

## **Endur ASA – Vedtak knyttet til overtredelse av løpende informasjonsplikt**

### **1. Innledning**

Saken gjelder spørsmålet om Endur ASA («**Selskapet**») har opptrådt i strid med MAR artikkel 17, jf. artikkel 7 og Oslo Regelbok II punkt 4.2.1.1 ved å ikke rettidig offentliggjøre informasjon om brudd på finansiell covenant i Selskapets obligasjonslåneavtale datert 2. mars 2021 («**Låneavtalen**») og om det skal ilegges overtredelsesgebyr, jf. verdipapirhandelloven («**vphl**»). § 21-1.

Finanstilsynet har tidligere fattet vedtak om å ilegge Selskapet et overtredelsesgebyr for brudd på prospektregelverket i sammenheng med det samme covenant-bruddet. Det reises derfor også et spørsmål om det utgjør dobbeltstraff dersom Oslo Børs ilegger overtredelsesgebyr.

Oslo Børs har delegert myndighet til å føre tilsyn med overholdelsen av utsteders informasjonsplikt om innsideinformasjon, herunder utsatt offentliggjøring, for utstedere på regulert marked, jf. vphl. § 19-1 (3), jf. verdipapirforskriften § 17-1, og kan ilegge overtredelsesgebyr ved overtredelse av informasjonsplikten, jf. vphl. § 21-1 (5).

Det vil innledningsvis gis en kort beskrivelse av Selskapet og det aktuelle obligasjonslånet i punkt 2. Videre vil det gis en kronologisk redegjørelse av sakens faktiske forhold i punkt 3. I punkt 4 vil rettslig grunnlag for de tre overnevnte spørsmålene bli redegjort for og i punkt 5 presenteres Selskapets vurderinger av saken. Børsens vurdering av saken følger av punkt 6. Avslutningsvis, i punkt 7, drøftes det om sanksjon bør ilegges.

### **2. Kort om Selskapet og det aktuelle obligasjonslånet**

#### **2.1. Selskapet**

Endur ASA endret navn fra Bergen Group ASA i 2019<sup>i</sup>. Selskapet er et industrikonsern med hovedkontor i Bergen og har omtrent 400 ansatte. Selskapet er leverandør av bygge- og vedlikeholdsprosjekter og tjenester for marin infrastruktur, anlegg for landbasert akvakultur, kaier, havner, demninger, broer og andre spesialiserte betong- og stålprosjekter. Selskapet og dets datterselskaper tilbyr også et bredt spekter av andre spesialiserte prosjekt- og marinetjenester.<sup>ii</sup>

#### **2.2. Obligasjonslånet**

Utvalgte betingelser i det aktuelle obligasjonslånet:

- ISIN: NO0010935430
- Ticker: ENDUR01
- Volum: NOK 900 000 000
- Løpetid: 3. mars 2021 til 3. mars 2025

- Rente: NIBOR 3 måneder + 6,9%
- Covenants: Det er flere covenants i Låneavtalen som ikke er relevant for saken. Den relevante covenanten er Leverage ratio:  

$$\text{Leverage ratio} = \text{Net Interest Bearing Debt} / \text{EBITDA}.$$
<sup>1</sup>
- Låneavtalen definerer øvre grenser for Leverage ratio gjennom lånets løpetid:

Øvre grense:	Dato:
4,75	Fra utstedelsesdato og frem til 3. mars 2022
3,75	3. mars 2023
3,00	3. mars 2024
2,50	3. mars 2025

### 3. Sakens faktiske forhold

#### 3.1. Sakens omstendigheter

Ifølge børsmeldingen av 31. august 2021 kl. 16.30 («**Børsmeldingen**»)<sup>iii</sup> ble Selskapet oppmerksom på at de var i brudd med finansielle covenants i Låneavtalen etter at Selskapets konsoliderte regnskapsrapport for Q2 2021 og første halvår 2021 («**Kvartals- og halvårsrapporten**») og Selskapets resultatpresentasjon for samme periode («**Resultatpresentasjonen**») ble publisert kl. 07.00 samme dag<sup>iv</sup>.

##### 3.1.1. Nærmere om Selskapets Kvartals- og halvårsrapport og Resultatpresentasjon

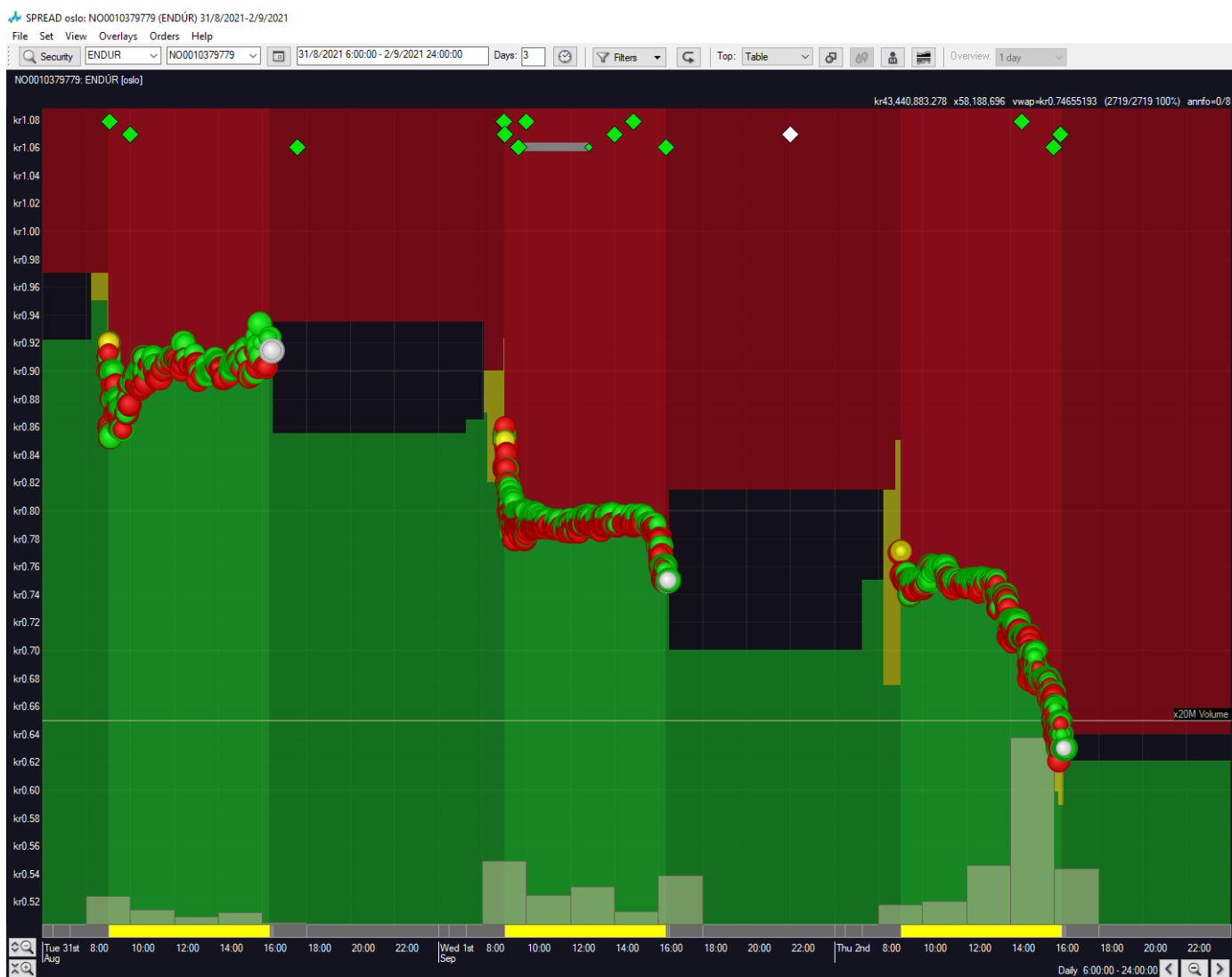
Selskapet presenterte ulike tallstørrelser i Kvartals- og halvårsrapporten og Resultatpresentasjonen. Kvartals- og halvårsrapporten måtte baseres på konsolideringsreglene etter IFRS. Det medførte at Selskapet ikke kunne korrigere resultatstørrelsene for H1 2021 eller H2 2020, for inntjening fra nyanskaffede datterselskaper forut for anskaffelsestidspunktene, eller for nylige salg og konkurser i andre datterselskaper («**Proforma-justeringer**»), utover å henvise til Resultatpresentasjonen for dette. Som en konsekvens av konsolideringsreglene kunne en ikke utlede covenant-brudd av Kvartals- og halvårsrapporten isolert sett.

Det sentrale for covenant-beregningen, var imidlertid ikke tallene i Kvartals- og halvårsrapporten som var i henhold til konsolideringsreglene i IFRS. I henhold til Låneavtalen skulle det gjøres nettopp proforma-justeringer når man beregnet nevneren i covenanten (adj. EBITDA siste 4 kvartal). Proforma-tallstørrelser ble presentert i Resultatpresentasjonen uten at utregningen av den aktuelle covenanten var reflektert. I ettertid har Selskapet også avdekket at det i tillegg var en feil i de historiske proforma-justerte tallene som var inntatt i Resultatpresentasjonen som skulle benyttes i beregningen av covenant.

<sup>1</sup> Net Interest Bearing Debt / EBITDA er videredefinert i Låneavtalen.

### 3.2. Hendelsens kurspåvirkning

Covenant-bruddet hadde, etter børsens syn, en innvirkning på aksjekursen i Selskapet. Børsen har vurdert det som relevant å fokusere på perioden, 31. august – 2. september 2021 ved vurderingen av hendelsens kurspåvirkning som redegjort for nedenfor. Bildet nedenfor viser kurs- og volumutvikling i Selskapets aksje de aktuelle dagene, slik det er fremstilt i børsens overvåkingsystem.



#### 3.2.1. 31. august 2021 – fremleggelse av Kvartals- og halvårsrapporten og Resultatpresentasjonen

Da Selskapet la frem Kvartals- og halvårsrapporten og Resultatpresentasjonen åpnet handelen i Selskapets aksjer på NOK 0,92 pr. aksje, ned fra sluttkurs dagen før på NOK 0,96 per aksje. Kursen falt deretter noe videre før utviklingen snudde, og det var en positiv utvikling resten av

dagen. Sluttkurs ble satt kl. 16.25 på NOK 0,92, samme nivå som da handelen startet. Denne dagen ble det omsatt aksjer for NOK 5,4 millioner, fordelt på 406 handler av 6,1 millioner aksjer. Meldingen om covenant-bruddet ble offentliggjort kl. 16.30, etter at markedet var stengt. Følgelig må det ses hen til neste handelsdag, 1. september 2021, for covenant-bruddets påvirkning på aksjekursen i Selskapet.

### *3.2.2. 1. september 2021 – offentlighet rundt covenant-bruddet*

Selskapet offentliggjorde på morgenen 1. september en børsmelding om en vellykket etablering av garantikonsortium for en rettet emisjon som kom i stand som følge av covenant-bruddet offentliggjort dagen før. Ifølge børsmeldingen var emisjonen garantert på NOK 110 millioner med en pris pr. aksje på NOK 0,75.<sup>v</sup> Følgelig er det vanskelig å isolere kurseffekten av bruddet på covenant denne dagen. Handelen i Selskapets aksje åpnet på NOK 0,85 per aksje og ble deretter handlet på nivåer rundt NOK 0,80 per aksje gjennom dagen. Mot slutten av dagen falt aksjekursen jevnt videre ned til en sluttkurs på NOK 0,75 per aksje, som innebar ett fall i aksjekursen på ca. 11,7% i forhold til dagens åpningskurs og et fall på ca. 18,4 % i forhold sluttkurs dagen før. Denne dagen ble det omsatt aksjer for NOK 14,6 millioner, fordelt på 1043 handler av 18,5 millioner aksjer. Til sammenligning steg OSEBX-en ca. 0,80 % 1. september 2021 sammenlignet med sluttkursen 31. august 2021 (som for øvrig falt 1,48 % sammenlignet med sluttkursen 30. august 2021).

### *3.2.3. 2. september 2021 – CEO fratrer med umiddelbar virkning*

Den 2. september 2021 kl. 13.28, offentliggjorde Selskapet at CEO hadde sagt opp sin stilling med umiddelbar effekt. Dette medførte et ytterligere fall i aksjekursen.<sup>vi</sup> Denne dagen hadde aksjen handlet på nivåer rundt NOK 0,75 frem til CEO sin fratreden ble offentliggjort. Fra dette tidspunkt falt kursen til sluttkurs for dagen på NOK 0,63 per aksje. Denne dagen ble det omsatt aksjer i Selskapet for NOK 23,4 millioner fordelt på 1 270 handler av 33,6 millioner aksjer. Selskapets styreleder uttalte seg i media om avgangen samme dag og satte den direkte i sammenheng med covenant-bruddet.<sup>vii</sup>

## **3.3. Dialog mellom Oslo Børs og Selskapet i sakens anledning**

Den 4. oktober 2021 sendte Oslo Børs en henvendelse til Selskapet med en rekke spørsmål knyttet til covenant-bruddet. Svarfrist ble satt til 12. oktober 2021.<sup>viii</sup> Selskapet svarte ikke innen fristen, som medførte at børsen sendte en påminnelse på fristdagen. Likevel uteble Selskapets svar, og 14. oktober 2021 sendte børsen på nytt en påminnelse som også inkluderte en henvisning til Selskapets opplysningsplikt overfor børsen i henhold til Oslo Regelbok II («**Regelbok II**») pkt. 2.8, jf. vphl. §12.2 (7).<sup>ix</sup> Selskapet besvarte børsens henvendelse 18. oktober 2021 hvor det ble redegjort for den aktuelle covenanten og forløpet som ledet til det covenant-bruddet, samt omstendighetene den dagen Selskapet ble oppmerksom på bruddet.<sup>x</sup> Se punkt 5.1 nedenfor for detaljer om Selskapets redegjørelse.

Børsen tok igjen kontakt med Selskapet den 23. juni 2022, pr. telefon og e-post, for enkelte avklaringer rundt oversendelsen av Kvartals- og halvårsrapporten fra administrasjonen til styret i august 2021.<sup>xi</sup> Selskapet responderte innen fristen og det vises til punkt 5.1 for detaljer om Selskapets svar.<sup>xii</sup>

Den 28. juni 2022 kontaktet børsen på nytt Selskapet for ytterligere avklaringer.<sup>xiii</sup> Forespørselen ble besvart av Selskapet innen fristen, og det vises til punkt 5.1 nedenfor for ytterligere detaljer.<sup>xiv</sup>

Den 19. august 2022 stilte børsen oppfølgingsspørsmål til Selskapet.<sup>xv</sup> Forespørselen ble besvart innen fristen, og det vises til punkt 5.1 for flere detaljer.<sup>xvi</sup>

Den 31. august 2022 stilte børsen avklarings spørsmål til Selskapet.<sup>xvii</sup> Forespørselen ble besvart innen fristen, og det vises til punkt 5.1 for flere detaljer.<sup>xviii</sup>

### **3.4. Vedtak fra Finanstilsynet**

Den 30. august 2021 godkjente Finanstilsynet Selskapets EØS-prospekt knyttet til notering av vederlagsaksjer utstedt i forbindelse med oppkjøp av Artec Aqua AS og Marcon-gruppen i Sverige AB og notering av et obligasjonslån. Prospektet ble gjort tilgjengelig samme dato på Selskapets nettsider og deres forretningsadresse, samt på NewsWeb kl. 17:26 samme dag.

Den 7. januar 2022 vedtok Finanstilsynet å ilegge Selskapet et overtredelsesgebyr på NOK 400 000 for brudd på prospektregelverket, jf. vphl. § 21-4.<sup>xix</sup> Finanstilsynet vurderte at opplysninger om at Selskapet var i covenant-brudd ikke fremkom av prospektet, men var relevante og nødvendige opplysninger for investorer, jf. prospektforordningen art. 14, i tillegg til at dette også ville være omfattet av spesifikke innholds krav som følger av kommisjonsforordningen. Dette betyr at informasjonen om covenant-bruddet skulle ha vært opplyst om i prospektet offentliggjort 30. august 2021.

## **4. Rettslig grunnlag**

Nedenfor presenteres det rettslige grunnlaget som børsen vurderer som relevant for saken.

### **4.1. Insideinformasjon**

Innsideregulene følger av Markedsmisbruksforordningen 596/2014 («**MAR**») og Oslo Regelbok II – Utstederregler («**Regelbok II**») punkt 4.2.1.

Hva som anses som insideinformasjon er definert i MAR art 7, jf. Regelbok II punkt 4.2.1 som «*presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort.*»

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

MAR artikkel 7 nr. 2 angir at *«opplysninger anses som presise dersom de indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe, dersom disse opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene på de finansielle instrumentene (...)*».

Dersom bestemmelsens vilkår er oppfylt skal utsteder så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjonen, jf. MAR artikkel 17 nr. 1, jf. Regelbok II 4.2.1.1. Dette innebærer at innsideinformasjon må offentliggjøres med en gang utsteder har mottatt eller blir klar over denne, med mindre ikke vilkårene for utsatt offentliggjøring er oppfylt, se Regelbok II punkt 4.2.1.2. I «så snart som mulig» ligger det normalt kun den tid det tar å utforme børsmeldingen om forholdet. Det forutsettes at utstederne har rutiner og prosedyrer som gjør at de kan håndtere informasjonspliktig informasjon overfor markedet når den oppstår.

#### **4.2. Skyldkrav**

Forvaltningsloven («**fvl.**») § 46 (1) angir at skyldkravet ved illeggelse av administrativ sanksjon overfor et foretak er uaktsomhet med mindre noe annet er bestemt. Skyldkravet ble inntatt i bestemmelsen med ikrafttredelse 1. juli 2022, etter et lovforslag som følge av rettspraksis og forholdet til Den europeiske menneskerettskonvensjonen («**EMK**»).

I forkant av lovendringen ble det i brev fra Justis- og beredskapsdepartementet til Finansdepartementet av 12. mai 2021, og brev fra Finansdepartementet til Oslo Børs av 8. juni 2021, anbefalt at det inntil videre ved illeggelse av overtredelsesgebyr overfor foretak stilles krav om at den som har opptrådt på vegne av foretaket har utvist alminnelig uaktsomhet. På bakgrunn av dette og rettspraksis legger Oslo Børs til grunn at det ved illeggelse av overtredelsesgebyr i den foreliggende saken stilles krav om at den eller de som har opptrådt på vegne av foretaket har utvist alminnelig uaktsomhet, og at skyldkravet kan oppfylles ved anonyme eller kumulative feil.

En uaktsomhetsvurdering opp mot informasjonspliktreglene vil etter Oslo Børs' syn bero på en skjønsmessig helhetsvurdering der vurderingen vil ta utgangspunkt i handlingen til selskapet opp mot hvordan selskapet burde ha handlet. Det vil i den forbindelse ses hen til forutsetningen om at utstedere er organisert på en slik måte at de er i stand til å overholde børsens regelverk, jf. Regelbok II punkt 3.1.3.4 (2) om at utsteder må ha *«tilstrekkelig kompetanse og ressurser til å oppfylle kravene om korrekt informasjonsgivning og -håndtering*». Det vil også ses hen til forutsetningen om at utsteder har rutiner og prosedyrer som gjør at de kan håndtere

informasjonspliktig informasjon overfor markedet når den oppstår, jf. børsens veiledning til punkt 4.2.1.1 om informasjonspliktens innhold når det foreligger innsideinformasjon.

### 4.3. Dobbelstraff

EMK tilleggsprotokoll nr. 7 art 4 (P 7-4) nr. 1 oppstiller et forbud mot gjentatt forfølgning («dobbelstraff»). Dette betyr at ilagt overtredelsesgebyr i en sak kan sperre for illeggelse av overtredelsesgebyr i en annen sak.

Følgende kumulative vilkår må være oppfylt for at avgjørelse i én sak sperrer for ny sak:

1. Begge saker må i konvensjonens forstand innebære *strafforfølgning* (straffebegrepet)
2. Begge saker må gjelde *samme handling* (identitetsbegrepet)
3. Begge saker må rette seg mot *samme rettssubjekt* (subjektiv rettskraft)
4. Vedtaket i den første saken må innebære en *endelig* frifinnelse eller domfellelse
5. Forfølgningen i sak 2 må innebære en *gjentatt forfølgning* (fortsatt forfølgning i samme sak er tillat; det er også parallell forfølgning)

I foreliggende sak er både nr. 1 og 3 utvilsomt oppfylt. Også nr. 4 er oppfylt da Finanstilsynets vedtak ikke ble påklaget innen klagefristen. Nr. 5 om gjentatt forfølgning vil kun være aktuelt hvis de øvrige vilkårene er oppfylt.

I punkt 6.3 nedenfor vurderer børsen om nr. 2 er oppfylt, herunder om vedtaket fra Finanstilsynet og saken som Oslo Børs vurderer gjelder «samme handling». Innholdet i slikt vilkår presenteres derfor nedenfor.

I nyere rettspraksis i den europeiske menneskerettsdomstolen («EMD») er det lagt til grunn at identitetskriteriet skal vurderes opp mot handlingen alene. Man står overfor samme handling når begge forfølgningene «*arises from identical facts or facts which are substantially the same*» (Zolotukhin mot Russland 10. februar 2009 avsnitt 82). Ved vurderingen skal man «*focus on those facts which constitute a set of concrete factual circumstances involving the same defendant and inextricably linked together in time and space (...)*» (avsnitt 84).

I Rt-2010-72 vurderte retten om det faktum som lå til grunn for en tiltale og for det forutgående vedtak om tilleggsavgift og tilleggsavgift var det samme eller vesentlig det samme. Der ble det uttalt at «Ved vurderingen vil tid og sted for handlingene være av sentral betydning». Personen («A») som drev et enkeltpersonforetak hadde blitt ilagt tilleggsavgift og tilleggsavgift for å ha gitt uriktige og ufullstendige opplysninger til ligningsforvaltningen. Den oppgitte omsetningen var uriktig. De innberettede lønnsutbetalingene for ansatte var ufullstendige, og når det ble bygget på disse ved beregning av grunnlag for arbeidsgiveravgift, ble grunnlaget for lavt. Tiltalen i straffesaken gjaldt overtredelser av regnskaps- og ligningsloven. I saken ble innleveringen i seg selv ikke vurdert som den avgjørende handling. Retten pekte på realiteten bak hvert av forholdene og foretok en sammenligning ut fra det. Dommen kommenteres nærmere under punkt 6.3.

#### **4.4. Overtredelsesgebyr**

MAR art. 31 fastsetter at tilsynsmyndigheten skal ta alle relevante omstendigheter i betraktning når typen sanksjon og utmåling av sanksjonen skal besluttes. Vphl. § 21-14 gjennomfører MAR art. 31. i norsk rett.

Vphl. § 21-14 angir følgende momenter som kan hensyntas ved avgjørelsen av om en administrativ sanksjon skal ilegges, og ved utmålingen:

- 1) overtredelsens grovhet og varighet,
- 2) graden av skyld hos overtrederen,
- 3) overtrederens finansielle styrke, særlig samlet omsetning eller årsinntekt og eiendeler,
- 4) oppnådd fortjeneste eller unngått tap,
- 5) tap påført tredjepart som følge av overtredelsen,
- 6) vilje til å samarbeide med myndighetene,
- 7) tidligere overtredelser,
- 8) forhold som nevnt i forvaltningsloven § 46 annet ledd,
- 9) andre relevante forhold.

Forvaltningsloven § 46 (2) angir følgende momenter som blant annet kan hensyntas ved vurderingen av om et foretak skal ilegges administrativ sanksjon og ved individuell utmåling av sanksjonen:

- a) sanksjonenes preventive virkning,
- b) overtredelsens grovhet, og om noen som handler på vegne av foretaket, har utvist skyld,
- c) om foretaket ved retningslinjer, instruksjon, opplæring, kontroll eller andre tiltak kunne ha forebygget overtredelsen,
- d) om overtredelsen er begått for å fremme foretakets interesser,
- e) om foretaket har hatt eller kunne oppnådd noen fordel ved overtredelsen,
- f) om det foreligger gjentakelse,
- g) foretakets økonomiske evne,
- h) om andre reaksjoner som følge av lovbruddet blir ilagt foretaket eller noen som har handlet på vegne av det, bl.a. om noen enkeltperson blir ilagt administrativ sanksjon eller straff,
- i) om overenskomst med fremmed stat eller internasjonal organisasjon forutsetter bruk av administrativ foretakssanksjon eller foretaksstraff.

#### **5. Selskapets vurderinger**

##### **5.1. Selskapets svar på børsens forespørsler**

Som nevnt i punkt 3.3 ba børsen den 4. oktober 2021 Selskapet om å redegjøre for prosessen knyttet til covenant-bruddet. Selskapet responderte den 18. oktober 2021 med bl.a. følgende opplysninger. Se vedlegg 10 for Selskapets svar i sin helhet.



- Bruddet oppstod som følge av negativ utvikling i regnskapstallene i 2. kvartal 2021, hovedsakelig som følge av utvikling i et datterselskap hvor bl.a. betydelig fordring med forfall 30. juni 2021 ble betalt én dag for sent. Endur overtok eierskapet til dette selskapet 12. mars 2021. Kombinasjonen av betydelig redusert lønnsomhet og økt pådrag i omsetning og binding i arbeidskapital førte til at leverage ratio ble høyere enn tillatt under låneavtalen.
- Få minutter etter presentasjonen av kvartalstallene den 31. august 2021 ble Selskapet kontaktet av en medarbeider i et verdipapirforetak som tidligere hadde hatt oppdrag for Selskapet som påpekte at det fremstod som om Selskapet var i brudd med covenants med bakgrunn i den nettopp avholdte presentasjonen. Selskapet var uforberedt og ble overrasket over opplysningene om covenant-bruddet.
- Deretter gjorde Selskapet en rekke nødvendige beregninger internt for å bekrefte bruddet på egenhånd. Under dette arbeidet oppdaget Selskapet at resultatpresentasjonen inneholdt en feil / uriktig tallstørrelse for proforma justert EBITDA for FY 2020. Selskapet kalte parallelt inn til et ekstraordinært styremøte samme dag kl. 14.00.
- Styremøtet kl. 14.00 ble benyttet til å analysere situasjonen i detalj og for å kontrollere underliggende regnskapsstørrelser som var relevante for covenant-beregningen.
- Ca. kl. 16.00 ble det etablert i styremøtet at Selskapet var i brudd med covenant og samtidig besluttet at det var behov for å informere markedet umiddelbart. Etter å ha utformet børsmeldingen ble informasjonen om covenant-bruddet offentliggjort kl. 16.30 samme dag.
- Selskapet beskriver hendelsen som en alvorlig feil som ikke burde eller kunne skje og at de gjør tiltak for å forsikre seg at dette ikke skjer igjen.

I tillegg ble børsen kontaktet på ettermiddagen den 31. august av Selskapets juridiske rådgiver med informasjon om situasjonen som hadde oppstått og det pågående styremøtet. Rådgiveren beskrev at det var usikkerhet knyttet til det eventuelle covenant-bruddet, men at Selskapet ville offentliggjøre børsmelding, hvis relevant, samme kveld eller neste morgen. Inntil covenant-bruddet var etablert vurderte en ikke dette som innsideinformasjon.

Børsen tok på ny kontakt med Selskapet 23. juni 2022 med enkelte spørsmål til håndteringen av Kvartals- og halvårsrapporten for 2021. Selskapet opplyste bl.a. følgende i sitt tilsvarende svar, som er inntatt i vedlegg 12<sup>2</sup>:

---

<sup>2</sup> Det bemerkes for ordens skyld at børsen i gjengivelsen av Selskapets svar ikke har benyttet de definerte begrepene «Kvartals- og halvårsrapporten» og «Resultatpresentasjonen».

- Administrasjonen arbeidet med halvårsrapporten helt frem til den ble distribuert digitalt til styret den 23. august 2022. Det kan imidlertid ikke legges til grunn at rapporten på dette tidspunktet var å anse som endelig ferdigstilt.
- Halvårsrapporten var sak i styremøtet 26. august 2021. Styret vedtok å gi fullmakt til endelig godkjenning av halvårsrapporten til styreleder, fordi halvårsrapporten ikke var endelig ferdigstilt fra administrasjonens side. Styreleder ga pr. e-post den 30. august 2021 (kl. 21:14) bekreftelse til administrasjonen på godkjenning av halvårsrapporten og tilhørende presentasjon.
- Selskapet var tydelige på at det gikk svært kort tid mellom endelig ferdigstilling av halvårsrapporten (30. august kl. 21:14), avholdelse av kvartalspresentasjonen (31. august kl. 08:00) og børs melding om brudd på lånebetingelser (31. august kl. 16:30). Selskapet mener det var grunnlag for å kritisere deres internkontroller for økonomistyring, men ikke manglende overholdelse av informasjonsplikten, da de handlet svært effektivt når man fattet mistanke om at det kunne foreligge brudd på lånevilkårene.

Børsen hadde to ytterligere oppfølgingsspørsmål til Selskapet den 28. juni, som ble besvart 30. juni 2022. Selskapet opplyste bl.a. følgende i sitt tilsvarende, som er inntatt i vedlegg 14:

- Etter covenant-bruddet har det vært utskiftninger av nøkkelpersoner i Selskapet noe som gjør det vanskelig å beskrive detaljert hva som gjenstod av arbeid med halvårsrapporten for 2021, da den ble oversendt til styret.
- Det sentrale for beregning av covenanten, var imidlertid ikke de «offisielle» rapporterte tallstørrelsene iht. halvårsrapporten. I halvårsrapporten, basert på konsolideringsreglene etter IFRS, kunne man ikke korrigere resultatstørrelsene, verken for H1 2021 eller H2 2020, for inntjening fra de nyanskaffede datterselskapene forut for de faktiske anskaffelsestidspunktene, eller for nylige salg og konkurser i konsernet. Iht. obligasjonslåneavtalen skulle det gjøres slike justeringer når man beregnet nevneren i covenanten (adj. EBITDA siste 4 kvartal) – dette omtales videre som proforma resultatstørrelser.
- Informasjon om proforma-justert EBITDA for H1 2021, og sammenligningstall for H2 2020, fremgikk ikke av selve halvårsrapporten, men av kvartalspresentasjonen for Q2 2021. Halvårsrapporten henviste særskilt til at det var i presentasjonen man kunne finne proforma-tall. Presentasjonen var ikke vedlagt styrepapirene til styremøtet 26. august 2021, fordi den ikke ble ferdigstilt før 30. august 2021 – da styreleder gav grønt lys for publisering av halvårsrapport og kvartalspresentasjon. På dette tidspunktet var ikke administrasjonen oppmerksom på at proforma-justert EBITDA siste 4 kvartal var for lav i forhold til Selskapets netto rentebærende gjeld (telleren i den aktuelle covenanten). Covenant-bruddet var dermed et faktum, som ble offentliggjort på ettermiddagen 31.

august 2021, kun ett døgn etter at administrasjonen hadde ferdigstilt presentasjonen som ga den informasjonen som var nødvendig for å regne på covenanten.

- Selskapet minnet nok en gang om at de informerte markedet umiddelbart når de ble klar over forholdet og at deres informasjonsplikt ikke er misligholdt. Selskapet beklager på det sterkeste at de var sent ute med å ferdigstille tallgrunnlagene som covenanten baserte seg på, og at de selv ikke var oppmerksomme på bruddet tidligere.

Børsen hadde to ytterligere oppfølgingsspørsmål til Selskapet den 19. august 2022, som ble besvart 23. august 2022. Selskapet opplyste blant annet følgende i sitt tilsvarende, som er inntatt i vedlegg 16:

- Det er ikke mulig å angi noe eksakt tidspunkt for når tallgrunnlaget var ferdig bearbeidet. Proforma-tallstørrelser utarbeides kun til kvartalspresentasjonen, og denne jobbet administrasjonen med frem til kvelden 30. august. Det kan antas at dette var noe av det siste man ferdigstilte gitt kompleksiteten i beregningen.
- Beregningene opp mot den aktuelle covenanten gjøres på konsernnivå, altså konsoliderte og IFRS-justerte tall for alle konsernselskapene (både i brøkens teller og nevner). Nevneren skulle beregnes proforma. Det ble gjennomført betydelige omstruktureringer av konsernet H1 2021 og Q2 2021 slik at det må antas at det var en betydelig jobb å utarbeide et oppdatert oppsett over siste 12 mnd. proforma-justert EBITDA.

Børsen stilte oppfølgingsspørsmål til Selskapet den 31. august 2022, som ble besvart 2. september 2022. Selskapet opplyste blant annet følgende i sitt tilsvarende, som er inntatt i vedlegg 18:

- Absolutt endelig versjon av dokumentet ble oversendt fra kommunikasjonsrådgiveren [redacted] til Selskapets tidligere CFO kl. 20:15. [redacted] bisto med utseende og grafikk, og gjorde ingen materielle endringer. Tidligere konsernregnskapssjef sendte dokumentet kl. 16:48 til [redacted] for slik bistand. Tidligere CFO har forklart at det var veldig mye jobb med få tatt inn proforma-tallene for 2020 på ettermiddagen/kvelden 30. august 2021, og denne forklaringen stemmer godt overens med det Selskapet har funnet av tidspunkter for ulike e-poster. Selskapet angir derfor at det ikke kan legges til grunn at dokumentet, herunder all nødvendig input til å foreta covenant-beregningen, var klar på et tidligere tidspunkt enn kl. 16:48.

## **5.2. Selskapets kommentarer til forhåndsvarselet**

### *5.2.1. Det forelå ikke et «Event of Default»*

Selskapet viser til at Låneavtalens definisjon av «Event of Default» ikke var oppfylt før Selskapet hadde «actual knowledge» om covenant-bruddet. Selskapet var derfor ikke i brudd med Låneavtalen på en slik måte at forpliktelsen falt til betaling. Ettersom slik kunnskap var nødvendig

for å etablere en misligholdssituasjon mener Selskapet at det ikke kan sies å foreligge innsideinformasjon før Selskapet faktisk hadde etablert covenant-bruddet.

Selskapet mener at det faktiske grunnlaget for å vurdere om det kunne komme i brudd med Låneavtalen dersom de fikk kunnskap om det, var angitt i Resultatpresentasjonen for 2021. Denne var publisert kl. 07:00 den 31. august 2021, og informasjon nødvendig for covenant-beregninger var inkludert i prospektet publisert 30. august 2021 kl. 17:26. Selskapet mener derfor at all informasjon nødvendig for å vurdere om Selskapet var i en situasjon der det kunne komme i brudd med lånevilkårene var offentliggjort i markedet kl. 07:00 den 31. august 2021, og at dette er svært kort tid etter tidspunktet børsen mener det forelå innsideinformasjon (rundt kl. 16:48 den 30. august 2021). Informasjonen var dermed offentlig tilgjengelig før Selskapet selv ble oppmerksom på bruddet. Selskapet mener at den finansielle informasjonen eller subsumsjonen om brudd ikke var innsideinformasjon etter at grunnlaget for beregningen var publisert.

#### *5.2.2. Oslo Børs' saksbehandling i strid med forbudet mot gjentatt straffeforfølgning*

Selskapet mener at forholdene som ble lagt til grunn av Finanstilsynet for overtredelsesgebyr etter prospektreglene er de samme forholdene som legges til grunn av Oslo Børs, og at Oslo Børs' saksbehandling er i strid med forbudet mot gjentatt straffeforfølgning, jf. EMK tilleggsprotokoll nr. 7 art 4 (P 7-4) nr.1. Selskapet viser til at de rettslige interessene som ulike sanksjonerte plikter skal ivareta ikke er relevant for vurderingen om dobbeltstraff, og viser til Rt. 2010 s. 72 avs. 11:

*«Det som er spørsmålet i vår sak, er om det faktum som ligger til grunn for tiltalen, er det samme eller vesentlig det samme som lå til grunn for det forutgående vedtaket om tilleggsavgift og tilleggsavgift. Ved vurderingen vil tid og sted for handlingene være av sentral betydning».*

Selskapet mener at de faktiske forhold som ligger til grunn for både Finanstilsynets og Oslo Børs' vurderinger er om Selskapet tidsnok ga informasjon om covenant-bruddet til offentligheten, og at det i begge saker er tale om samme type informasjon. Selskapet mener at dette skiller seg fra saker hvor informasjonsgrunnlagene har vært ulike, slik som henholdsvis manglende regnskapsføring og uriktige innmeldinger til ligningsmyndighetene. Videre mener Selskapet at «stedet» for opplysningsplikten etter prospektreglene og innsideregulverket er likt da stedet for begge er offentligheten. Selskapet mener at det må legges til grunn at Selskapets unnlatelser knyttet til avdekking og offentliggjøring inngår i samme begivenhet, samme tidspunkt og består av de samme eller vesentlig samme faktiske omstendigheter, jf. også Rt. 2011 s. 172 avsnitt 18. Selskapet ber også Oslo Børs redegjøre for hvordan samordningen av behandlingen av Finanstilsynets sak er håndtert, jf. forvaltningsloven § 47.

#### *5.2.3. Selvinkrimineringsvern*

Selskapet stiller spørsmål ved om Oslo Børs har ivaretatt selvinkrimineringsvernet etter fvl. § 48, som også kan utledes av Grunnloven § 95 og EMK artikkel 6. Fvl. § 48 lyder som følger:

*«I sak om administrativ sanksjon skal forvaltningsorganet gjøre parter som det er aktuelt for, oppmerksom på at det kan foreligge en rett til ikke å svare på spørsmål eller utlevere dokumenter eller gjenstander når svaret eller utleveringen vil kunne utsette vedkommende for administrativ sanksjon eller straff».*

Selskapet angir at Oslo Børs gjentakende har vist til Selskapets opplysningsplikt, jf. Oslo Regelbok Del II Utstederregler punkt 2.8, jf. vphl. § 12-2 (7) uten å gjøre Selskapet oppmerksom på dets rett til ikke å inkriminere seg selv. Selskapet mener at Oslo Børs har bruker opplysninger som Selskapet har gitt under trussel om sanksjonert opplysningsplikt. Oslo Regelbok Del II Utstederregler punkt 2.8 lyder som følger:

*«Oslo Børs kan kreve at Utstederen, Utstederens ansatte og tillitsvalgte uten hinder av taushetsplikt, gir Oslo Børs de opplysninger som er nødvendige for at Oslo Børs skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter. Første punktum gjelder også for Managementselskaper».*

## **6. Børsens vurdering**

### **6.1. Innsideinformasjon**

Børsen mener at covenant-bruddet utgjorde innsideinformasjon, jf. MAR artikkel 7, jf. Regelbok II punkt 4.2.1, som nærmere redegjort for nedenfor. Børsens oppfatning er dermed at det aktuelle covenant-bruddet oppfyller de tre vilkårene beskrevet over i punkt 4.1 (Rettslig grunnlag – innsideinformasjon). Nedenfor følger børsens vurdering av hver av de tre vilkårene for innsideinformasjon i forhold til covenant-bruddet:

Børsen er ikke kjent med, og Selskapet har heller ikke opplyst, at covenant-bruddet var offentlig tilgjengelig eller kjent i markedet før offentliggjort av Selskapet 31. august 2021, jf. MAR art 7, jf. Regelbok II punkt 4.2.1, og vurderer at dette vilkåret i definisjonen er oppfylt.

Børsen mener at en fornuftig investor ville ha benyttet informasjonen om covenant-bruddet som en del av sin investeringsbeslutning. Etter børsens syn er et inntruffet brudd på covenant uten at det foreligger en løsning på situasjonen et klart negativt signal for en fornuftig investor. Bruddet var en realitet som var egnet til å påvirke kursen på Selskapets aksjer. Vilkåret om kurspåvirkning var dermed oppfylt, jf. MAR art 7, jf. Regelbok II punkt 4.2.1.

Regnskapsinformasjon, som Kvartals- og halvårsrapporten og Resultatpresentasjonen, vil alltid være historisk informasjon. Historisk inntruffen informasjon er, etter børsens syn, rent språklig naturlig å vurdere som presis informasjon. Beregning av covenants, samt eventuelle brudd, utledes av regnskapsinformasjon og børsen mener tilsvarende at et covenant-brudd også er presis informasjon. Børsen understreker for ordens skyld at det i saken handler om et inntruffet covenant-brudd som det tok tid for Selskapet å oppdage og deretter agere i forhold til. Saken handler ikke om risiko for et fremtidig covenant-brudd, hvor vurderingen av presis informasjon i lovens forstand kan være mer kompleks.

Den aktuelle covenanten er beregnet basert på regnskapstall for Selskapet per. 30. juni 2021 og således oppstod bruddet regnskapsmessig denne datoen. Børsen vurderer det som mer relevant å vurdere når Selskapet burde ha blitt oppmerksom på covenant-bruddet i spørsmålet om når det forelå presis informasjon, herunder om når det forelå opplysninger som indikerte at man var i covenant-brudd og når disse opplysningene var tilstrekkelig spesifikke til at det kunne trekkes en slutning om den mulige påvirkningen på kursen til Selskapets finansielle instrumenter, jf. MAR art. 7 nr. 2. Børsen forstår at regnskapsperioden nødvendigvis må avsluttes, og at tallene må bearbeides og konsolideres etter 30. juni 2021.

Børsen mener at det forelå presis informasjon om covenant-bruddet da de relevante tallstørrelsene forelå med så stor grad av endelighet at man kunne gjøre beregninger opp mot covenanten. Selskapet har ikke kunnet svare eksakt når slikt informasjonsgrunnlag forelå, men børsen forstår at det forelå senest kl. 16:48 den 30. august 2021 da presentasjonen ble sendt fra den tidligere konsernregnskapssjefen til kommunikasjonsrådgiver [REDACTED] for bistand med grafikk og utseende. På dette tidspunktet var Resultatpresentasjonen som inneholdt de nødvendige proforma-tallene for å kunne beregne covenanten ferdigstilt, og den ble samme kveld godkjent av Selskapets styreleder. Administrasjonen har en viktig rolle når det gjelder å gjennomføre kontrollaktiviteter for å fange opp og videreformidle til styret viktig informasjon knyttet til selskapets finansielle stilling og resultat, herunder brudd på covenants. Selv om covenant-bruddet ikke ble regnet på og konkludert av Selskapet før på ettermiddagen 31. august 2021, med offentliggjøring samme dag kl. 16.30, så kunne Selskapet på tidspunktet da Resultatpresentasjonen var ferdigstilt ha regnet på covenantene etter prinsippene i låneavtalen som et ledd i normal økonomistyring. Det forelå da opplysninger som indikerte at man var i covenant-brudd og disse var tilstrekkelig spesifikke til at det kunne trekkes en slutning om den mulige påvirkningen på kursen til Selskapets finansielle instrumenter, selv om Selskapet manglet nødvendige prosedyrer og rutiner for god økonomistyring til å avdekke dette selv. Børsen vurderer dermed basert på det ovennevnte at det forelå presis informasjon om covenant-bruddet den 30. august 2021 senest kl. 16:48, jf. MAR art. 7, jf. Regelbok II punkt 4.2.1.

Med hensyn til Selskapets anførsler om at covenant-bruddet ikke utgjorde et «Event of Default» etter Låneavtalen før Selskapet hadde «actual knowledge» om covenant-bruddet og at det derfor ikke kunne sies å foreligge innsideinformasjon før Selskapet hadde kunnskap om det, har børsen gjort følgende vurderinger. Låneavtalen punkt 14.1 b) definerer hva som blant annet utgjør et «Event of Default», og lyder som følger:

*"(b) Breach of other obligations.*

*An Obligor does not comply with any provision of the Finance Documents other than set out under paragraph (a) (Non-payment) above, unless such failure is capable of being remedied and is remedied within 20 Business Days after the earlier of the Issuer's actual knowledge thereof, or notice thereof is given to the Issuer by the Bond Trustee".*

Oslo Børs er enig med Selskapet om at det etter Låneavtalen har betydning for om det forelå et «Event of Default» at Selskapet hadde «actual knowledge» om covenant-bruddet. Det forelå likevel et covenant-brudd, eller «Breach of other obligations». Hvorvidt Selskapet hadde «actual knowledge» om covenant-bruddet er etter Låneavtalen kun av betydning for utgangspunktet for fristen for å rette covenant-bruddet for å unngå at slikt brudd blir et «Event of Default». Bruddet måtte være et «Event of Default» for at utestående beløp under Låneavtalen kunne bli erklært forfalt til betaling. Oslo Børs mener likevel at covenant-bruddet isolert sett, på det tidspunktet nødvendige tallstørrelser forelå for å foreta covenant-beregningen, utgjorde presise opplysninger som vedrørte Selskapet, som ikke var offentliggjort, og som var egnet til å påvirke kursen til Selskapets aksjer. Sistnevnte begrunnes med at det er sannsynlig å tro at informasjon om covenant-bruddet er noe en fornuftig investor ville ha tatt i betraktning ved vurdering av sin eksisterende eller potensielle investering i selskapet. Covenant-bruddet ville kunne medføre at Selskapet var i en «Event of Default», med de virkninger det innebar, og et annet alternativ kunne være et reparerende tiltak i form av kapitalinnhenting med potensiell utvanning av eksisterende aksjonærs eierposisjoner. Det beste utfallet ville være at Selskapet reparerte bruddet raskt uten endring for investorene, og det verste utfallet ville være at Selskapet var i en misligholdssituasjon hvor forpliktelsene kunne bringes til forfall. Alt i mellom disse ytterpunktene ville være negativt sammenlignet med situasjonen før covenant-bruddet, og det er dermed sannsynlig at en fornuftig investor ville ha vurdert forholdet som negativt. Alvoret og det negative i situasjonen belyses også av CEOs fratreden i forbindelse med covenant-bruddet, en fratreden som daværende styreleder som nevnt gjennom uttalelser i media satte i direkte kobling til covenant-bruddet. I ettertid ser man også av den faktiske kursutviklingen at kursen sank betydelig, selv om Selskapet publiserte børsmelding før børsåpning 1. september 2021 om vellykket etablering av garantikonsortium for en rettet emisjon som kom i stand som følge av covenant-bruddet. Til tross for at potensiell utvanning ved slik rettet emisjon også kan ha gitt negativ kurseffekt, er det sannsynlig at den negative kurseffekten også knyttet seg til covenant-bruddet.

Basert på det ovennevnte vurderer Oslo Børs at Låneavtalens definisjon av «Event of Default» ikke har innvirkning på hvorvidt covenant-bruddet utgjorde innsideinformasjon.

#### *6.1.1. Offentliggjøring av innsideinformasjon*

Som nevnt i punkt 4.1 skal innsideinformasjon offentliggjøres så snart som mulig.

Selskapet hevder at de ikke ble klar over covenant-bruddet før 31. august 2021, og således at de offentliggjorde innsideinformasjonen så snart som mulig etter at de ble oppmerksomme på bruddet og at offentliggjøringen dermed var i tråd med lovens ordlyd.

Børsen deler ikke Selskapets syn på at offentliggjøringen av covenant-bruddet er gjort i henhold til MAR artikkel 17 (1). Børsen mener at Selskapet kunne ha blitt oppmerksom på covenant-bruddet, som utgjorde innsideinformasjon jf. MAR artikkel 7 og jf. Regelbok II punkt 4.2.1, da Resultatpresentasjonen var ferdigstilt 30. august 2021 rundt kl. 16:48, og at Selskapet burde håndtert covenant-bruddet som innsideinformasjon senest fra dette tidspunktet.

Resultatpresentasjonen ble offentliggjort i børsmelding 31. august 2021 kl. 07.00. Innsideinformasjonen om covenant-bruddet ble først offentliggjort i Børsmeldingen 31. august kl. 16.30. Børsen mener dermed at innsideinformasjonen ble offentliggjort for sent i forhold til når den senest oppstod og for sent i forhold til når Selskapets administrasjon burde ha oppfattet den. Etter børsens syn har ikke Selskapet offentliggjort innsideinformasjon så snart som mulig, jf. MAR artikkel 17 (1), og det foreligger dermed et brudd på informasjonsplikten.

For å ilegge administrative sanksjoner er det ikke tilstrekkelig å konstatere at informasjonsplikten er brutt. Det kreves i tillegg at Selskapet har handlet uaktsomt. Dette vurderes under 6.2 nedenfor.

## **6.2. Vurdering av skyld – alminnelig uaktsomhet**

Som nevnt under punkt 4.2 er det krav om at den eller de som har opptrådt på vegne av Selskapet har utvist alminnelig uaktsomhet for at børsen skal kunne ilegge Selskapet overtredelsesgebyr. Vurderingen vil som nevnt ta utgangspunkt i hvordan Selskapet har handlet sammenlignet med hvordan Selskapet burde ha handlet.

Selskapet oppdaget som kjent ikke covenant-bruddet før medarbeideren i verdipapirforetaket som tidligere hadde hatt oppdrag for Selskapet tok kontakt og påpekte bruddet. Deretter gjorde Selskapet egne beregninger for å konstatere faktisk brudd. Selskapet hadde dermed ikke tilstrekkelige rutiner eller prosedyrer til å oppdage bruddet selv, eller til å oppfylle kravene om korrekt informasjonsgivning og informasjonshåndtering.

Som et børsnotert selskap med informasjonsforpliktelser overfor markedet mener børsen at Selskapet burde hatt rutiner og prosedyrer for å identifisere eventuelle brudd med covenants på egenhånd, og før presentasjonen av proforma-tall og offentliggjøring av lovpålagte regnskapsrapporter. Det er påtagelig at Selskapet måtte bli gjort oppmerksom på bruddet av en tredjepart. Selskapet burde ha hatt rutiner som gjorde administrasjonen i stand til å gjøre de nødvendige covenant-beregningene så snart proforma-tallene forelå, og slike beregninger burde ha blitt gjort da disse tallene faktisk forelå. Selskapet burde hatt nødvendig kontroll på lånevilkårene i prosessen for regnskapsavleggelse og presentasjon av proforma-tallene. Selskapet hadde tidligere samme år akseptert Låneavtalen med nevnte covenant, og dette lånet utgjør mesteparten av Selskapets lånefinansiering, og børsen syns det er overraskende at Selskapet ikke har hatt større fokus på disse beregningene i forbindelse med ferdigstillingen av Resultatpresentasjonen. Basert på dette er børsens syn, som nevnt i punkt 6.1, at administrasjonen burde ha oppdaget covenant-bruddet da Resultatpresentasjonen var ferdigstilt. Vi bemerker også at det å ha tilfredsstillende rutiner og prosedyrer vil kunne medføre at man oppdager denne typen forhold på et enda tidligere stadium.

I Selskapets svar av 18. oktober 2021 innrømmer også Selskapet at covenant-bruddet utvilsomt burde vært avdekket tidligere, og feilen beskrives som alvorlig. Selskapet innrømmer videre at feilen ikke burde kunne skje. Dette har imidlertid ikke betydning for børsens selvstendige vurdering



eller konklusjon med hensyn til uaktsomhet, og børsen har heller ikke bedt Selskapet om å vurdere skyld.

Basert på de ovennevnte vurderinger konkluderer børsen med at den eller de som har opptrådt på vegne av Selskapet har utvist slik uaktsomhet som er nødvendig for å kunne ilegge administrative sanksjoner.

### **6.3. Dobbelstraff**

Finanstilsynet fattet den 7. januar 2022 vedtak om å ilegge Selskapet et gebyr på NOK 400 000 for brudd på prospektregelverket i tilknytning til det aktuelle covenant-bruddet (se vedlegg 19). Oslo Børs vurderer i denne saken å ilegge Selskapet et gebyr som følge av brudd på informasjonsplikten knyttet til samme covenant-brudd. Dette aktualiserer en problemstilling knyttet til dobbeltstraff, og derfor må det tas stilling til om vedtaket fra Finanstilsynet og et eventuelt vedtak fra Oslo Børs gjelder «samme handling», jf. EMK tilleggsprotokoll, og som presentert i punkt 4.3 over. Dette innebærer at ilagt overtredelsesgebyr i en sak kan sperre for illeggelse av overtredelsesgebyr i en annen sak, hvis enkelte vilkår er oppfylt, deriblant om saken gjelder «samme handling». For å avgjøre om det foreligger «samme handling» vil de ulike handlingene gjennomgås hver for seg i henholdsvis punkt 6.3.1 og 6.3.2 nedenfor, og til slutt vurderes handlingene mot hverandre i punkt 6.3.3.

#### *6.3.1. Overtredelse av prospektreglene*

Det vises til vedlegg 19 for nærmere detaljer om Finanstilsynets vurdering av prospektsaken. Som det fremgår av vedtaket ville opplysninger om covenant-bruddet være relevante og nødvendige opplysninger for investorer, jf. Prospektforordningen artikkel 14. At covenant-bruddet ikke ble nevnt i prospektet var dermed en unnlattelse av å gi relevante opplysninger som var nødvendige for investorer ved sin investeringsbeslutning i forbindelse med Selskapets notering av aksjer (notert 1. september 2021) og obligasjonslån (notert 3. september 2021).

#### *6.3.2. Overtredelse av reglene for offentliggjøring av innsideinformasjon*

Som redegjort for i dette forhåndsvarselet er det børsens vurdering at covenant-bruddet utgjorde innsideinformasjon, og at Selskapet har offentliggjort informasjonen for sent i forhold til MAR artikkel 17 nr. 1 som fastsetter at utsteder så snart som mulig skal offentliggjøre innsideinformasjon. Offentliggjøring av informasjon om covenant-bruddet etter MAR artikkel 17 ville gi nye investorer og eksisterende aksjonærer en mulighet til å foreta en fullstendig, korrekt og rettidig vurdering av informasjonen. Manglende offentliggjøring etter MAR var dermed en unnlattelse av å så snart som mulig offentliggjøre innsideinformasjon slik at investorer og eksisterende aksjonærer hadde et løpende, oppdatert informasjonsgrunnlag for å beslutte kjøp og salg, eller avståelse fra kjøp og salg, av Selskapets allerede noterte verdipapirer.

Børsen mener at Selskapet burde ha offentliggjort innsideinformasjonen da Resultatpresentasjonen var ferdigstilt, og at det isolert sett er grunnlag for å ilegge Selskapet gebyr med mindre det vil innebære dobbeltstraff.

### *6.3.3. Samme handling, herunder sammenfallende i tid og sted*

Som nevnt under punkt 3.4 ble Selskapets prospekt godkjent av Finanstilsynet og offentliggjort 30. august 2021, og informasjon om covenant-bruddet skulle ha vært inntatt i prospektet senest før dette. Tidspunktet for unnlatsen var dermed ved offentliggjøringen 30. august 2021 kl. 17:26. Som nevnt i punkt 6.1 ble Resultatpresentasjonen med nødvendige tallstørrelser for å foreta covenant-beregningen ferdigstilt 30. august 2021 rundt kl. 16:48. Videre vurderer Oslo Børs i punkt 6.1 at covenant-bruddet utgjorde presis informasjon og at administrasjonen burde ha oppdaget covenant-bruddet på slikt tidspunkt, og deretter ha informert markedet «så snart som mulig». Tidspunktet for unnlatsen var dermed 30. august 2021 rundt kl. 16:48. Unnlatsen som medførte overtredelse av informasjonsplikten etter prospektreglene og unnlatsen som medførte overtredelse av informasjonsplikten etter MAR, er dermed nær hverandre i tid, men ikke sammenfallende i tid. Det er videre tilfeldig at unnlatsene var nær hverandre i tid, sett i lys av at pliktene etter prospektpliktreglene og innsideinformasjonsreglene inntreer uavhengig av hverandre.

Selskapet har overtrådt to forskjellige informasjonsplikter ved at det har unnlatt å opplyse om covenant-bruddet i prospekt iht. prospektforordningen, og ved at det har unnlatt å opplyse om covenant-bruddet i børsmelding iht. reglene om offentliggjøring av innsideinformasjon. Noterte utstedere skal offentliggjøre prospekter ved nærmere definerte anledninger og etter en formell godkjenningssprosess, mens innsideinformasjon offentliggjøres løpende når den oppstår, med mindre utsatt offentliggjøring er benyttet, i henhold til markedsmisbruksforordningens bestemmelser. I vid forstand er det børsens vurdering at «sted» for publisering under begge informasjonspliktene er offentligheten i seg selv og dermed sammenfallende for begge informasjonspliktene i vid forstand. For offentliggjøring av innsideinformasjon er det imidlertid tale om en bred distribusjon med fokus på rask og fullstendig informasjonstilgang, mens det for prospekter er tale om distribusjon med fokus på et fullstendig og omfattende informasjonsgrunnlag i forbindelse med et konkret tilbud eller notering. Dette må anses å være bakgrunnen for at informasjonspliktene oppfylles i ulike formater, herunder i henholdsvis børsmelding og prospekt. Dette tilsier at «sted» for unnlatsene konkret sett ikke er sammenfallende.

I dommen fra 2010, Rt-2010-72, som nevnt i punkt 4.3 ovenfor, var utfylling av enkeltposter i samme ligningsoppgave grunnlaget for As overtredelser i både ligningssaken og i straffesaken, men retten vurderte likevel ikke det som «samme handling». For tiltaleposten om overtredelse av å ha innberettet for lite lønn for sine ansatte, viser Høyesterett til at beløpet var det samme som det som medførte endring i grunnlaget for arbeidsgiveravgift i ligningssaken, og som dermed medførte tilleggsskatt for A. Handlingene var imidlertid ikke de samme ettersom det i ligningssaken

gjaldt As eget skattesvik, mens det i tiltalen gjaldt hans medvirkning til at de ansatte kunne oppgi for lav inntekt til ligningsmyndighetene.

I foreliggende sak er unnlåtelsene ikke begått i samme format, men heller ved mangelfull informasjon i henholdsvis prospekt og børsmelding. Det er dermed større distanse mellom unnlåtelsene/handlingene enn i nevnte dom. Dersom Selskapet hadde gitt informasjon om covenant-bruddet i prospektet men ikke i børsmelding, ville det fortsatt foreligge en unnlåtelse i henhold til informasjonsplikten etter reglene om offentliggjøring av innsideinformasjon, og vice versa. Børsen mener dette støtter opp om at unnlåtelsene/handlingene ikke kan vurderes som samme handling.

Videre viser Høyesterett i den nevnte dommen til, for tiltaleposten som gjaldt overtredelse av regnskapsloven, at manglende regnskap var en viktig forutsetning for at A ble ilagt tilleggs skatt og tilleggsavgift. Unnlåtelsene var imidlertid forskjellige. Uttalt at «Regnskap skal føres uavhengig av skatte- og avgiftsplikt, og skjer fortløpende og på andre måter enn meldingene til ligningsmyndighetene». Overført til foreliggende sak kan det vises til at innsideinformasjon skal meldes markedet uavhengig av prospektkrav, og skal skje nærmest umiddelbart og på annen måte enn prospekt hvor opplysningene blir en av mange.

Basert på det ovenstående konkluderer børsen med at unnlåtelsen om å opplyse om covenant-bruddet i prospekt i henhold til prospektforordningen og unnlåtelsen om å opplyse om covenant-bruddet i børsmelding i henhold til MAR anses å være to forskjellige unnlåtelser/handlinger. Det er dermed ikke tale om dobbeltstraff.

Selskapet har bedt Oslo Børs redegjøre for hvordan samordningen av behandlingen av Finanstilsynets sak er håndtert, jf. forvaltningsloven § 47 om samordning ved «samme forhold». Vi finner dette ikke nødvendig ettersom vi vurderer at det er tale om to forskjellige forhold, jf. dette punkt 6.3.

#### **6.4. Selvinkrimineringsvern**

Selskapet har stilt spørsmål ved om Oslo Børs har ivaretatt selvinkrimineringsvernet etter fvl. § 48, og mener at Oslo Børs bruker opplysninger som Selskapet har gitt under trussel om sanksjonert opplysningsplikt.

Oslo Børs har ved sine henvendelser til Selskapet vist til Selskapets opplysningsplikt i Oslo Regelbok Del II Utstederregler punkt 2.8, jf. vphl. § 12-2 (7). Det fremgår av fvl. § 48 at forvaltningsorganet skal gjøre parter som det er aktuelt for oppmerksom på at det kan foreligge en rett til ikke å svare på spørsmål eller utlevere dokumenter når svaret eller utleveringen vil kunne utsette vedkommende for administrativ sanksjon eller straff. Videre følger det av bestemmelsens siste setning at orienteringsplikten ikke gjelder der parten «må antas å være kjent med at det kan foreligge en slik rett». Oslo Børs er kjent med at Finanstilsynet rutinemessig opplyser om taushetsretten i forvaltningssaker under deres tilsyn. Dette var også tilfellet i

forvaltnings-saken hvor Finanstilsynet ila Selskapet gebyr for brudd på prospektreglene. Det vises i den forbindelse til Finanstilsynets brev av 3. september 2021.<sup>xx</sup> Selskapet var dermed kjent med at det kan foreligge en slik rett i forvaltnings-saker. Selskapet var videre kjent med at Oslo Børs henvendte seg til dem vedrørende overholdelse av informasjonsplikten i MAR, herunder i forbindelse med sak om mulig sanksjon som ble eksplisitt nevnt i børsens andre forespørsel av 23. juni 2022. Basert på dette vurderer Oslo Børs at orienteringsplikten i fvl. § 48 første setning ikke gjør seg gjeldende.

## **7. Overtredelsesgebyr**

Som nevnt under punkt 4.4 må det i tillegg foretas en vurdering av om overtredelsesgebyr skal ilegges etter en drøftelse av momentene i vphl. § 21-14 og fvl. § 46 (2). Momentene i de to bestemmelsene er til dels sammenfallende og i det nedenstående er momentene i forvaltningsloven kun vurdert når det ikke følger tilsvarende bestemmelser av vphl. § 21-14.

Børsen anser overtredelsen som grov, jf. vphl. § 21-14 nr. 1 om overtredelsens grovhet, fordi Selskapet manglet nødvendige kontrollrutiner og rutiner for god økonomistyring, og dette resulterte i at Selskapet ikke oppdaget covenant-bruddet på egenhånd. Dette medførte videre at markedet en hel handelsdag handlet aksjen i god tro uten kunnskap om covenant-bruddet.

Videre, og som redegjort for under punkt 6.2, vurderer Oslo Børs at de som har opptrådt på vegne av Selskapet har utvist alminnelig uaktsomhet, jf. vphl. § 21-14 nr. 2 om graden av skyld hos den som er ansvarlig for overtredelsen.

I en vurdering av Selskapets finansielle styrke, jf. vphl. § 21-14 nr. 3, ønsker børsen å trekke frem at i henhold til Selskapets årsrapport for 2021 hadde Selskapet en samlet årsomsetning på NOK 2 009,1 millioner i 2021 og et samlet resultat etter skatt (for «continued operations») på NOK -67,1 millioner i 2021.<sup>xxi</sup> Selskapet gjorde to større oppkjøp av andre virksomheter i løpet av 2021 og overnevnte omsetning reflekterer også disse virksomhetenes omsetningstall som igjen medfører en betydelig høyere omsetning enn i regnskapsåret 2020 (NOK 280 millioner). Selskapets totale eiendeler var ved utløpet av 2021 verdsatt i eget regnskap til NOK 2 509 millioner, hvor postene «intangible assets and goodwill», «trade and other receivables» og «property plant and equipment» var høyest verdsatt til henholdsvis om lag NOK 1 121, 505 og 426 millioner. Selskapet hadde ved utløpet av 2021 en kontantbeholdning på NOK 304 millioner. Årsregnskapet for 2021 ble avlagt uten «going concern»-forbehold fra revisor. Selskapet har videre offentliggjort en urevidert Q2- og halvårsrapport for 2022.<sup>xxii</sup> Selskapet bokførte på konsolidert basis NOK 638 millioner i inntekter dette kvartalet, mens den totale verdien av eiendeler per 30. juni 2022 var på NOK 2 464 millioner, hvorav kontantbeholdningen utgjorde NOK 337 millioner. Videre var det en positiv kontantstrøm fra driften på NOK 67,5 millioner, og en samlet positiv netto kontantstrøm på NOK 16 millioner. Resultat etter skatt (for «continued operations») var NOK 10,7 millioner for første halvår 2022, og NOK 18,8 millioner for Q2 2022. Rapporten er generelt positiv. Rapporten trekker bl.a. frem at kvartalet og halvåret representerer en betydelig forbedring med hensyn til inntekter, resultater og marginer, at konsernets likviditet og soliditet er styrket, og

nevner en betydelig reduksjon i rentesensitivitet og risiko. Det fremgår også at H1 2022 representerer en videreføring av den positive trenden fra H2 2021, og at dette kombinert med positive markedsutsikter for de større forretningssegmentene indikerer at konsernet har kommet styrket ut av den tidligere transformasjonsperioden og at strategien for konsolidering innenfor definerte kjernemarkeder begynner å gi resultater. Oslo Børs legger derfor til grunn at Selskapet hadde og har finansiell styrke.

Når det gjelder den fortjenesten som er oppnådd eller tap som er unngått som følge av at markedet ikke var informert om covenant-bruddet før 31. august 2021 kan dette vanskelig fastslås, jf. vphl. § 21-14 nr. 4 om oppnådd fortjeneste eller unngått tap. Det fremstår imidlertid ikke som at overtredelsen er begått for å fremme Selskapets interesser, jf. fvl. § 46 (2) bokstav d.

Det vises videre til vphl. § 21-14 nr. 5 om hvorvidt tap er påført tredjeparter som følge av overtredelsen. Oslo Børs er ikke kjent med slike tap utover det verditapet de som kjøpte aksjen uten kjennskap til covenant-bruddet opplevde da bruddet ble kjent i markedet, som redegjort for under punkt 3.2 over. Antall aksjer omsatt 31. august 2021 var om lag seks millioner til VWAP NOK 0,89, og antall aksjer omsatt 1. september 2021 var om lag 18,5 millioner til VWAP NOK 0,79.

Med unntak av børsens første henvendelse hvor Selskapet fikk purring grunnet manglende svar, har Selskapet besvart børsens henvendelser og har vært samarbeidsvillig, jf. vphl. § 21-14 nr. 6 om vilje til å samarbeide med myndighetene. Oslo Børs bemerker i denne forbindelse at det har vært utskiftninger i ledelsen siden covenant-bruddet, men at den nye ledelsen likevel har besvart børsens henvendelser etter beste evne, og vært svært samarbeidsvillig.

Selskapet brøt i juni 2020 varslingsplikten ved beslutning om utsatt offentliggjøring av innsideinformasjon og mottok kritikkbrev datert 27. april 2021 fra Oslo Børs i den forbindelse, jf. vphl. § 21-14 nr. 7 om tidligere overtredelser.<sup>xxiii</sup> Videre har Selskapet overtrådt prospektregelverket som beskrevet under punkt 3.4. Etter børsens kunnskap er Selskapet imidlertid ikke tidligere ilagt reaksjoner for den foreliggende overtredelsen av MAR, jf. fvl. § 46 (2) bokstav h. Se drøftelsen under punkt 6.3 hvor det konkluderes med at det ikke utgjør dobbeltstraff dersom børsen fatter vedtak om overtredelsesgebyr i denne saken.

Selskapet har opplyst overfor børsen at de har forsikret seg om at slike overtredelser av informasjonsplikten for innsideinformasjon ikke skal gjenta seg, men børsen har ingen informasjon om hvilke konkrete tiltak Selskapet har truffet for å unngå overtredelser i fremtiden, jf. vphl. § 21-14 nr. 9 om andre relevante forhold, jf. MAR art. 31 (g) om tiltak truffet for å hindre gjentakelse.

Børsen anser overtredelsesgebyr for å ha en preventiv virkning for Selskapet for å unngå gjentatte brudd på reglene om offentliggjøring av innsideinformasjon, jf. fvl. § 46 (2) bokstav a om sanksjonens preventive virkning. Børsen forventer at selskaper som er tatt opp til handel på børsens markedsplasser har et bevisst forhold til regelverket og har rutiner og prosedyrer som

sikrer overholdelsen. I den foreliggende sak fremstår det som at Selskapet manglet rutiner og prosedyrer for å fange opp forhold som kan anses som innsideinformasjon, jf. vpl. § 46 (2) bokstav c. Dersom Selskapet hadde hatt slike rutiner kunne de ha fanget opp feilen og overholdt regelverket ved å publisere informasjonen om covenant-bruddet til markedet tidligere.

Selskapet har ikke tidligere brutt denne bestemmelsen ovenfor Oslo Børs og det vil kunne ha betydning for fastsettelsen av gebyret, jf. vpl. § 21-14 nr. 7. Oslo Børs har ikke identifisert andre relevante forhold, jf. vpl. § 21-14 nr. 9.

Reglene om selskapenes informasjonsplikt og krav til håndtering av innsideinformasjon er av vesentlig betydning for markedsaktørens tillit til markedsplassen, som er nødvendig i et velfungerende kapitalmarked. En forutsetning for å ivareta markedets tillit er derfor at selskapene har nødvendig forståelse av hva reglene innebærer og at de etterleves fullt ut. Børsen konkluderer derfor med at overtredelsesgebyr bør ilegges Selskapet.

### **7.1 Utmåling av overtredelsesgebyret**

Før implementeringen av MAR var børsens regler at overtredelsesgebyr ikke kunne overstige 10 ganger årlig kursnoteringsavgift beregnet ut fra den seneste fakturerte samlede kursnoteringsavgiften for det aktuelle finansielle instrumentet som overtredelsen gjaldt for. Børsen vurderer at vedtak om overtredelsesgebyr under det tidligere regimet kan være veiledende.

Siste vedtak om overtredelsesgebyr, før implementeringen av MAR, mot utsteder på Oslo Børs for brudd på offentliggjøring av innsideinformasjon er mot Navamedic ASA av 3. desember 2020. Selskapet ble ilagt gebyr på to ganger kursnoteringsavgift for brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon. Bruddet knyttet seg til en periode på 10 handelsdager. Formildende omstendigheter var at selskapet hadde behandlet informasjonen konfidensielt i slik periode slik at skadevirkningene syntes å være begrenset, samt at børsen hadde brukt noe lang saksbehandlingstid. I saken vises det også til lignende saker med andre utstedere i 2016, 2015 og 2011. Saken fra 2016 gjaldt Sandnes Sparebank som ble ilagt gebyr fire ganger kursnoteringsavgiften. Selskapet hadde gitt børsen rettidig underhåndenvarslig, men vurderingen av når vilkårene for utsatt offentliggjøring ikke lenger forelå var ikke korrekt. Villedelsen av markedet forelå i en periode på 16 handelsdager. I saken fra 2015 mot Scana Industrier ASA forelå bruddet i en lengre periode, herunder flere måneder, men det ble ansett formildende at det hadde gått noe tid mellom bruddet og børsens avgjørelse. Gebyret ble satt til tre ganger årlig kursnoteringsavgift. Saken fra 2011 gjaldt Bionor Pharma ASA som ble ilagt gebyr to ganger kursnoteringsavgiften. Bruddet forelå i fire handelsdager.

Reglene for utmåling av overtredelsesgebyr er endret etter implementeringen av MAR. Ved juridiske personers overtredelse av MAR artikkel 17 kan overtredelsesgebyret fastsettes til inntil NOK 22 millioner eller opptil 2 % av den samlede årsomsetningen i henhold til siste godkjente årsregnskap, jf. vpl. § 21-1 (3). Selskapets siste årsomsetning (2021) var NOK 2 009.1 millioner, og 2 % av dette er NOK 40,2 millioner.

Ved utmålingen kan det tas hensyn til de forhold som følger av vphl. § 21-14 og fvl. § 46 (2), som vurdert under punkt 7. Basert på slik vurdering anser børsen det som skjerpende moment at Selskapet ikke hadde bedre rutiner og prosedyrer for å avdekke forhold som kan utgjøre innsideinformasjon.

Fra tidspunktet innsideinformasjonen senest forelå til forholdet ble offentliggjort gikk det én handelsdag. Varigheten kan være formildende, men samtidig er det skjerpende at Selskapet ikke selv hadde god nok økonomistyring til å avdekke forholdet på egenhånd, særlig sett i lys av at låneavtalen ble inngått samme år.

Børsen anser det særlig formildende at børsens saksbehandlingstid i denne saken har vært uforholdsmessig lang. Dette har stor betydning ved fastsettelsen av gebyret i denne saken.

Basert på de nevnte momentene vurderer Oslo Børs at Selskapet skal ilegges overtredelsesgebyr i nedre sjikt. Basert på dette har Oslo Børs funnet at overtredelsesgebyrets størrelse skal utgjøre NOK 200 000, som hvis man ser hen til tidligere regler om utmåling ville ha utgjort om lag 1 ganger årlig kursnoteringsavgift.

#### **8. Vedtak truffet av Oslo Børs**

*«Endur ASA ilegges overtredelsesgebyr pålydende NOK 200 000 i administrativ sanksjon for brudd på plikten til å offentliggjøre innsideinformasjon, jf. MAR artikkel 17 nr.1, jf. Oslo Børs Regelbok II punkt 4.2.1.1, og jf. verdipapirhandelloven § 21-1 (5), jf. § 19-1 (3), jf. verdipapirforskriften § 17-1.»*

## Vedlegg:

- 
- <sup>i</sup> Vedlegg 1: Nytt selskapsnavn fra og med 21.02.2019  
(<https://newsweb.oslobors.no/message/470099>)
  - <sup>ii</sup> Vedlegg 2: Om Selskapet (<https://endur.no/about/?lang=no>)
  - <sup>iii</sup> Vedlegg 3: Endúr ASA – Breach of covenant under terms for senior secured bond issue  
(<https://newsweb.oslobors.no/message/541317>)
  - <sup>iv</sup> Vedlegg 4: Endúr ASA: second quarter and first half 2021 interim financial results  
(<https://newsweb.oslobors.no/message/541194>)
  - <sup>v</sup> Vedlegg 5: Endúr ASA – Successful establishment of guarantee consortium  
(<https://newsweb.oslobors.no/message/541364>)
  - <sup>vi</sup> Vedlegg 6: Endúr ASA – Resignation by CEO  
(<https://newsweb.oslobors.no/message/541481>)
  - <sup>vii</sup> Vedlegg 7: Avisartikkel fra DN 2. september 2021  
(<https://www.dn.no/industri/endur/endur-sjef-hans-olav-storkas-gar-pa-dagen-etter-brudd-med-lanevilkar-til-syvende-og-sist-hans-ansvar-sier-styrelederen/2-1-1061537>)
  - <sup>viii</sup> Vedlegg 8: E-post av 4. oktober 2021
  - <sup>ix</sup> Vedlegg 9: E-post av 14. oktober 2021
  - <sup>x</sup> Vedlegg 10: E-post av 18. oktober 2021
  - <sup>xi</sup> Vedlegg 11: E-post av 23. juni 2022
  - <sup>xii</sup> Vedlegg 12: E-post av 27. juni 2022
  - <sup>xiii</sup> Vedlegg 13: E-post av 28. juni 2022
  - <sup>xiv</sup> Vedlegg 14: E-post av 30. juni 2022
  - <sup>xv</sup> Vedlegg 15: E-post av 19. august 2022
  - <sup>xvi</sup> Vedlegg 16: E-post av 23. august 2022
  - <sup>xvii</sup> Vedlegg 17: E-post av 31. august 2022
  - <sup>xviii</sup> Vedlegg 18: E-post av 2. september 2022
  - <sup>xix</sup> Vedlegg 19: Vedtak om overtredelsesgebyr fra Finanstilsynet  
(<https://www.finanstilsynet.no/contentassets/ccf63901a8f5403f8f96b634cff00983/vedtak-om-overtredelsesgebyr.pdf>)
  - <sup>xx</sup> Vedlegg 20: Brev fra Finanstilsynet til Selskapet av 3. september 2021
  - <sup>xxi</sup> Vedlegg 21: Selskapets årsrapport for 2021  
(<https://newsweb.oslobors.no/message/541194>)
  - <sup>xxii</sup> Vedlegg 22: Selskapets ureviderte kvartals- og halvårsrapport for 2022  
(<https://newsweb.oslobors.no/message/569465>)
  - <sup>xxiii</sup> Vedlegg 23: Kritikkbrev fra Oslo Børs til Selskapet av 27. april 2021  
(<https://www.euronext.com/sites/default/files/2021-05/2021-04-27%20End%C3%BAr%20ASA%20-%20Brudd%20p%C3%A5%20varslingsplikten%20ved%20beslutning%20om%20utsatt%20offentliggj%C3%B8ring%20av%20innsideinformasjon.pdf>)