Kapitalinnhenting i børsnoterte selskaper

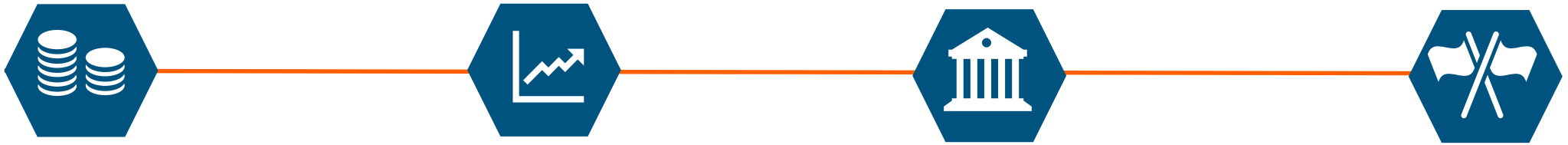
Styrets rolle og ansvar



THOMMESSEN // DNB Markets

15. september 2020

Oversikt



RETTSLIG RAMMEVERK

KAPITALINNHENTING – ØVELSER OG INSTRUMENTER

NÆRMERE OM STYRETS ROLLE OG ANSVAR

TOPP 4 RØDE FLAGG OG FALLGRUVER

Hva er de sentrale reglene?

Styrets ansvar ved kapitalinnhenting | 1/2

Plikt til å holde seg orientert om selskapets økonomiske stilling (allmennaksjeloven § 6-12)

- Krav om forsvarlig egenkapital (allmennaksjeloven § 3-4)
- Handleplikt ved tap av egenkapital (allmennaksjeloven § 3-5)
- Andre kapitalkrav
  - Styret må kontinuerlig følge med på selskapets kapitalbehov
  - Hvordan hente kapital?
  - Utvikling i kapitalmarkedene?

Ansvar for tegningsgrunnlaget

- Styret er ansvarlig for at tegningsgrunnlaget er fullstendig og korrekt

Overholdelse av selskapsrettslige regler

- Generalforsamlingsvedtak eller styrevedtak?
- Plikt til å likebehandle aksjonærer
- Fravikelse av fortrinnsrett

Styrets ansvar ved kapitalinnhenting | 2/2

Overholdelse av verdipapir-rettslige regler

- Prospektplikt?
- Håndtering av innsideinformasjon
- Løpende informasjonsplikt
- Forbud mot markedsmanipulasjon

Overholdelse av kontraktsrettslige forpliktelser

- Restriksjoner i låneavtaler?
- Change of control-klausuler?

Vurdering av corporate governance-aspekter

- Er den forslåtte kapitalinnhentingen i tråd med anbefalingene i NUES?

Styrets ansvar er et uaktsomhetsansvar



- Uaktsomhet som ansvarsgrunnlag
- Økonomisk tap
- Årsakssammenheng

- Streng aktsomhetsnorm

- Individuell vurdering for hvert enkelt styremedlem basert på kompetanse/ erfaring, tilgang til informasjon mv.

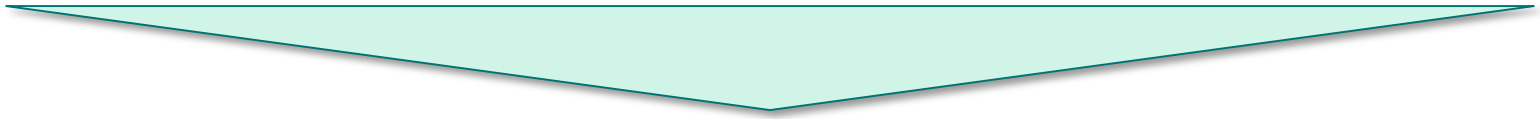
- Lovbrudd
- Brudd på corporate governance-anbefalingen

- Tilbakeholdenhet med å overprøve kommersielle beslutninger/vurderinger

Kapitalinnhenting Øvelser og instrumenter

Hvorfor er finansiell strategi viktig?

Selskapets finansielle strategi er et av de viktigste ansvarsområdene til styret



Timing ↔ **Egenkapital og likviditet** ↔ **Volatilitet**

Samspillet mellom visjon, strategi og lønnsomhet reflekteres i kapitalstrukturen

Direkte vs. Indirekte avkastning

Viktige faktorer som påvirker valget

- Egenkapitalavkastning
- \+
- Vekststrategi
- \+
- Kapitalstruktur
- \=
- Equity story

Andre faktorer som påvirker valget

- Markedsutsikter
- Selskapets nåværende fase
- Konkurrentenes utbyttepolitikk
- Tilgjengeligheten til nye aksjonærer
- Regulatoriske forhold
- Signaleffekt

A – Direkte avkastning

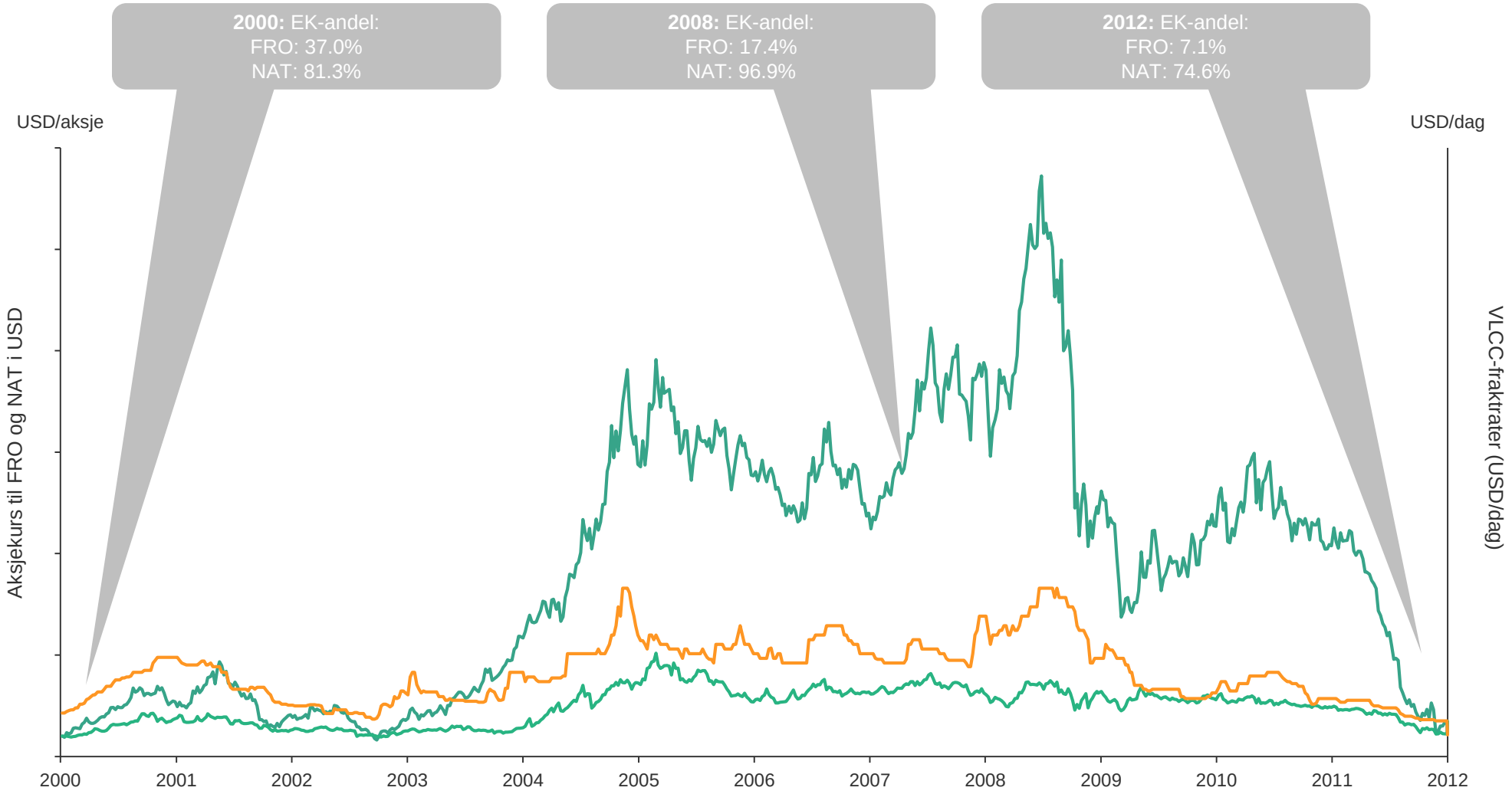
- Utbyttebetaling i sentrum
- Normal utbetalingsprosent på mer enn 50% av resultat etter skatt
- Typisk for etablerte aktører med høy visibilitet på fremtidige kapitalisering og begrenset tilgang på profitable vekstmuligheter

B – Indirekte avkastning

- Selskapets vekst i sentrum
- Normal utbetalingsprosent på 10-50% av resultat etter skatt
- Typisk for nyetablerte aktører i sterk vekst eller for aktører som behov for egenkapital for å finansiere større investeringer

Betydning av ulik gearing-nivå på aksjekurs i et historisk perspektiv

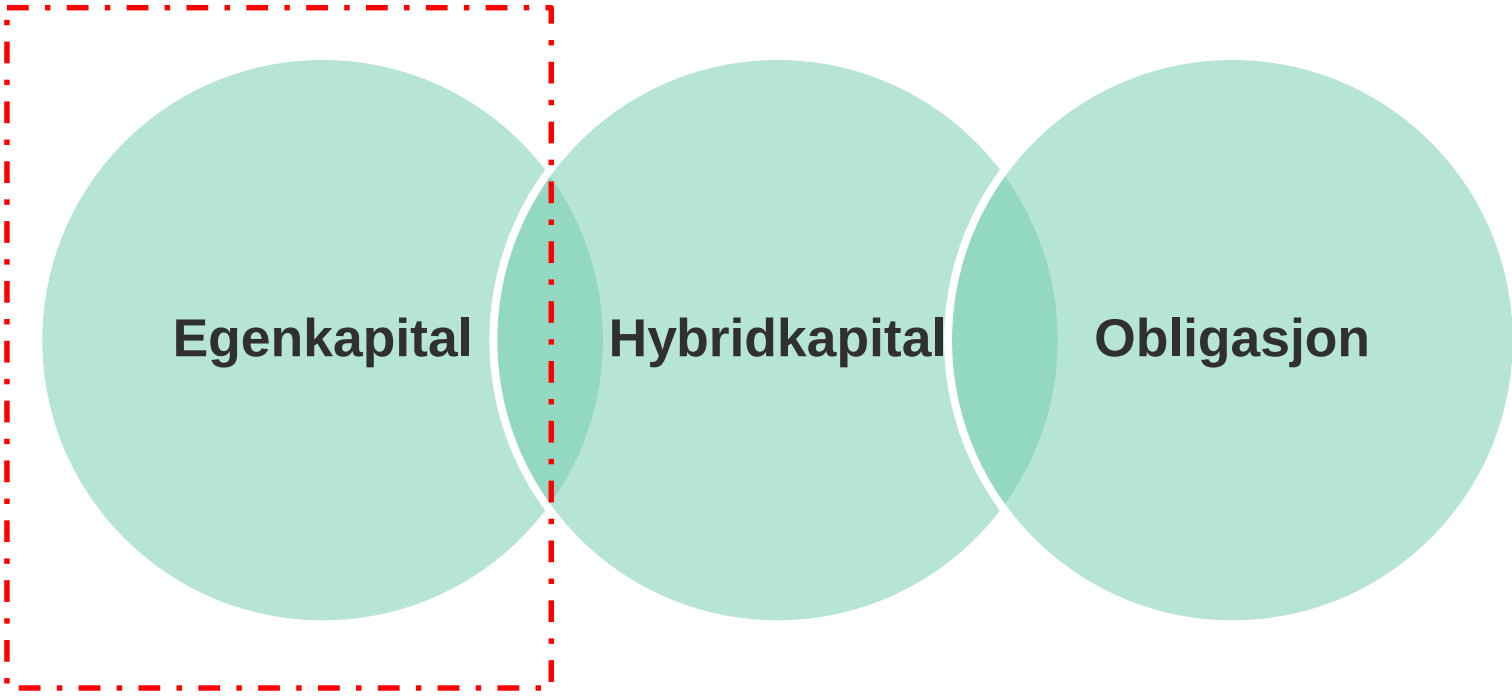
Frontline («FRO») sammenlignet med Nordic American Tankers («NAT») opp mot fraktrater



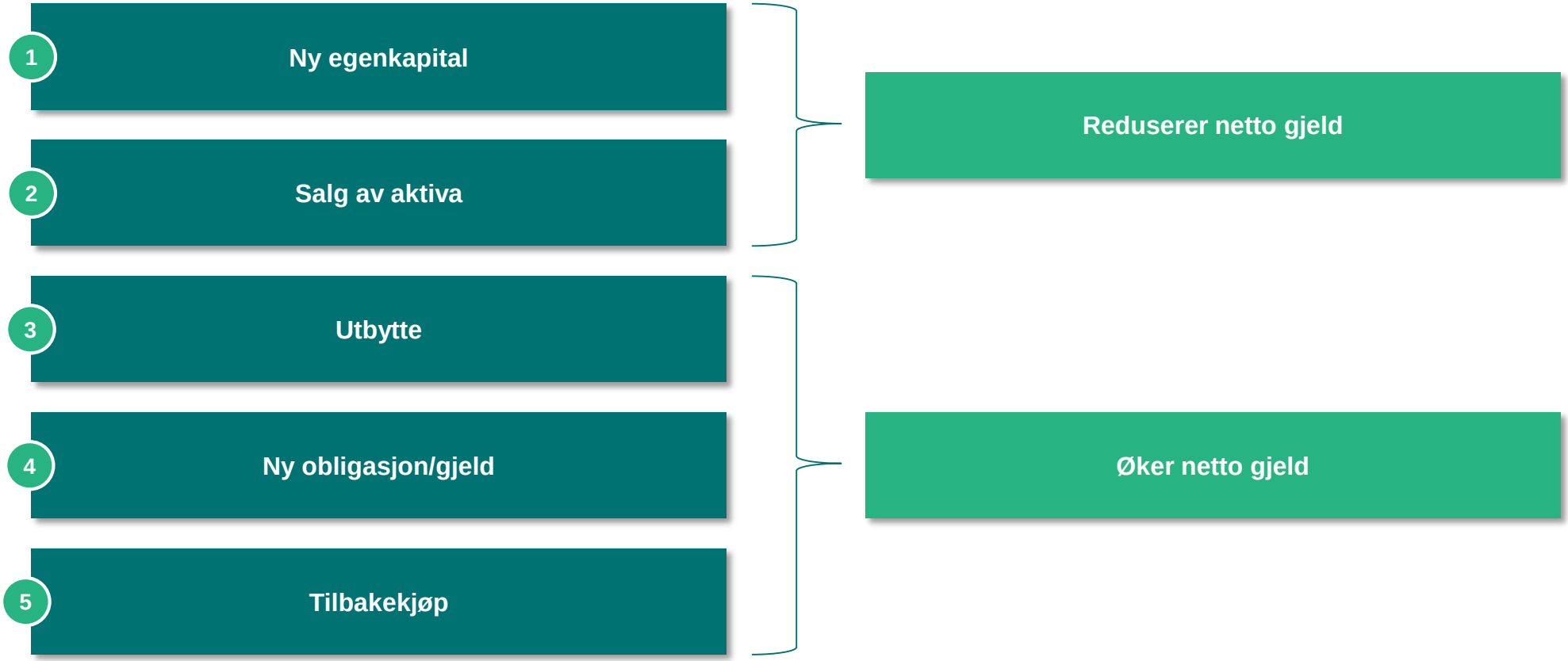
[1] Kursene er rebasert til 100

Kilde: FactSet

Utnyttelse av kapitalmarkedet – kilder til finansiering



Alternativer for å justere finansieringen



Transaksjonsalternativer ved egenkapitalinnhenting

Dokumenterte transaksjoner

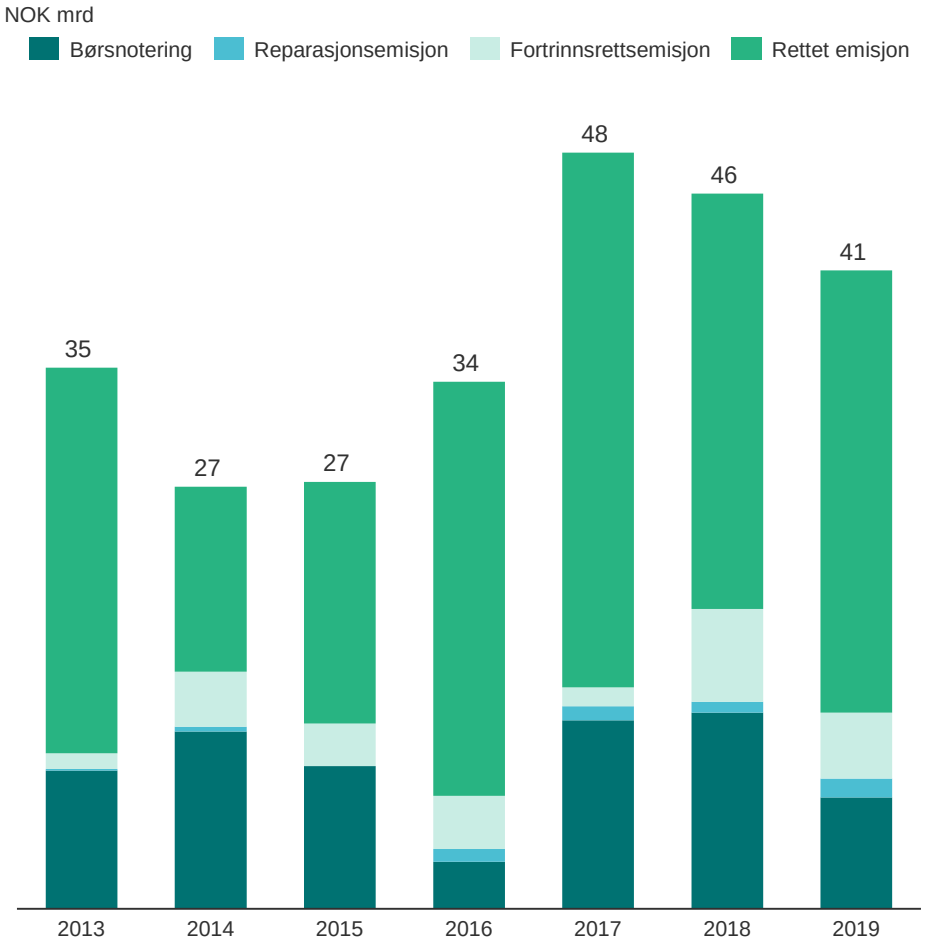
- Børsnotering
- Fortrinnsrettsemisjon
- Offentlig emisjon
- Reparasjonsemisjon

Udokumenterte transaksjoner

- Rettet emisjon
- Emisjon < 10/20%
- Blokk

Aktivitet og markedsstørrelse for finansieringsalternativene

Egenkapitalplasseringer på Oslo Børs og Oslo Axess

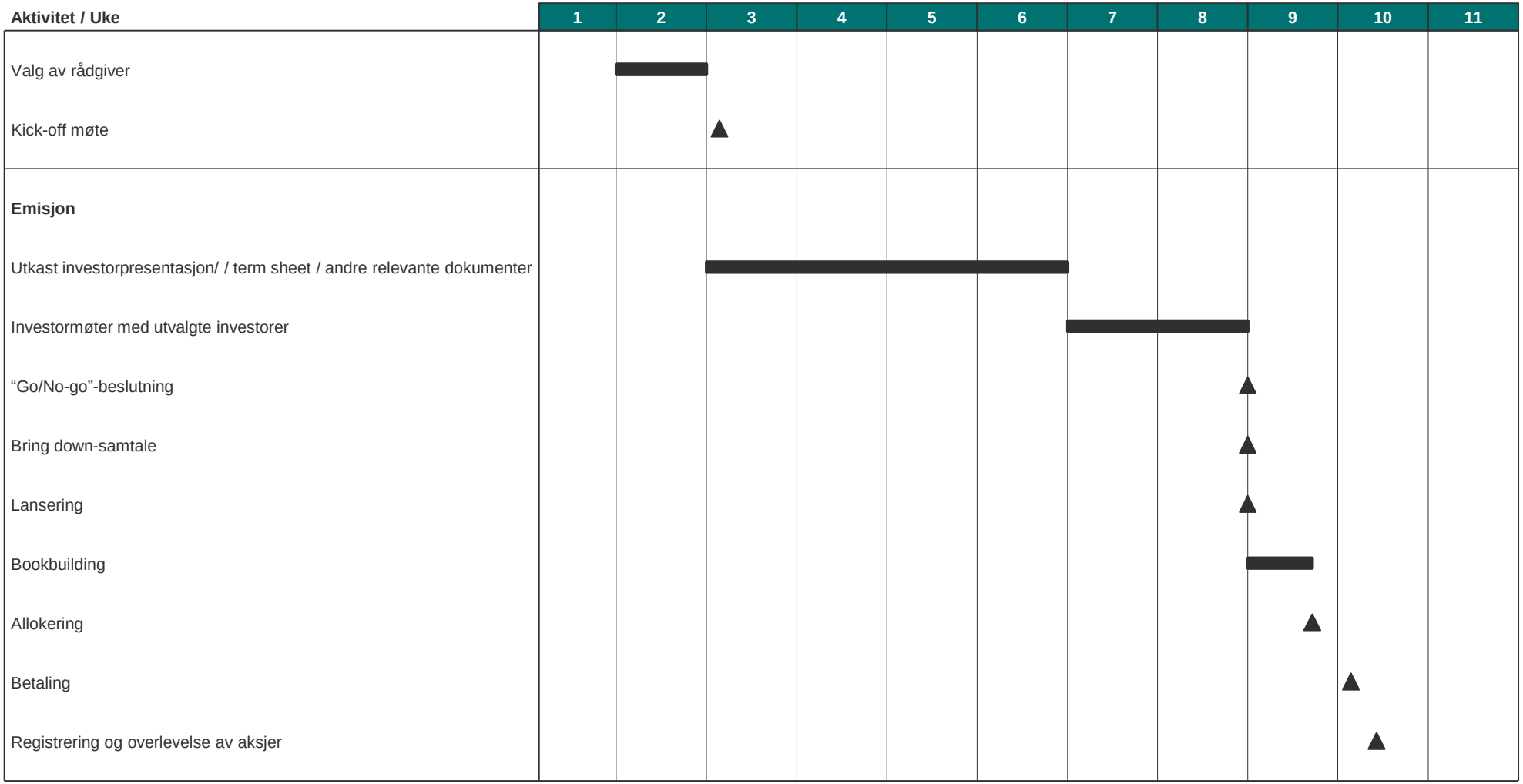


Kommentarer

- Merkur Market har tidligere vært en markedsplass for mindre selskaper
- Siden starten av april 2020 og i etterkant av turbulensen i aksjemarkedet har vi sett et skift i bruk av markedsplassen Merkur Market
- 14 selskaper har blitt notert siden april, hvor de har hentet tilnærmet ~NOK 6.2 milliarder i frisk kapital
- Deres nåværende gjennomsnittlig markedsverdi ligger på NOK 1.9 milliarder
- Flere av disse var IPO-kandidater til hovedlisten på Oslo Børs, men valgte å notere seg på Merkur Market for å unngå en lang noteringsprosess som kreves på Oslo Børs

Sources: DNB Markets, Dealogic, Stamdata, Bloomberg

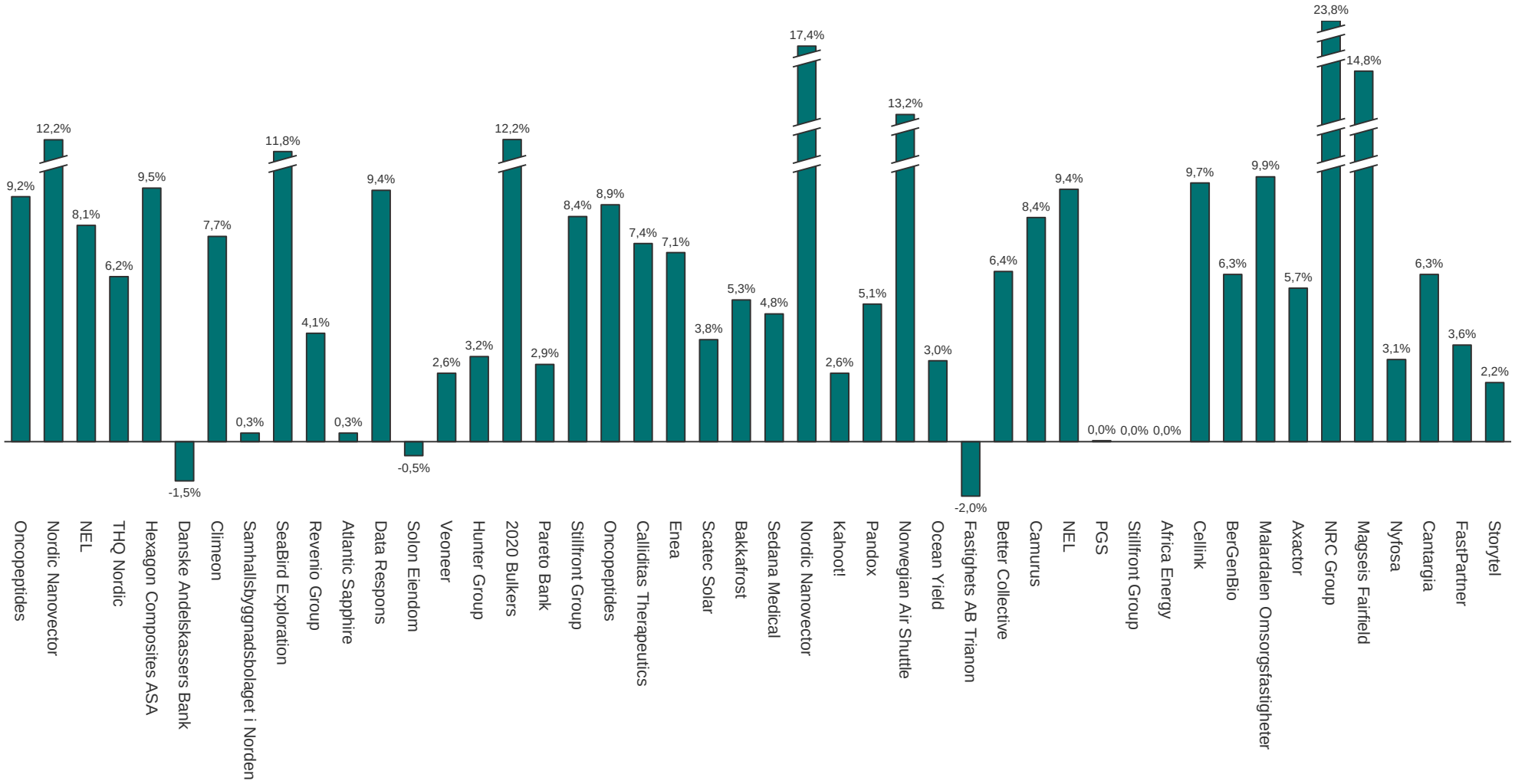
Illustrativ tidslinje på prosess ved en egenkapitalinnhentingsprosess



Egenkapitalinnhenting – relevante forhold som må vurderes

1. Valg av rådgiver
2. Selskapsforhold
3. Timing, markedsforhold og prising
4. Transaksjonsmetode
5. Emisjonsfullmakt (?)
6. Interessekonflikter
7. Håndtering av innsideinformasjon
8. Underwriting/garanti/forhåndstegning
9. Dokumentasjon
10. Due diligence
11. Likebehandling
12. Styrekomiteer
13. Allokering
14. Reparasjonsemisjon

Medianrabatt på emisjoner I 2019-2020YTD er ~6% [1]

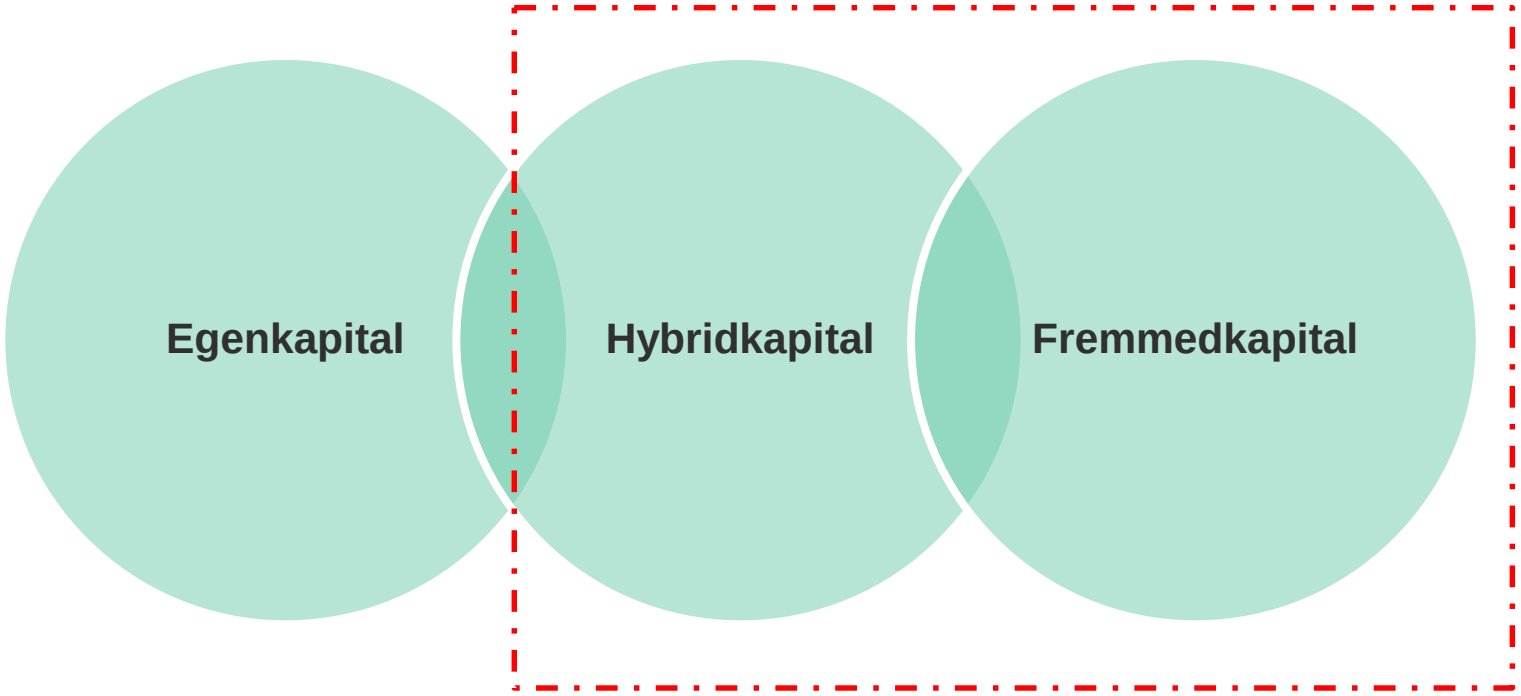


Note: Includes private placements with deal value above NOK 200 mill. Transactions with discount above 25% are not included as these are often distressed cases

[1] Ny egenkapital

Kilde: Dealogic per mars 2020

Utnyttelse av kapitalmarkedet – kilder til fremmedkapital



Finansieringsstrategi samt selskaps- og bransjekarakteristika bør også påvirke fremmedkapital kildene dere benytter dere av til enhver tid

Banklån

- Relasjonsbanker
- Enklere å få til endringer
- 1-25 banker
- Trekkfasiliteter og term-lån i diverse kombinasjoner
- Dokumentasjon: en viss grad av skreddersøm
- Prising: Total «wallet» påvirker
- Ingen call restriksjoner
- Mulig maintenance covenanter
- Holdes privat

Institusjonelle lån & «alternative lenders»

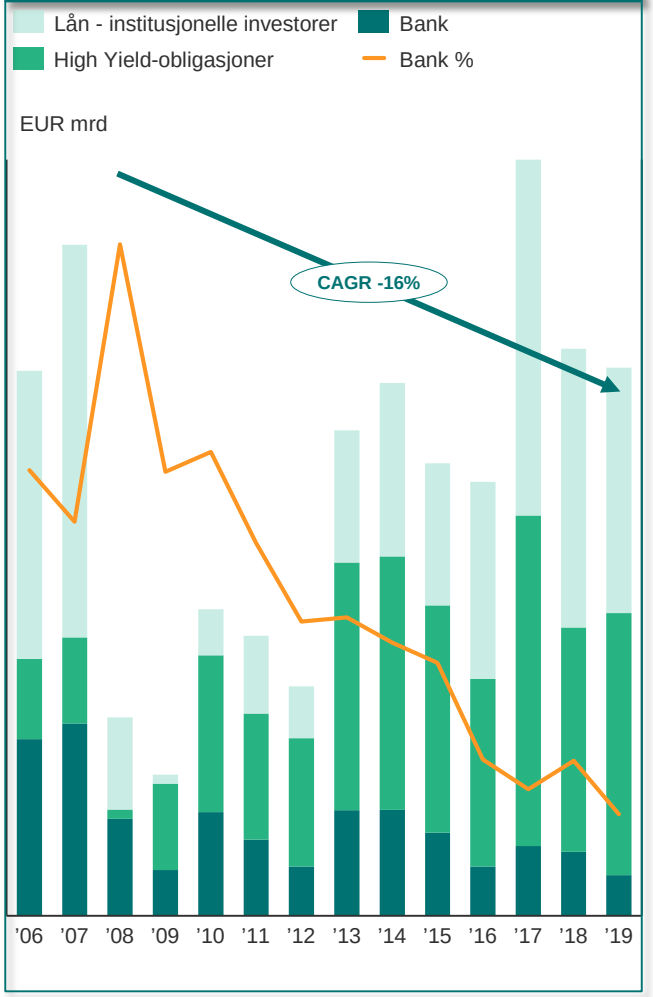
- Nye typer långivere
- Loans fond – hele spekteret av avkastningskrav
- Family offices
- Dokumentasjon: Alle varianter
- Ofte call restriksjoner
- Ofte kun term-lån
- Prising: Alle tilnærminger – kommer an på instrument
- Jo høyere risiko, desto mer involvering i det daglige inkl. styrerepresentasjon
- Kan være i både privat og public form
- Potensielt behov for rating og DD-rapporter

Obligasjoner

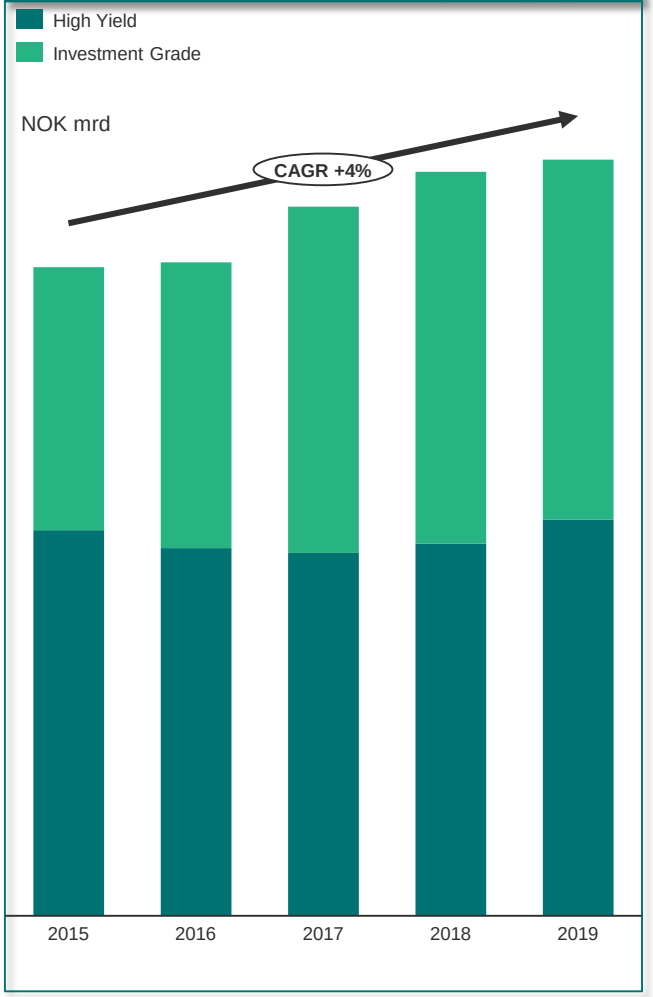
- Mindre grad av relasjon
- Dokumentasjon: Større grad av standardiserte avtaler
- Potensielt mange långivere
- Endringer kan være mer komplekst
- Call restriksjoner
- Prising: Settes på basis av prising av sammenlignbare papirer
- Mer fleksibel covenantstruktur
- Public
- Rating, ikke krav men påvirker volum

Alternative fremmedkapital kilder vokser frem – også i Norden og Norge

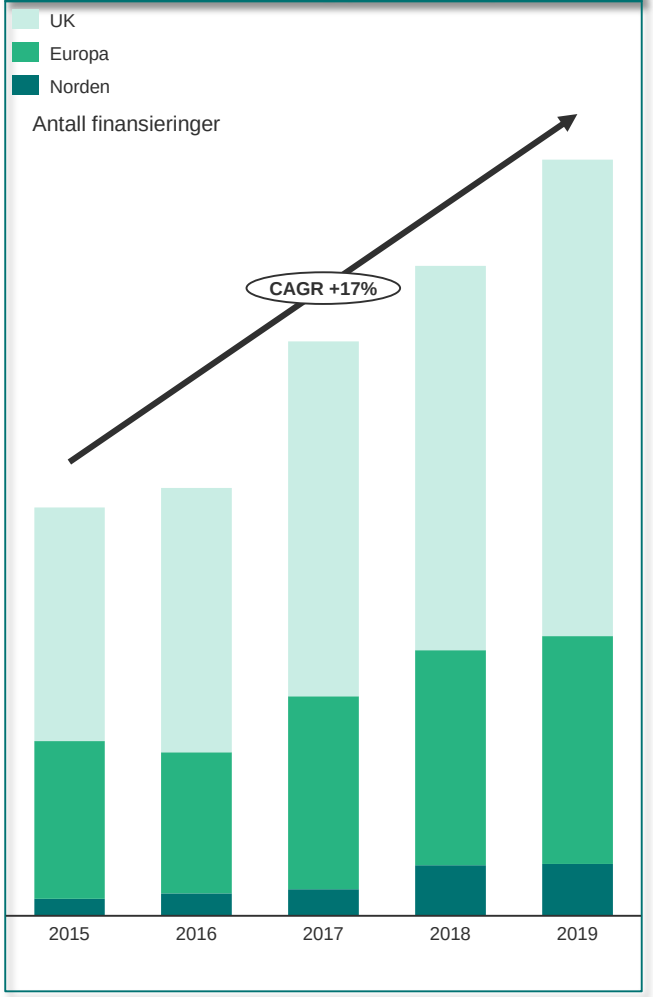
Leveragemarkedet i Europa



Utestående volum norske selskapsobligasjoner



Direct lending (unitranche)



Kilder: DNB Markets, Dealogic, Nordic Trustee, Bloomberg, Deloitte, S&P LCD

Gjeld er gjeld – ikke akkurat!



Fremmedkapitalinnhenting – enkelte forhold som må vurderes

1. Cash flow case eller asset backed case
2. Sikret eller usikret gjeld
3. Covenants
4. Valg av rådgiver(e)/tilrettelegger(e)
5. Innsideinformasjon
6. Behov for underwrite/bridge
7. Annen gjeld i selskapet
8. Fremtidsutsikter
9. Flytende/fast rente, valuta, swaps, hedging
10. Due diligence
11. Markedsforhold og timing
12. Produkt, løpetid & gjeldsbehov

Nærmere om styrets rolle og ansvar

Ansvar for tegningsgrunnlaget



Dokumentert vs. udokumentert transaksjon

Styrets rolle vil avhenge av transaksjons-strukturen

- **Prospektpliktige kapitalinnhentinger:** Styret skal signere ansvarserklæringen i prospektet og må legge opp prosessen i henhold til det.
- **Ikke-prospektpliktige kapitalinnhentinger:** Styret vil normalt bli bedt om å signere en fullstendighetserklæring og må sørge for at det kan gjøres på et forsvarlig grunnlag.



Prospektplikt ved emisjoner

NOTERINGSPROSPEKT

Opptak av aksjer til notering på et regulert marked



SENTRALE UNNTAK

- Aksjer som tilsvarer allerede noterte aksjer, forutsatt at de representerer mindre enn 20 % av aksjene som allerede er noterte (over 12 måneder).

TILBUDSPROSPEKT

Tilbud om tegning eller kjøp av verdipapirer med samlet vederlag
på MEUR 8 i løpet av 12 måneder

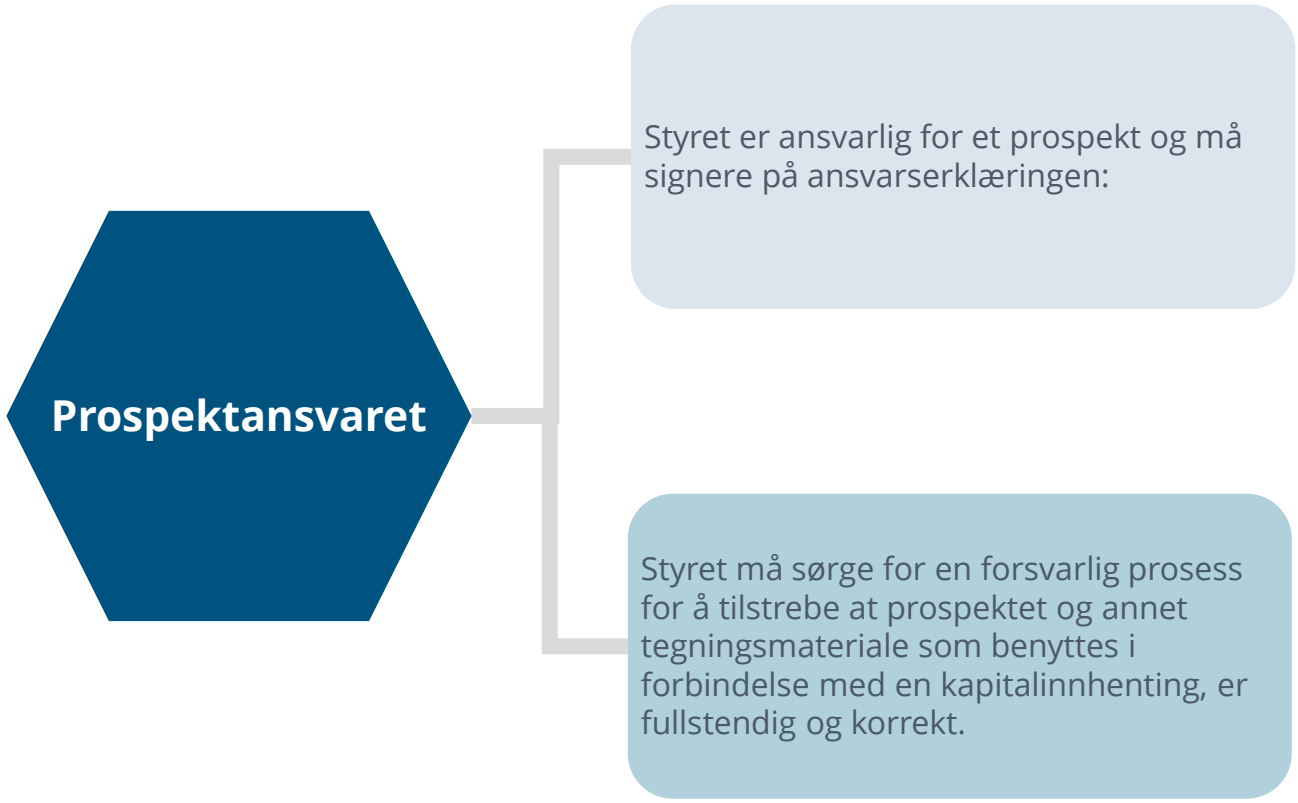


NB! Krav om nasjonalt prospekt som må registreres i Foretaksregisteret ved tilbud med samlet vederlag på mellom MEUR 1 og MEUR 8

SENTRALE UNNTAK

- Tilbud til profesjonelle investorer
- Tilbud til færre enn 150 personer
- Minstetegning på EUR 100 000

Styrets ansvar for prospektet



*"The board of directors **accepts responsibility** for the information contained in this Prospectus. The members of the Board of Directors confirm, after **having taken all reasonable care** to ensure that such is the case, that **to the best of their knowledge**, the information contained in this Prospectus is **in accordance with the facts** and that the Prospectus **makes no omissions likely to affect its import.**"*

- Særlig viktig at de personer som har best innsikt på ulike områder, gjennomgår de deler av prospektet som er relevant for dem
  - CFO må gjennomgå finansiell informasjon og finansielle betraktninger/projeksjoner
- Valg og bruk av rådgivere
- Due diligence?

Prospektansvaret i praksis

Reno Norden-saken

- Prospektansvarssak
- Arne Vigelands irske selskap SJI Equities saksøkte syv tidligere styremedlemmer og to tidligere aksjonærer (fond) etter en fortrinnsrettsemisjon i RenoNorden ved årsskiftet 2016/2017
- RenoNorden gikk konkurs høsten 2017
- SJI Equities krevde at de saksøkte skulle betale NOK 55 millioner i erstatning for uriktig og utilstrekkelig informasjon i prospektet som ble utarbeidet i forbindelse med fortrinnsrettsemisjonen
- SJI Equities tapte saken i tingretten våren 2019, men har anket til lagmannsretten. Behandles i lagmannsretten høsten 2020.

OSLO TINGRETT:
«Etter rettens oppfatning var det derimot en tett og god oppfølgning fra styrets side av selskapet og den vanskelige situasjon som oppsto. Under styrets ledelse ble det gjort et svært grundig arbeid for å avdekke omfanget av de tapsbringende kontraktene, og det ble iverksatt en rekke tiltak for å avhjelpe situasjonen. Dette er grundig opplyst og dokumentert. Likevel ble tapene langt større enn først beregnet. Retten kan ikke se at styret kunne ha handlet annerledes for å unngå dette.»

Prospektansvaret i praksis
OW Bunker-saken

OW BUNKER GIKK KONKURS I NOVEMBER 2014

- Et av verdens største selskaper innen salg av drivstoff til shippingnæringen.
- Selskapet hadde tapt store beløp som følge av mislykkede spekulasjoner knyttet til oljeprisen.
- Det ble så kjent at et datterselskap i Singapore (Dynamic Oil Trading) hadde gitt kreditt på DKK 800 millioner til en oljekunde i Singapore, Tankoil, som hadde økonomiske problemer. Tankoil kunne ikke gjøre opp kreditten, og konkursen var et faktum.
- Selskapet ble børsnotert syv måneder før konkursen.

- Et tidligere styremedlem i selskapet ble dømt til fem års fengsel.
  - Hadde gitt store kreditter selv om han visste at Tankoil ikke var i stand til å betale.
- Investorer har reist krav blant annet mot deler av selskapets tidligere ledelse og styre, selskapet, tidligere eiere og tilretteleggerne for IPOen.
- Mener at det ikke ble gitt tilstrekkelig informasjon i IPO-prospektet
  - Prospektet sa ikke noe om datterselskapet i Singapore
  - Prospektet sa heller ikke noe om oljespekulasjon
  - "Unik og robust forretningsmodell"



Udokumenterte kapitalinnhentinger

Korrekt og fullstendig tegningsmateriale

- Mer utfordrende enn i prospektpliktige kapitalinnhentinger
- Fokus på risikofaktorer
- Røde flagg/fallgruver

Erklæringer fra management

- Viktig selv om styret ikke skal signere en egen ansvarserklæring for tegningsmaterialet
- Gjennomgang av, og erklæring fra, de personer som har best innsikt på ulike områder (som for prospekter)

Due diligence

- Hvorvidt det er gjennomført en forsvarlig ekstern gjennomgang av selskapet, er sentralt for styrets ansvar
- Dersom det etter gjennomført transaksjon avdekkes feil som kunne vært avdekket ved en forsvarlig selskapsgjennomgang, vil spørsmål om styreansvar aktualiseres
- Motsatt vil en forsvarlig selskapsgjennomgang kunne tilsi at styremedlemmene har opptrådt aktsomt

Fullstendighetserklæringer



- Ved kapitalinnhentinger vil styret ofte bli bedt om å signere en fullstendighetserklæring til fordel for tilretteleggerne
- Gjelder uavhengig av om kapitalinnhentingen er prospektpliktig
- Dersom det utarbeides prospekt ifm kapitalinnhentingen, vil dette ofte være en kurant øvelse for styret
- Dersom ikke utarbeides prospekt, er det viktig å sørge for at fullstendighetserklæringen reflekterer dette
- I begge tilfeller er det viktig for styret å påse at ledelsen avgir bekreftelser overfor styret som understøtter erklæringen
- Bør presiseres i fullstendighetserklæringen at den ikke gir grunnlag for personlig ansvar for styremedlemmene

Enkelte andre spørsmål



Enkelte andre spørsmål

Valg av rådgivere

- Kapitalinnhentinger i børsnoterte selskaper er komplekse prosesser
- Rådgivere bør/må benyttes
- Relevant erfaring viktig

Kapitalinnhenting i ulike land

- Når emisjoner rettes mot investorer i ulike land, vil styrets ansvar kunne bli bedømt etter reglene i det land hvor investorene befinner seg
  - Ansvarsregimet varierer fra land til land
  - Styret bør nøye vurdere om man skal innhente råd knyttet til styrets potensielle ansvar fra en internasjonal juridisk rådgiver

Forsikring

- Dekker styreforsikringen den relevante kapitalinnhentingen?

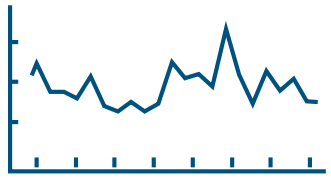
Topp 4

RØDE FLAGG OG FALLGRUVER

4 Projeksjoner



4 | Projeksjoner
"Løfter" om fremtiden



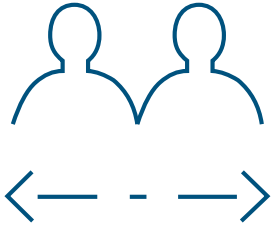
- Indikasjoner om fremtidig produksjon, omsetning eller overskudd
- Skaper problemer selv om man tar alle mulige forbehold



- Projeksjoner vil være et naturlig angrepspunkt for investorer dersom caset skulle feile



- Projeksjoner vil kan skape problemer dersom det skal lages et prospekt i tiden etter transaksjonen
- Men ikke lenger krav til revisorbekreftelse på "profit forecast"



- Hvis man ønsker å gi guidance rundt fremtidige forhold, bør det knyttes til forhold der variablene er begrensede, f.eks. heller produksjonsvolum enn overskudd

3

(Vag beskrivelse av) Lånefinansiering

3 | Lånefinansiering



Innhenting av egenkapital vil ofte være knyttet til en samtidig lånefinansiering

Risikoforhold:

- Vag beskrivelse av om lånefinansieringen er kommitert, hva som evt. gjenstår, og under hvilke omstendigheter den kan falle bort
- Vag beskrivelse av om EK-finansiering er betinget av at lånefinansiering kommer på plass
- Vag beskrivelse av covenants og andre betingelser i lånefinansieringen
- Vag/ingen beskrivelse av risikoen dersom lånefinansieringen ikke kommer

Dersom lånefinansiering skulle falle bort, og risiko knyttet til dette ikke er klart beskrevet, vil det normalt være ansvarsbetingende (og medføre ansvar så fremt øvrige vilkår for erstatning er tilstede)

2
Selgende språk

2 | Selgende språk



Upresise, positive uttalelser om markedsposisjon, produksjonsmetoder eller teknologi

- "Leading market position", "unique approach", "best-in-class compliance and safety", "leading technology", etc.
- Vanskelige å verifisere og sentralt plassert i tilbudsmaterialet

Selgende språk vil være et naturlig angrepspunkt for investorer dersom caset skulle feile og skape utfordringer i møtet med domstolene

Dersom man ønsker å bruke slike formuleringer, bør de være så konkrete og verifiserbare som mulig, og nytteverdien av slike formuleringer bør vurderes kritisk (opp mot den potensielle nedsiden)



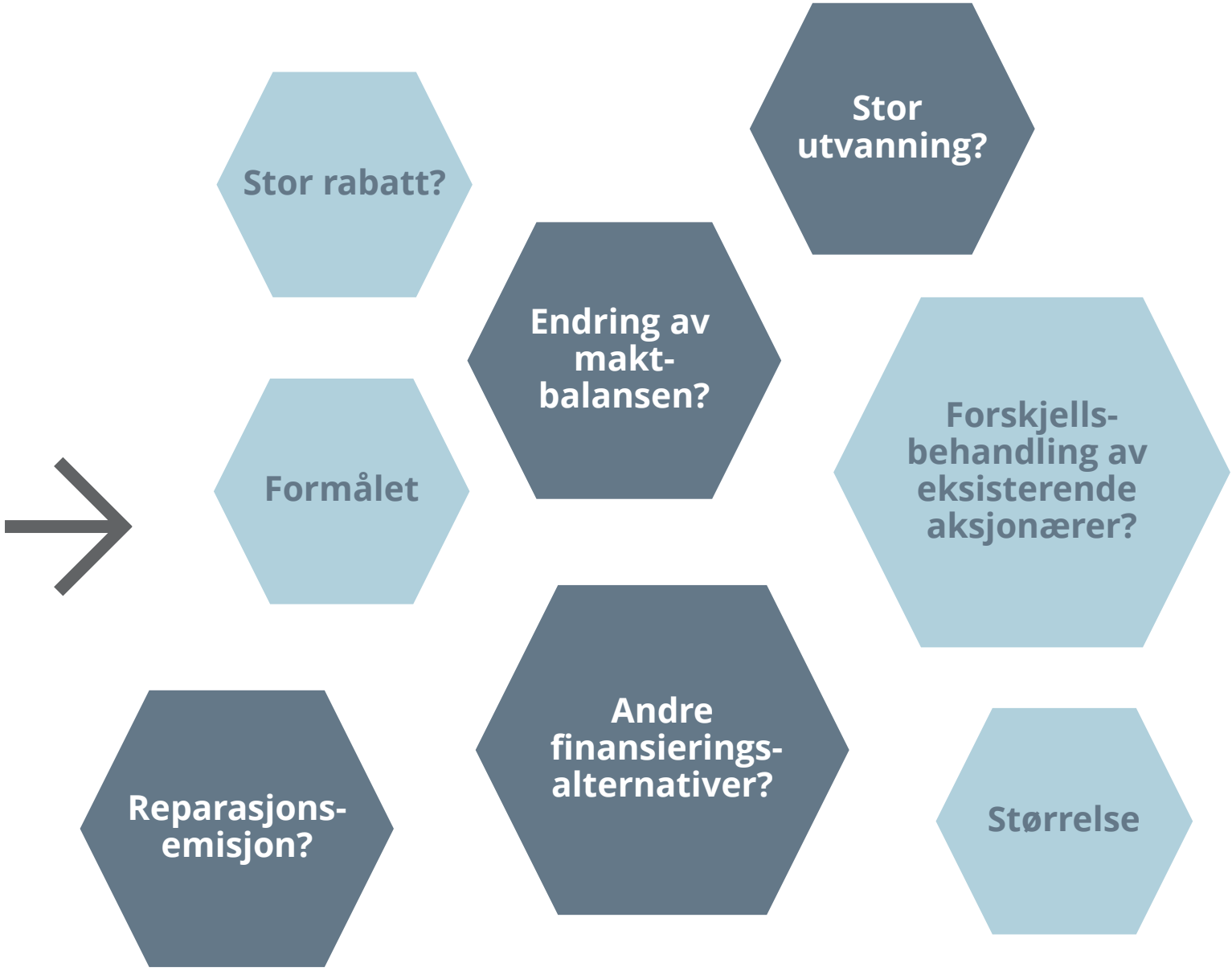
1 Likebehandling av aksjonærer

1 | Likebehandling av aksjonærer

Forskjells-behandling krever saklig grunn

- En problemstilling som ofte oppstår ved rettede emisjoner (i motsetning til fortrinnsrettsemisjoner).
- De største selskapene gjennomfører normalt emisjoner som fortrinnsrettsemisjoner for å unngå problemstillingen, mens mindre og mellomstore selskaper ofte gjør rettede emisjoner for å utnytte "vinduer" i kapitalmarkedene til å sikre seg nødvendig kapital raskt.

SAKLIG GRUNN
det vil si være begrunnet ut fra hensynet til gevinstmaksimering for aksjonærfelleskapet på lang sikt.



1 | Likebehandling av aksjonærer

RETTET EMISJON/REPARASJONSEMISJON I XXL HØSTEN 2019:

- *«Folketrygdfondet er opptatt av likebehandling og forventer at selskapets styre påser at minoritetsaksjonærenes interesser ivaretas når transaksjoner gjennomføres. Det er Folketrygdfondets syn at den foreslåtte emisjonen i XXL medfører en urimelig forskjellsbehandling av minoritetsaksjonærene. Derfor stemmer vi mot transaksjonen og forslag til ny styreleder»*

FLERE ELEMENTER MÅ VURDERES AV STYRET FØR RETTEDE EMISJONER GJENNOMFØRES:

- Er det saklig grunn for å gjennomføre emisjonen som en rettet emisjon fremfor en fortrinnsrettsemisjon?
- En rettet emisjon bør normalt etterfølges av en reparasjonsemisjon rettet mot aksjonærer som ikke fikk anledning til å delta i den rettede emisjonen.
- Reparasjonsemisjonen bør være tilstrekkelig til å sørge for reell reparasjon
  - Eks: REC, hvor selskapet etter påtrykk fra børsen måtte øke størrelsen på reparasjonsemisjonen
- Ved forskjellsbehandling er det viktig å begrunne forskjellsbehandlingen (og demonstrere at den var nødvendig) bade i styreprotokollen og børsmeldingen vedrørende emisjonen
- Selv om det gjennomføres en reparasjonsemisjon, er det flere forhold som må ivaretas i forhold til likebehandling (tildelingen i den rettede emisjonen, adgang til overtegning i reparasjonsemisjonen osv. (XXL))

THOMMESSEN

DNB Markets

Takk for oss!