

XXL ASA – Vedrørende notering av fortrinnsretter

1. Innledning

Det vises til børsmeldinger av 1. april 2020, hvor XXL ASA («Selskapet») annonserte en fortrinnsrettsemisjon på NOK 400 millioner og en refinansiering som innebar ny bankgjeld på NOK 1,45 milliarder kroner.

Av børsmeldingen fremgikk det at tre av selskapets største aksjonærer (Altor, Ferd og ODIN) hadde kommittert seg til å tegne for sin pro rata andel av fortrinnsrettsemisjonen. Ferd hadde i tillegg garantert for 22,899 nye aksjer, mens Selskapets daglige leder hadde garantert for 4 millioner nye aksjer. Altor hadde garantert for resten av emisjonen, men fondet ville ikke være forpliktet til å garantere for mer enn at deres eierandel utgjorde 33,33 % (pga. tilbudsplikt). Skulle det likevel være nødvendig for å fylle emisjonen kunne Altor velge å gi Selskapet et fireårig usikret konvertibelt obligasjonslån for tilsvarende sum. Av børsmeldingen fremgikk det at fortrinnsrettene ikke ville bli tatt opp til notering.

Oslo Børs tok kontakt med Selskapet samme dag for å diskutere hvorfor fortrinnsrettene ikke skulle tas opp til notering i henhold til opptaksreglenes punkt 8.2 (1). Det følger av denne regelen at fortrinnsretter til aksjetegning mot innskudd i penger etter allmennaksjeloven § 10-4, i en aksjeklasse som er eller vil bli børsnotert, skal tas opp til børsnotering med mindre Oslo Børs finner at rettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke anses egnet for børsnotering.

Bakgrunnen for at fortrinnsretter som utstedes i henhold til allmennaksjeloven § 10-4 som hovedregel skal opptas til notering, er at aksjonærer som av ulike årsaker ikke kan tegne seg for nye aksjer skal ha mulighet til å omsette fortrinnsretten. Aksjonærene skal dermed kunne oppnå en økonomisk gevinst dersom aksjen handles på et høyere nivå enn tegningskursen.

I samtalen med Selskapet og dets juridiske rådgiver den 1. april 2020, ble det forklart fra Selskapets side at det var lagt opp til at fortrinnsrettene ikke skulle være omsettelige og dermed falle utenfor regelen. Oslo Børs viste med henvisning til brev av 8. mai 2018 (Hiddn Solutions) i Vedtak og uttalelser 2018 s. 115 flg., til at børsen som et klart utgangspunkt ikke aksepterer at selskapene strukturerer en fortrinnsrettsemisjon slik at fortrinnsrettene ikke er omsettelige.

Oslo Børs sendte en skriftlig henvendelse samme dag hvor dette ble understreket og etterspurte en skriftlig redegjørelse for hvorfor Selskapet mente fortrinnsrettene ikke var ansett egnet for børsnotering. Selskapet besvarte henvendelsen 3. april 2020.

2. Selskapets redegjørelse

Selskapet har i sin redegjørelse vist til at de lenge har stått overfor en vanskelig finansiell situasjon og arbeidet med ulike alternativer for å sikre en løsning, i hovedsak for å unngå brudd på finansielle covenants per 31. mars 2020. Denne dagen ble det oppnådd enighet med bankene om en refinansiering av bankgjelden, med krav fra bankene at Selskapet ble tilført NOK 400 millioner i egenkapital.

Selskapet hadde over noe tid vært i dialog med Altor om en mulig garanti. Etter at løsningen med bankene var på plass, var det dialog mellom ledelsen og enkelte av Selskapets største aksjonærer. Basert på denne dialogen ble to hovedalternativer for en garantert emisjon presentert for styret i løpet av kvelden den 31. mars 2020:

- (i) en garantert fortrinnsrettsemisjon med omsettelige fortrinnsretter priset med en markedsmessig rabatt til TERP, antatt til rundt 30 %, hvor tegningskursen ville fastsettes rundt tidspunktet for den kommende ekstraordinære generalforsamling (om ca. tre uker), eller
- (ii) en garantert emisjon rettet mot selskapets aksjonærer uten omsettelige retter hvor tegningskursen var NOK 5 per aksje og fastsatt ved tidspunkt for annonsering, noe som representerte en premie på 15 % i forhold til volumvektet kurs over siste 5 handelsdager inkludert 31. mars 2020.

Selskapets styre vurderte det slik at kombinasjonen av et meget volatilt marked, kapitalbehovets størrelse i forhold til eksisterende markedsverdi på beslutningstidspunktet, og løsning (i) sin iboende risiko for å ende opp med en langt mer utvannende transaksjon gitt normal rabatt til TERP basert på aksjekursen tre til fire uker frem i tid, tilsa en at løsning (ii) med sikkerhet for emisjonskurs på en bedre og sikrere måte ville ivareta aksjonærenes interesser. Et alternativ med en fast emisjonskurs på NOK 5 og omsettelige retter ble foreslått av Selskapet, men ikke akseptert av Altor.

Selskapet har også anført at emisjonen ikke er en fortrinnsrettsemisjon i henhold til allmennaksjelovens § 10-4 og således faller utenfor børsens regel om opptak av fortrinnsretter.

3. Børsens vurdering

Det følger som nevnt av opptaksreglene for Oslo Børs punkt 8.2 (1) at fortrinnsretter til tegning av aksjer som nevnt i opptaksreglene punkt 8.1 nr. 1, dvs. fortrinnsretter til aksjetegning mot innskudd i penger etter allmennaksjeloven § 10-4, i en aksjeklasse som er eller vil bli børsnotert, skal tas opp til børsnotering med mindre Oslo Børs finner at rettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke anses egnet for børsnotering.

Dette kravet skiller seg fra opptaksreglenes punkt 8.3, som omhandler opptak av øvrige tegningsretter til notering. Slike retter *kan* etter søknad til Oslo Børs tas opp til notering. Ved utstedelse av fortrinnsretter følger det av opptaksreglenes punkt 8.2 at rettene *skal* tas opp til notering med mindre Oslo Børs finner at rettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke er egnet for børsnotering.

Selskapet hevder i sin skriftlige redegjørelse at den annonserte emisjonen ikke er en fortrinnsrettsemisjon i henhold til allmennaksjeloven § 10-4 og således faller utenfor børsens regel om opptak av fortrinnsretter. Børsen vil bemerke at dette ikke ble nevnt i samtalen børsen hadde med Selskapet den 1. april 2020. Børsen registrerer videre at Selskapet i børsmeldingene av 1. april 2020 omtalte emisjonen som en fortrinnsrettsemisjon (eng: *rights issue*), mens den i generalforsamlingsdokumentene som ble offentliggjort den 3. april er omtalt som en emisjon (eng: *share issue*) rettet mot alle aksjonærer per dato for generalforsamling. Børsen kan derimot ikke se at det er noen reell forskjell på en fortrinnsrettsemisjon i henhold til asal. § 10-4 og det som ble presentert i innkalling til ekstraordinær generalforsamling 3. april 2020. Dette fremstår derfor for børsen mer som et ytterligere grep fra Selskapet for å forsøke å komme utenom børsens regel om notering av

fortrinnsrettene, og kan heller ikke medføre at kravet om notering av fortrinnsretter i opptaksreglenes punkt 8.2 ikke kommer til anvendelse.

Et selskap kan ikke omgå kravet om opptak av fortrinnsretter til notering ved å strukturere transaksjonen slik at fortrinnsrettene ikke er omsettelige, eller gjør andre grep for å besørge at rettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke anses egnet for børsnotering. Dette ville medført at regelen enkelt kunne omgås og dermed ikke ha noen reell effekt.

Det følger klart av ordlyden i opptaksreglenes 8.2 at det er Oslo Børs som tar avgjørelsen av om vilkårene for å ikke ta opp fortrinnsrettene til notering er oppfylt. Børsen har en svært restriktiv praksis hva gjelder unntak fra regelen om at fortrinnsretter skal tas opp til handel, ettersom det for fortrinnsretter er en presumpsjon om at disse er egnet for notering. Dette har en side til prinsippet om likebehandling. Tegningskursen i en fortrinnsrettsemisjon settes normalt med en betydelig rabatt og emisjonen er i de fleste tilfeller garantert. Dersom tegningsrettene ikke er omsettelige, kan dette medføre at garantist(e) kan sitte igjen med et større antall tegningsretter og dermed tegne seg for nye aksjer til en betydelig rabatt på bekostning av aksjonærer som ikke kan tegne seg og ikke har mulighet til å omsette tegningsrettene.

Oslo Børs kan i foreliggende sak ikke se at det foreligger omstendigheter som innebærer at fortrinnsrettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke anses egnet for børsnotering.

Børsens regel om krav til opptak av fortrinnsretter til handel er ikke utformet slik at Selskapet selv kan beslutte å fravike børsens regel fordi det mener at den ikke er rettferdig eller hensiktsmessig i en konkret sak. Børsen ønsker likevel å knytte enkelte bemerkninger til Selskapets anførsler i den forbindelse.

Selskapet har anført at hensynet bak regelen ikke gjør seg gjeldende i foreliggende sak ettersom tegningskursen i emisjonen ikke ble satt med rabatt, men med en premie på 15 % i forhold til volumvektet kurs på NOK 4,35 de siste 5 handelsdager før notering.

Til dette vil børsen bemerke at Selskapets aksjekurs steg 85,1 % samme dag som refinansieringen ble offentliggjort den 1. april 2020, fra sluttkurs NOK 4,7 dagen før annonsering til sluttkurs NOK 8,7 den 1. april 2020. Børsen mener derfor Selskapets tilnærming om at det ikke forelå noen rabatt ved fastsettelse av emisjonskursen ikke hensyntar at Selskapet samtidig med annonseringen av fortrinnsrettsemisjonen også offentliggjorde informasjon om at Selskapet var sikret en refinansiering av ny bankgjeld på NOK 1,450 milliarder. Børsen mener er grunn til å tro at denne informasjonen bidro til den merkbare økningen i Selskapets aksjekurs og at vurderingen av om tegningskursen ble satt med rabatt ikke kan vurderes isolert ut fra Selskapets aksjekurs i forkant av offentliggjøringen av refinansieringen. Under enhver omstendighet er regelen om krav til notering av fortrinnsretter ikke avhengig av at det settes en bestemt rabatt eller rabatt overhodet. Dette fordi fremtidig kursutvikling er særdeles vanskelig å forutse i forkant. Det sentrale for vurderingen er om det kan være interesse for muligheten til å omsette rettene, noe som normalt vil være tilfelle.

Selskapet har i stor grad basert sin argumentasjon på en vurdering opp mot kravet om likebehandling i løpende forpliktelser punkt 2.1. Til dette vil børsen bemerke at likebehandlingsregelen gjelder parallelt med kravet om notering av fortrinnsretter og at en manglende notering av fortrinnsretter

etter omstendighetene også kan innebære et brudd på likebehandlingsregelen i tillegg til regelen om opptak av fortrinnsretter til notering. Det er derimot ikke slik at så lenge Selskapet har vurdert at kravet til likebehandling er overholdt, kan de selv beslutte å fravike kravet om opptak av fortrinnsretter til notering i henhold til opptaksreglenes punkt 8.2.

Selskapet har videre anført at det er et bedre alternativ for aksjonærene å kunne selge mer likvide aksjer fremfor mindre likvide tegningsretter for å tegne seg i fortrinnsrettsemisjonen til en eventuell rabattert kurs og gjennom dette sikre verdiene av rettene. Børsen vil til dette bemerke at antatt nivå på handelsinteresse i fortrinnsrettene i normaltillfellene ikke er et relevant moment for om rettene skal noteres eller ikke. Det sentrale for vurderingen er om det kan være interesse for muligheten til å omsette rettene, noe som normalt vil være tilfelle. Videre vil det være mer inngripende å selge aksjer enn å kunne omsette selve fortrinnsretten, ettersom man i sistnevnte tilfelle beholder eierskapet selv om man omsetter fortrinnsretten.

Selskapet har også anført at det i foreliggende sak er generalforsamlingen som tar stilling til forslaget om fortrinnsrettsemisjon hvor det er lagt opp til at rettene ikke skal være omsettelige og at aksjonærene dermed får mulighet til selv å vedta eller forkaste forslaget. Børsen vil i denne forbindelse understreke at det er Selskapets styre som er ansvarlig for Selskapets overholdelse av børsens regelverk. Vilkårene er fremforhandlet og foreslått av Selskapets styre, slik at selve styrevedtaket er i strid med børsens regel. Selskapets styre kan derfor ikke legge over dette ansvaret på Selskapets aksjonærer ved at disse skal stemme ned en fortrinnsrettsemisjon. Konsekvensen av dette vil også være at Selskapet kan stå uten finansiering.

4. Avsluttende bemerkninger

Basert på det overnevnte kan børsen i den foreliggende sak ikke se at det foreligger omstendigheter som medfører at fortrinnsrettene ikke har allmenn interesse, ikke kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning eller av andre grunner ikke anses egnet for børsnotering. Oslo Børs anser derfor Selskapets beslutning om å ikke notere fortrinnsrettene som et brudd på opptaksregelens punkt 8.2. Det er følgelig ikke slik at Selskapet selv kan beslutte å fravike børsens regel basert på om Selskapet mener at regelen ikke er rettferdig eller hensiktsmessig i den foreliggende sak.

Oslo Børs har imidlertid ikke hjemmel til å pålegge Selskapet å notere fortrinnsrettene, men anmoder Selskapet sterkt om å etterleve den aktuelle regelen. Oslo Børs har etter en helhetsvurdering besluttet å ilegge Selskapet kritikk for forholdet gjennom dette brevet. Det gjøres oppmerksom på at børsen vil gjøre kritikkbrevet offentlig tilgjengelig på Oslo Børs' hjemmeside.