet. De konkluderer imidlertid med at det senest 9. november må ha fremstått som sannsynlig for Selskapet at det måtte gjøres nedskrivninger i en betydelig størrelsesorden.



Børsklagenemnden bemerker igjen at det er Oslo Børs som må sannsynliggjøre i tilstrekkelig grad det faktum som legges til grunn. En usikkerhet om de faktiske forhold – som ikke kan henføres til en kritikkverdig tilsløring av de faktiske forhold fra selskapets side – kan ikke gå utover selskapet.

Børsen har vist til at arbeidet med nedskrivninger og avskrivninger hadde pågått i lang tid, i alle fall fra juni 2016. Selskapet har gjort gjeldende at det er riktig at selskapet 15. august 2016 besluttet å "foreta en gjennomgang av avskrivningsprofil, verdivurdering av Selskapets bilpark og ytterligere gjennomgang av kontrakter med bistand fra en tredjepart", se klagen side 16-17. Selskapet fremhever at det ikke er holdepunkter for å si at dette arbeidet "hadde nådd et punkt den 9. november 2016 der man hadde noen formening om hvilken goodwillnedskrivning som eventuelt ville finne sted", se klagen side 18.

Børsklagenemnden har ikke sett dokumentasjon for selskapets arbeid med disse spørsmålene for tiden forut for november 2016. Det er for Børsklagenemnden ikke mulig å legge til grunn noe spesielt om hvilket nivå av erkjennelser selskapet hadde om behovet for nedskrivninger og avskrivninger forut for november 2016. Det avgjørende blir således hvordan man vurderer situasjonen i november 2016 og senere. For denne perioden foreligger det en del dokumentasjon som Børsklagenemnden kan vurdere.

Av vedtaket, side 6, fremgår det at det var et møte i revisjonsutvalget 8. november 2016. Det fremgår at KPMG har fullført mesteparten av arbeidet for delårsrevisjonen "men at utestående punkter blant annet er verdsettelse og avskrivningstid på bilene". Disse forholdene vil "bli nærmere gjennomgått gjennom november og desember 2016". Av revisjonsutvalgets handlingsplan fremgår det at fristen for vurdering og oppdatering av avskrivningsprofilen for selskapets biler og gjennomføring av nedskrivnings- og sensitivitetstest for alle markeder settes til 1. desember 2016.

I styremøte senere på dagen 8. november 2016 ble revisjonskomiteens arbeid presentert. I styreprotokollen fremkommer følgende:

Assumptions regarding impairment test of goodwill needs to be updated. Relative small changes in the assumptions may potentially have significant effect on the impairment test. Auditor may challenge these assumptions, which could lead to potential further write-off of goodwill. [...]

Changes to the depreciation policy should be considered to align book value of truck portfolio to market value and residuals at end of contracts. This issue will be further analyzed in AC and presented to the board before year end.

I presentasjonen fra revisjonskomiteen til styremøtet stod det følgende:

Valuation and Depreciation time of trucks –pending management analysis

Update of WACC calculation and close monitoring of related factors is necessary.  
Comprehensive Impairment test for Q4 should be prepared as soon as possible.  
Impairment test should include all markets.

Børsklagenemnden mener de tallene som ble oversendt til Carnegie 9. november 2016 må forstås på bakgrunn av det ovenstående. Det fremgår av den ovenstående dokumentasjonen at det pågikk et løpende arbeid, som hadde frist for slutføring i desember. Det kan ikke legges til grunn at tallene oversendt Carnegie dagen etter hadde et større presisjonsnivå enn det som forelå i møtet i revisjonskomiteen dagen før.

Det foreligger også noe dokumentasjon for perioden etter 9. november 2016. Det var et nytt møte i revisjonskomiteen 1. desember 2016. Av punkt 4 fremkommer det at finansdirektøren i selskapet oppsummerte "the outcome from the last days of intensive work relating to the Impairment of Goodwill and Write down of fixed assets". Dette indikerer forholdsvis klart at det har pågått et reelt arbeid knyttet til disse forholdene i dagene forut for 1. desember 2016.

Oslo Børs har lagt vekt på at de endelige tallene viste seg ikke å avvike i betydelig grad fra de tallene som ble brukt i oversendelsen til Carnegie 9. november 2016. Børsklagenemnden bemerker at dette ikke i seg selv er avgjørende, men det kan, dersom bevissituasjonen for øvrig tilsier det, indikere at selskapet har vært klar over at det måtte gjøres betydelige nedskrivninger og endringer i avskrivningsprofil, selv om det endelige omfanget ennå ikke er sikkert tallfestet.

Børsklagenemnden har tidligere lagt til grunn at det kan foreligge "presise opplysninger" dersom det fremstår som sannsynlig for en utsteder at denne vil lide et større tap, selv om tapet ennå ikke sikkert kan tallfestes, se Børsklagenemndens vedtak i sak 1/2016 (Sandnes Sparebank), punkt 9.3.1. Børsens utgangspunkt er således korrekt, når det spørres om det for selskapet fremstod som sannsynlig at det ville bli betydelige nedskrivninger og endringer i avskrivningsprofil.

Børsklagenemnden har imidlertid, under en viss tvil, kommet til at det ikke i tilstrekkelig grad er ført bevis for at det 9. november 2016 fremstod som sannsynlig for selskapet at det ville bli nødvendig med vesentlige nedskrivninger og avskrivninger.. Børsklagenemnden legger da særlig vekt på at det ikke er dokumentert at det forut for 9. november 2016 forelå noen estimerte tallfestinger av de aktuelle beløp. Det fremkommer av dokumentasjonen at det var lagt opp til en prosess som skulle vare frem mot desember, og den dokumentasjonen som foreligger tyder på at denne planen ble fulgt. Tallene i oversendelsen til Carnegie 9. november 2016 kan da ikke være avgjørende, selv om de endelige tallene viste seg å være betydelige og at sluttsammen ikke er vesentlig forskjellig fra tallene som ble oversendt til Carnegie.

Børsen har således lagt feil faktum til grunn for sitt vedtak. Det er dermed heller ikke på dette punkt nødvendig for Børsklagenemnden å vurdere nærmere om de andre vilkårene for at det forelå innsideinformasjon, foreligger.

Børsklagenemnden bemerker at referatene fra møtet i revisjonskomiteen 1. desember 2016 kan indikere at selskapet på det tidspunkt hadde kommet en del lenger i å få verifisert omfanget av hvilke nedskrivninger og avskrivninger som ville bli nødvendige. Nemnden finner imidlertid at den ikke har tilstrekkelig grunnlag for å vurdere om det forelå "presise opplysninger" på dette senere tidspunkt.

Oslo Børs' vedtak på dette punktet blir dermed opphevet.

### **9.5 Fortrinnsrettsemissjonen**

Det ble avholdt et styremøte i selskapet fredag 18. november 2016, etter børs slutt. Børsklagenemnden har ikke sett kopi av protokoll fra møtet. Vedtaket er basert på at det i dette styremøtet ble besluttet "at forberedende arbeider for en garantert fortrinnsrettsemissjon skulle igangsettes", se side 31. Oslo Børs legger til grunn at denne beslutningen utgjorde innsideinformasjon fra dette tidspunktet.

Selskapet har gjort gjeldende at styret i styremøtet 18. november 2016 diskuterte ulike modeller for kapitalinnhentelse, både gjennom egenkapital- og fremmedkapitalinstrumenter. De konkrete planene om hva man ønsket å gjøre i egenkapitalsporet, dvs. tidslinje, fremgangsmåte, potensielle parter og prosess, ble diskutert og avtalt i møtet mellom Selskapet, Carnegie og Thommessen 21. november 2016, med oppstart kl. 12.00. Innsideinformasjon oppstod først i etterkant av dette møtet.

I børsens merknader til klagen, bestrides det ikke at ulike modeller ble diskutert i styremøtet 18. november 2016, men det fremheves at styret etter å ha drøftet ulike alternativer faktisk besluttet at det var i Selskapets beste interesse å iverksette arbeid med å gjennomføre en garantert fortrinnsrettsemissjon slik det fremgår av protokollen, se gjengivelsen av børsens merknader til klagen, ovenfor i punkt 7.3. Denne fremstillingen er ikke bestridt av selskapet.

Børsklagenemnden finner det ikke tvilsomt at styrets beslutning i styremøtet 18. november 2016 medførte at det fra dette tidspunkt forelå innsideinformasjon. Beslutningen var tilstrekkelig konkret til at den utgjorde presise opplysninger. Børsklagenemnden er enig med Oslo Børs i at det etterfølgende planleggingsmøtet ikke kan være avgjørende i denne vurderingen, selv om det på dette tidspunktet kunne være uklart om selskapet ville lykkes med å gjennomføre emisjonen.

Selskapet har gjort gjeldende at det i trinnvise prosesser kan være vanskelig å fastslå når man beveger seg fra en foreløpig fase til en konkret fase hvor informasjonen oppfyller kravet til å være tilstrekkelig spesifikk til å utgjøre innsideinformasjon. Børsklagenemnden er ikke uenig i dette på generelt grunnlag. Et styrevedtak om å igangsette arbeid med en emisjon utgjør

imidlertid regulært et klart skille mellom den forberedende fasen og den fasen hvor informasjonen utgjør presise opplysninger.

Børsklagenemnden finner det også klart at styrevedtaket oppfylder kurspåvirkningsvilkåret i vphl. § 3-2 tredje ledd, ved at en "fornuftig investor" sannsynligvis ville benyttet det som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

Selskapet var etter dette forpliktet til å varsle markedet senest før børsåpning mandag 20. november 2016, jf. Vedtaket side 31. Alternativt kunne selskapet utsette offentliggjøringen av innsideinformasjonen, jf. vphl. § 5-3. Selskapet valgte slik utsatt offentliggjøring og varslet børsen om det i telefonsamtale 21. november kl. 13.37.

Oslo Børs har i Vedtaket ikke vurdert om vilkårene for utsatt offentliggjøring var til stede 21. november 2016, i og med at de hadde konkludert med at informasjonen om risikoen for covenantbrudd innebar innsideinformasjon, og dette ikke var rettidig offentliggjort.

Børsklagenemnden har full kompetanse i saken. Slik saken er opplyst finner imidlertid nemnden at den ikke har grunnlag for å vurdere om vilkårene for utsatt offentliggjøring foreligger. Heller ikke på dette punkt har selskapet under saksbehandlingen hatt noen foranledning til å kommentere dette spørsmålet. Det legges dermed til grunn at vilkårene for utsatt offentliggjøring forelå.

Det følger av verdipapirforskriften § 5-1 at utsteder ved utsatt offentliggjøring "uoppfordret og umiddelbart" skal gi melding om dette til børsen. Slik melding fra selskapet skulle dermed ha blitt gitt før børsen åpnet mandag 21. november 2016. Det er dermed tale om en forsinket melding på omkring en halv børsdag.

Det følger av verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd at det kan ilegges overtredelsesgebyr ved brudd på vphl. § 5-3, "samt forskrifter gitt for å utfylle disse bestemmelsene".

Børsklagenemnden antar at dette omfatter bestemmelsen i verdipapirforskriften § 5-1.

## **9.6 Sanksjon**

Det skal etter dette ilegges overtredelsesgebyr for én overtredelse av plikten til å gi melding til børsen om selskapets beslutning om utsatt offentliggjøring, jf. verdipapirforskriften § 5-1, jf. verdipapirhandelloven § 5-3. Overtredelsen er således vesentlig mindre alvorlig enn de forhold børsen ila overtredelsesgebyr for. Børsklagenemnden vil imidlertid påpeke at det er vesentlig at også reglene om melding til børsen om besluttet utsatt offentliggjøring, blir etterlevet. Meldeplikten er viktig for børsens overvåking av markedet. Selv en kort forsinkelse kan også ha uheldige konsekvenser, blant annet i relasjon til ledende ansattes undersøkelsesplikt før kjøp eller salg av aksjer.

Børsklagenemnden har ikke funnet tidligere sammenlignbare saker som veiledning for reaksjonsfastsettelsen. Etter en konkret vurdering finner Børsklagenemnden at et overtredelsesgebyr på en halv gang årlig kursnoteringsavgift – det vil si 85 400 kroner – er passende.

Børsklagenemnden fatter etter dette slikt enstemmig

### Vedtak

For brudd på plikten til å umiddelbart gi Oslo Børs melding om selskapets beslutning om utsatt offentliggjøring, jf. verdipapirforskriften § 5-1, jf. verdipapirhandelloven § 5-3, ilegges RenoNorden ASA et overtredelsesgebyr på en halv gang årlig kursnoteringsavgift, dvs. 85 400 kroner, jf. verdipapirhandelloven § 17-4 tredje ledd og § 15-1, jf. verdipapirforskriften § 13-1 og børsforskriften § 35.



Christian Lund



Knut Berge



Jøril Mæland



Espen Klitzing



Kristine Ryssdal