

XXL ASA – Merknader til kapitalinnhenting

1. Innledning

Det vises til børsmelding av 15. oktober 2019 hvor XXL ASA («Selskapet») offentliggjorde et negativt resultatvarsel for tredje kvartal og plassering av en fulltegnet emisjon på NOK 400 millioner¹. Tegningskursen var på NOK 15 per aksje og fordelt mellom fire eksisterende aksjonærer som følger:

- Altor Funds – 16 823 856 nye aksjer
- ODIN – 2 990 830 nye aksjer
- Ferd – 2 990 188 nye aksjer
- Dolphin Management – 2 205 956 aksjer
- Artic Funds – 1 655 837 nye aksjer

Av børsmeldingen fremgikk det også at det ville bli gjennomført en reparasjonsemisjon på NOK 100 millioner. Reparasjonsemisjonen åpnet ikke for overtegning og var fulltegnet av Altor.

Oslo Børs følger rutinemessig opp emisjoner i børsnoteerte selskaper, spesielt ut i fra likebehandlingsøyemed. Oslo Børs rettet på denne bakgrunn en forespørsel til Selskapet med anmodning om redegjørelse for enkelte forhold rundt emisjonen.

2. Prosessen som ledet frem til offentliggjøring

Selskapet har i korrespondanse med Oslo Børs opplyst at det sent på ettermiddagen fredag 11. oktober 2019 ble klart for Selskapet at resultatet i tredje kvartal ville bli betydelig svakere enn forventet og at det forelå risiko for brudd på gjeldende finansielle covenant i Selskapets bankfasilitet dersom tiltak ikke ble gjennomført. Selskapet anså informasjonen som innsideinformasjon og besluttet utsatt offentliggjøring. Oslo Børs ble varslet om dette kort tid etter.

Gjennom helgen arbeidet Selskapet med å sammenstille og kvalitetssikre de foreløpige Q3-tallene for XXL-konsernet, og å gjøre innledende vurderinger av ulike handlingsalternativer for Selskapet.

For Selskapet var situasjonen slik at det måtte offentliggjøre et resultatvarsel og at det var nødvendig å gjennomføre en emisjon. Selskapet vurderte derfor at de konseptuelt hadde to handlingsalternativer:

1. Å offentliggjøre resultatvarselet uten å ha en løsning på egenkapitalsituasjonen og en reforhandlet avtale med långiverbankene på plass; eller
2. Å offentliggjøre resultatvarselet sammen med informasjon om en plassert emisjon og reforhandlet avtale med långiverbankene.

Selskapet har opplyst til Oslo Børs at det vurderte at det ville være meget skadelig for aksjonærverdiene i Selskapet å offentliggjøre et resultatvarsel uten samtidig å kunne presentere en finansiell løsning. Selskapet vurderte også at en offentliggjøring kunne vanskeliggjøre arbeidet med å etablere en finansiell løsning på akseptable vilkår.

¹ <https://newsweb.oslobors.no/message/487098>

Selskapet var gjennom helgen i kontakt med fire av de største aksjonærene. Det ble videre avholdt møte med bankene mandag 14. oktober, hvor bankene ga uttrykk for villighet til å akseptere foreslåtte endringer under forutsetning av at selskapet ble tilført NOK 500 millioner i ny egenkapital.

Etter møtet med bankene fortsatte diskusjonene med de fire største aksjonærene. Fra deres side var situasjonen at ODIN og Ferd var villige til å stille opp i en emisjon for sine respektive proratariske andeler. Dolphin Management AS var også villige til å stille opp, uten at deres deltakelse ble tallfestet. Altor på sin side var villige til å stille opp med den manglende kapitalen, men satte klare betingelser for dette, herunder med hensyn til tegningskurs (NOK 15 per aksje), størrelse og struktur på transaksjonen og vervet som styreleder i Selskapet etter den rettede emisjonen.

Samme dag engasjerte Selskapet finansielle rådgivere som sammen med Selskapet og deres juridiske rådgiver vurderte de ulike emisjonsalternativene. Ett av flere punkter som ble forhandlet med Altor var kretsen av investorer som skulle inviteres til å delta i den rettede emisjonen. Altor aksepterte at denne ble utvidet til også å omfatte Arctic Funds (i tillegg til Dolphin Management, Ferd og ODIN). Selskapet oppfattet det slik at det ikke var rom for å gå lengre nedover aksjonærlisten. Det ble også oppnådd enighet med Altor om at det skulle gjennomføres en relativt stor reparasjonsemisjon på NOK 100 millioner til kurs NOK 15, som skulle garanteres av Altor.

3. Børsens vurdering

Børsen gjennomgår rutinemessig rettede emisjoner og vurderer disse opp mot kravet til likebehandling i børsens regelverk². Oslo Børs ser ved denne vurderingen blant annet hen til formålet med emisjonen, størrelse, tegningskurs, hvem som er gitt anledning til å delta i emisjonen og hvordan tegningskursen er satt. Om det gjennomføres en etterfølgende reparasjonsemisjon vil dette etter omstendighetene kunne vektlegges.

Børsen legger til grunn at Selskapet på tidspunktet hvor de vurderte ulike løsninger var i en anstrengt finansiell situasjon hvor det forelå risiko for covenantbrudd dersom Selskapet ikke innhentet ny egenkapital. Dette tilsier at den rettede emisjonen var et egnet og relevant tiltak for å løse Selskapets finansielle situasjon på tidspunktet hvor dette ble besluttet.

Av styreprotokollene som er fremlagt fremgår det at styret har gjort en grundig vurdering av om en fortrinnsrettsemisjon kunne være et alternativ, men hvor det konkluderes med at dette vil være en dårligere løsning for Selskapet tatt i betraktning den kritiske situasjonen som forelå, transaksjonskostnadene for en slik løsning og sikkerhet for gjennomføring sammenliknet med en rettet emisjon. Oslo Børs finner derfor ikke grunn til å overprøve Selskapets vurdering av at en rettet emisjon med påfølgende reparasjonsemisjon var den beste løsningen for Selskapet ut fra omstendighetene som forelå på beslutningstidspunktet. Børsen finner derimot grunn til å knytte noen merknader til vilkårene og modellen for kapitalinnhenting.

Selskapet har opplyst at Altor stilte tilnærmet alle betingelser for kapitalinnhenting, herunder tegningskurs, størrelse på tildeling og struktur på transaksjonen, i tillegg til vervet som styreleder i Selskapet etter gjennomføring av emisjonen.

Børsen har forståelse for at Selskapet var i en presset situasjon og sto overfor et vanskelig dilemma hvor det var avhengig av å etterkomme betingelser stilt av en stor aksjonær for å innhente nødvendig

² <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Retningslinjer-for-likebehandling>

egenkapital. Børsen vil likevel understreke at det går en grense for hva Selskapet på vegne av aksjonærfellesskapet kan akseptere av betingelser fra enkeltaksjeeiere. Det vises i den forbindelse til kritikkbrev av 19. mai 2017 (Havila Shipping)³ og 11. mars 2014 (Songa Offshore)⁴.

Dette gjelder særlig i en situasjon som den foreliggende, hvor Altor også satte som betingelse at kretsen av aksjonærer som skulle involveres i forhandlingene skulle begrenses til et minimum. I en slik situasjon er det mer utfordrende å argumentere for at vilkårene som ble akseptert, var det beste alternativet for Selskapet – når disse i hovedsak er de eneste som ble presentert og vurdert. Børsen er derfor noe kritisk til om alle vilkårene oppstilt av Altor var forholdsmessige sett i forhold til den løsningen som ble akseptert av Selskapet.

Børsen vil peke på at det finnes eksempler på en rekke rettede emisjoner hvor én eller flere aksjonærer på forhånd forplikter seg til å tegne seg for deler av en rettet emisjon uten at hele emisjonen er fulltegnet på forhånd og hvor én enkelt aksjonær sikrer seg en så stor tildeling som i foreliggende sak – også tatt i betraktning kravet om tegningskurs. Det er vanskelig for børsen å overprøve Selskapets vurdering av at et slikt alternativ ikke var mulig, men børsen kan vanskelig se at Altor hadde noe annet motiv for å begrense andelen aksjonærer som ble involvert i forhandlingene enn ensidig å sikre seg selv best mulig vilkår for deltakelse i kapitalinnhenting.

Når det gjelder fastsettelse av tegningskurs, er børsen som utgangspunkt kritisk til at en tegningskurs som avviker fra børskurs settes gjennom dialog med en begrenset krets, i motsetning til en bred og forsvarlig bookbuilding. Børsen er derimot enig med Selskapet at rabatten mot børskurs på 31 % ikke kan vurderes isolert, ettersom denne ikke hensyntar resultatvarselet og det faktum at Selskapet ville stått uten finansiering dersom emisjonen ikke hadde blitt plassert før offentliggjøring.

Strukturen på reparasjonsemisjonen, hvor denne ble garantert av en hovedaksjonær uten at det ble åpnet for overtegning, er etter børsens erfaring svært uvanlig. Oslo Børs er prinsipielt kritisk til en slik struktur på en reparasjonsemisjon, hvor formålet primært skal være at de aksjonærene som ikke har deltatt i den rettede emisjonen skal få muligheten til å begrense utvanningseffekten av en rettet emisjon på samme vilkår som de som deltok i den rettede emisjonen, ikke at en hovedaksjonær skal kunne sikre seg høyere tildeling til en forhåndsbestemt kurs. Børsen ser at Altor har tatt en risiko når det gjelder den fremtidige kursutviklingen, noe som også ser ut til å materialisere seg i foreliggende sak hvor børskursen har falt i etterkant av offentliggjøring av transaksjonen. Dette endrer likevel ikke børsens standpunkt om at premisene for strukturen på en reparasjonsemisjon bør være styrt av hensynet til aksjonærene som ikke får deltatt i den rettede emisjonen og ikke fordeler som kan oppnås av en deltaker i den rettede emisjonen.

Oslo Børs har etter en helhetsvurdering besluttet å avslutte saken med dette brevet, men ber Selskapet ta det overnevnte til etterretning. Det gjøres oppmerksom på at børsen kan benytte dette brevet som veiledning til andre markedsaktører ved å gjøre brevet tilgjengelig på Oslo Børs' hjemmeside under «Vedtak og uttalelser».

³ Vedtak og uttalelser 2017 s. 82 flg.

⁴ Vedtak og uttalelser 2014 s. 55 flg.