



SPACs

Nyttig for det norske kapitalmarkedet?

Victoria Sunde og Brita Heradstveit Hestenes

Veileder: Thore Johnsen

Masterutredning i økonomi og administrasjon

Hovedprofil: Finansiell Økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Denne masteroppgaven er skrevet som en del av masterstudiet økonomi og administrasjon med spesialisering innen finansiell økonomi (FIE) på Norges Handelshøyskole (NHH), og markerer følgelig avslutningen av tiden vår på NHH.

Gjennom denne tiden har vi lært svært mye nyttig for utarbeidelsen av masteroppgaven. Studiet har gjort oss interessert i investeringer og kapitalmarkeder. Den siste tiden har vi fanget opp en opphetet diskusjon rundt SPACs som noteringsmekanisme både nasjonalt og internasjonalt. Dette har økt interessen vår ytterligere, og medført at utarbeidelsen av masteroppgaven har vært veldig spennende og en fin avslutning av studiet.

Gjennom utarbeidelsen av denne masteroppgaven har vi mottatt god hjelp og støtte fra flere som fortjener en stor takk. Først og fremst ønsker vi å takke veilederen vår, Thore Johnsen, for motiverende og konstruktive tilbakemeldinger gjennom prosessen. Vi er svært takknemlig for råd og støtte som bidratt til å forme oppgaven og lært oss utrolig mye. Videre ønsker vi å takke Are Andersen og Peter Hermanrud for interessante innspill og råd underveis i prosessen. Vi vil også rette en takk til Finanstilsynet for å gi oss bedre forståelse av dagens situasjon og regelverk i Norge når det kommer til implementering av SPACs. Videre vil vi takke Oslo Børs for tilgang på informasjon og data. I tillegg ønsker vi å takke Viking Venture for å gi oss innblikk i Viking Venture ACQ sin struktur.

Norges Handelshøyskole

Bergen, desember 2021

Victoria Sunde

Brita Heradstveit Hestenes

Sammendrag

Denne oppgaven har som formål å besvare hvorvidt det er gunstig og behov for å innføre SPACs i Norge. Oppgaven finner at SPAC burde innføres, og at markedet deretter kan avgjøre om noteringsmekanismen får bli.

Vi studerer amerikanske og europeiske SPACs mellom 1.januar 2017 til 1. desember 2021. Funnene viser at amerikanske SPACs har prestert dårligere enn aksjeindeksene Russel 2000 og S&P Smallcap 600 Growth. Imidlertid presterer europeiske SPACs bedre, og vi argumenterer for at prestasjonen kan forklares av strengere reguleringer. Videre finner oppgaven at både median og gjennomsnittlig SPAC warrantstørrelse er mindre i 2021 enn 2020. Litteraturen viser at mindre warrants i kombinasjon med færre innløsninger vil resultere i høyere avkastning for ikke-innløsende aksjonærer. Oppgaven argumenterer for at det er tidlig å avslå SPACs grunnet potensialet for strukturforbedringer, samt at det må innføres gjennom et regelverk inspirert av europeiske land. Slike regler kan være krav angående innløsning, fortjeneste for sponsorer eller notering på eget segment, slik som blir praktisert på henholdsvis Nasdaq Stockholm og Euronext Growth Amsterdam.

Videre finner oppgaven at aktiviteten på Euronext Growth ikke reduserer behovet for en ny, effektiv noteringsmetode. Vi sammenligner bransjesegmentering på Growth med SPACs, skaper oversikt over aktivitet og studerer kursutvikling på Growth. Basert på dette finner vi at avkastning og investorvern ikke nødvendigvis er bedre på Growth sammenlignet med SPAC. I tillegg argumenteres det for at notering på Euronext Growth kan omfatte andre selskaper enn de som ville blitt notert gjennom en SPAC, samt at dagens høye aktivitet kan være kortsiktig. SPACs kan også bidra til vekst og utvikling i det norske markedet gjennom kapital fra utlandet og kompetanse fra sponsorer. Derfor burde Norge innføre SPAC inspirert av europeiske reglement, og deretter la markedet være faktoren som avgjør om noteringsmekanismen får bli.

Innhold

1	Innledning	1
1.1	Motivasjon og bakgrunn	1
1.2	Problemstilling	2
2	Institusjonell beskrivelse	3
2.1	Beskrivelse av fenomenet	3
2.2	Mekanisme	5
2.3	Interessenter - fordeler og flempet	9
3	Situasjonen i dag	13
3.1	Situasjonen i USA	13
3.1.1	Situasjonen overordnet i USA	13
3.1.2	Reguleringer i USA	15
3.2	Situasjonen i Europa	16
3.2.1	Situasjonen overordnet i Europa	17
3.2.2	Reguleringer i Europa	18
3.3	Sammenligning av reglementer for SPACs	22
3.4	Situasjonen i Norge	22
3.4.1	Reguleringer i Norge	23
3.4.2	Finanstilsynet og Oslo Børs	25
3.4.3	Noteringsbølgen på Euronext Growth	28
4	Tidligere Forskning	30
4.1	Avkastning	30
4.2	Utvanning	31
4.3	Positiv utvikling	33
4.4	Dagens struktur	34
4.5	Behov for videre forskning	36
5	Datainnhenting og Metode	37
5.1	Utvalg og datakilder for SPAC-selskap	37
5.2	Indeks	40
5.3	Avkastning	41
5.4	Utvikling av warrantstørrelser	44
5.5	Euronext Growth	44
6	Analyse	46
6.1	Avkastningsanalyse for USA-utvalg	46
6.2	Kursutvikling mot indeks	53
6.3	Warrantstørrelse	57
6.4	Euronext Growth	57
7	Diskusjon	61
7.1	Lønnsomhet	61
7.2	Investorvern	63
7.3	Behovet i Norge	64

7.4 Oppsummering	68
8 Konklusjon	69
Referanser	72
Appendiks	77
A1 Case fra USA	77
A1.1 En amerikansk SPAC-suksess	77
A1.2 En amerikansk SPAC-fiasko	81
A2 Case fra Sverige	83
A3 Case fra Norge	86

Figurliste

3.1	Antall SPAC-noteringer og sum av emisjonskapital i USA	14
3.2	Antall SPAC-noteringer og sum av emisjonskapital i Europa	17
6.1	Kursutvikling SPAC-aksjer mot aksjeindeks (Rebasert = 100, des. 17) . .	54
6.2	Kursutvikling SPAC-aksjer mot aksjeindeks (Rebasert = 100, mars 20) .	55
6.3	Kursutvikling SPAC-aksjer mot aksjeindeks (Rebasert = 100, jan. 21) . .	56
6.4	Antall noteringer og sum av emisjonskapital ved Euronext Growth	58
6.5	Kursutvikling ved Euronext Growth mot OSEAX og OSESX i 2021 . . .	59

Tabelliste

3.1	Sammenligning av reglementer og praksis for SPACs	22
5.1	Bransjesammensetning i M&A-utvalg	40
5.2	Antall dager mellom hendelser i M&A-utvalg og IPO-utvalg	43
6.1	Avkastning M&A-utvalg: Units, aksjer og warrants	47
6.2	Avkastning IPO-utvalg: Units	50
6.3	Avkastning IPO-utvalg: Aksjer	51
6.4	Almenn aksjer og pålydende verdi i IPO-utvalg	51
6.5	Avkastning IPO-Utvalg: Warrants	52
6.6	Warrantstørrelser	57
6.7	Bransjesammensetning på Euronext Growth Oslo	59

1 Innledning

1.1 Motivasjon og bakgrunn

Special purpose acquisition company (SPAC) er et selskap uten kommersiell virksomhet som børsnoteres, og deretter bruker kapitalen til å kjøpe opp et privat selskap med kommersiell virksomhet. Børsnoteringen for SPACen foregår enkelt da selskapet ikke har en reell virksomhet, og gjennom den påfølgende fusjonen blir det private selskapet børsnotert uten en tradisjonell emisjonsprosess (Aase og Fossan-Waage, 2021). I 2020 utgjorde SPACs mer enn halvparten av alle børsnoteringer i USA, men foreløpig har ikke noteringsmetoden blitt implementert i Norge (Gordon, 2021).

Den siste tiden har SPACs blitt diskutert både internasjonalt og nasjonalt. Fokuset har vært på potensiell verdiskapning og fordeler, men samtidig har det blitt rettet kritikk mot investorvern og skjulte kostnader i strukturen (Klausner et al., 2021). Nasjonalt har det pågått en diskusjon mellom Finanstilsynet og Oslo Børs ASA rundt hvordan regelverket må utformes for å oppnå en egnet praktisering av noteringsmekanismen (Haugan og Rostveit, 2021). Det har imidlertid vært mangel på en diskusjon angående hvorvidt SPACs er hensiktsmessig å innføre i Norge i forhold til lønnsomhet og avkastning, og hvorvidt landet faktisk har behov for en ny noteringsmekanisme.

Flere studier har studert avkastning for SPACer i USA og konkludert med at de er lave for ikke-innløsende aksjonærer grunnet skjulte kostnader i strukturen. Enkelte studier har imidlertid påpekt at de forventer en positiv utvikling av strukturen fremover, og at denne vil resultere i høyere avkastning (Klausner et al., 2021). Studiene inkluderer imidlertid ikke tilstrekkelig med data fra Q3 og Q4 2021. Følgelig ser vi behovet for å studere avkastningen til nyere SPACer, samt å tilføre data på SPACs fra Europa. Sistnevnte er videre relevant for evaluering av hvorvidt SPACs burde innføres i Norge.

Samtidig må avkastningen vurderes i forhold til behovet Norge har for en ny noteringsmekanisme. Behovet for en raskere og rimeligere noteringsmekanisme har vært stor i land som eksempelvis USA, mens Norge allerede har en alternativ noteringsplattform gjennom Euronext Growth (Heredia et al., 2021). Følgelig er det viktig å diskutere hvilket behov vi egentlig har når det kommer til innføring av SPACs i Norge. Basert på lønnsomhet

og behov kan en deretter besvare hvorvidt Norge burde innføre SPAC som noteringsmetode.

1.2 Problemstilling

Med utgangspunkt i motivasjonen og bakgrunnen presentert har vi formulert følgende problemstilling;

Vil SPACs være gunstig å innføre i Norge, og er det behov for noteringsmetoden i det norske kapitalmarkedet?

For å besvare denne problemstillingen vil oppgaven først danne en grunnleggende forståelse av fenomenet gjennom å gi en institusjonell beskrivelse av SPACs. Den samme hensikten har det påfølgende kapittelet som vil omfatte situasjonen i dag i USA, Europa og Norge. Dette kapittelet vil også brukes som utgangspunkt for diskusjon og konklusjon. Videre vil oppgaven redgjøre for tidligere forskning og studier som har inspirert og formet oppgaven. Deretter vil datainnsamling beskrives, slik at en oppnår forståelse av hva analyse og diskusjon bygges på. Videre vil analyse presenteres, før funnene deretter brukes som utgangspunkt for å diskutere problemstillingen i kombinasjon med informasjon fra tidligere kapitler. Avslutningsvis vil oppgaven gi en helhetlig konklusjon.

2 Institusjonell beskrivelse

2.1 Beskrivelse av fenomenet

Definisjon

Special purpose acquisition company (SPAC) defineres som et selskap som dannes med hensikt om å hente egenkapital gjennom en børsnotering, og deretter bruke midlene til å kjøpe opp et privat selskap. Følgelig vil ikke en SPAC ha en selvstendig virksomhet og formålet er kun å erverve private selskaper innen en gitt tidshorison. Dersom en SPAC ikke gjennomfører det beskrevne målet må investeringene tilbakebetales til investorene (Klausner et al., 2021).

For å oppnå tilstrekkelig forståelse av mekanismen til en SPAC, samt tilhørende fordeler og ulemper, vil det først være hensiktsmessig å skildre fenomenets opprinnelse.

Historie

SPACs sin historie går tilbake til 1980-tallet. På denne tiden ble SPAC-selskapene dannet med hensikt om å samle inn tilstrekkelig kapital til å kjøpe opp et privat selskap. For dette formålet kunne en tilby "Penny Stocks", som tilsvare aksjer til små bedrifter som prises under \$1. Disse aksjene ble ikke registrert eller handlet på et regulert marked, og ble følgelig ofte utnyttet til å manipulere investorer (Heyman, 2007).

På dette tidspunktet eksisterte det ikke tilstrekkelig med reguleringer, noe som resulterte i svindel og høye kostnader for investorer. Eksempelvis ble ikke inntektene oppbevart på sperrede kontoer til fusjonen var fullført. I tillegg til dette opplevde kjøpere ofte at det ikke fantes et marked for å ta ut inntjening, slik at aksjene var fullstendig verdiløse. Dette resulterte i reguleringer gjennom "Penny Stock Reform Act of 1990" og "SEC Rule 419" (Rule 419). Vedtakelsen av denne føderale lovgivningen resulterte imidlertid i en sterk reduksjon av antall SPACs, og man observerte en reduksjon fra omtrent 2700 SPACs i 1987 til 15 SPACs etter 1990 (Heyman, 2007).

I 1992 ønsket en rekke advokater og tilretteleggere å utvikle en form for SPAC med tilstrekkelig investorbeskyttelse. På dette tidspunktet var det imidlertid ikke noen spesielt

stor utfordring for små selskaper å få nok kapital gjennom en tradisjonell børsnotering (Heyman, 2007). Det var følgelig ingen SPAC-relaterte "Initial Public Offerings" (IPO) før i 2003. På starten av 2000 tallet oppsto mangel på muligheter for investorer i mellommarkedet som medførte at flere oppsøkte erfarne forvaltere. Samtidig ble det observert en økt trend med "Private Equity" (PE) fond. Flere søkte alternative midler for å sikre egenkapital da det var mindre overbevisende avkastning i tradisjonelle aktivaklasser. Disse faktorene resulterte i økt popularitet av SPACs blant investorer og investeringsbanker. Eksempelvis bidro Citigroup, Merrill Lynch og Deutsche Bank til å legitimere produktet ytterligere, og kan ha bidratt til å forsterke inntrykket av at SPACs vil være lønnsom på sikt (Heyman, 2007).

Mellom 2003 til 2007 økte igjen populariteten til SPACs, og SPACs utgjorde nærmere 25% av det totale volumet av amerikanske børsnoteringer i 2007. Antallet ble videre redusert kraftig under finanskrisen, i likhet med aktiviteten på markedet. Fenomenet forsvant likevel ikke, og trenden holdt seg jevn årene etter krisen (Boyer og Baigent, 2008).

I 2020 og 2021 har SPACs foreløpig hatt en større markedsandel av noteringer i USA sammenlignet med tradisjonelle IPOs. I 2020 slo 248 SPACs rekorden og hentet inn over \$83 billioner (Baboolall et al., 2021). Basert på utregning fra Refintiv ble rekorden slått bare tre måneder ut i 2021. Credit Suisse (Cruz et al., 2020) forklarer utviklingen basert på fire faktorer. COVID19-pandemien har skapt volatilitet og usikkerhet i markedet, og følgelig forsterket sikkerhetsbehovet for både investorer og private selskaper. Videre har verdsettelsene i det offentlige kapitalmarkedet nådd en "all time high", noe som har insentivert private selskaper til å bli notert. En tredje forklaringsfaktor er et økt ønske om å investere privat kapital som tidligere har vært spart. Avslutningsvis har det vært en lenger periode med et tørke i noteringsmarkedet, slik at det eksisterer mange potensielle mål for en SPAC.

Følgelig kan en nå observere SPACs i andre deler av verden. I 2021 har utviklede europeiske reguleringsregimer medført at flere SPAC noteres på europeiske børser. Eksempelvis er noteringsmekanismen innført på Euronext Amsterdam, Euronext Paris og Nasdaq i Stockholm (White&CaseLLP, 2021).

2.2 Mekanisme

Livssyklus

Livssyklusen til en SPAC består av flere faser og hendelser. Seksjonen vil videre gå i detalj på det vi identifiserer som fem tydelige faser basert på praktisering i USA. Disse fem fasene omhandler *initiativ, børsnotering, målsøking, fusjonsgodkjenning* og *avsluttende fase*¹.

Initiativ

En SPAC dannes ved at en eller flere *sponsorer* oppretter et selskap uten kommersiell virksomhet, og videre henter egenkapital gjennom en tradisjonell børsnotering.

Sponsor er følgelig de som former og leder en SPAC. Sponsorene investerer også i selskapet for å dekke kostnadene knyttet til noteringsprosessen, sammen med driftskostnader knyttet til å finne et potensielt målselskap. I etterkant av børsnoteringen investerer også sponsorene egen tid til å finne et egnet driftsselskap. Sponsorenes bakgrunn kan omfatte alt fra partnere i større PE-fond, kjente personer uten spesiell relevant kompetanse, til personer med god erfaring og kompetanse fra spesifikke industrier eller investeringsområder. I forkant av børsnotering investerer sponsorene et nominelt beløp, og tilegnes en viss mengde aksjer i selskapet. Denne andelen skal videre utgjøre 25% av det totale antallet aksjer som utstedes gjennom børsnoteringen. Det nominelle beløpet skal dekke kostnader knyttet til børsnoteringen, som gebyrer til tilretteleggerne, sammen med påfølgende driftskostnader knyttet til å finne et potensielt oppkjøpsselskap.

I emisjonen kjøper sponsorene også *warrants* til markedsverdi, hvor innløsningskursen² i de fleste tilfeller er \$11.5. I etterkant av emisjonen skal sponsorene sin aksjeandel utgjøre 20% av den samlede egenkapitalen etter fulltregnet emisjon. Denne andelen aksjer omtales som fortjeneste, og utgjør deres kompensasjon for å administrere SPACen.

En forutsetning ved dannelsen av en SPAC er at selskapet ikke har funnet et målselskap

¹Gjennomgående i seksjonen (2.2) vil (Klausner et al., 2021) og (Aase og Fossan-Waage, 2021) benyttes som kilde dersom ikke annet er oppgitt.

²Innløsning vil i denne utredningen omhandle to tilfeller; 1) innløsningskurs for utøvelse av warrants, 2) innløse som det engelske begrepet "redeem" angående aksjonærer som innløser aksjer i en SPAC i forkant av fusjon ved et målselskap. Innløsningsverdi i sistnevnte tilfelle vil stort sett være verdien av den initielle investeringen på \$10 dollar som har vært låst på en escrow-konto.

ved opptakstidspunktet. Videre vil kriteriene for målselskapet være forhåndsbestemt og definert innenfor gitte industrier, størrelser, og geografi, samt potensiale for fremtidig vekst (Bellamy og Haugan, 2021). Ved funn av et unotert målselskap må grunnleggerne av SPACen søke om å fusjonere med et selskap som oppfyller kriteriene. Ved godkjent søknad og aksept blant aksjonærene vil driftselskapet kjøpes opp og fusjoneres, og gjennom denne prosessen vil selskapet bli børsnotert.

Børsnotering av SPACs

Den neste fasen omhandler børsnotering av SPACs, der utenforstående investorer blir delaktige. Investorer er personer eller institusjonelle enheter som bidrar med kapital til selskapet mot en forventning om å motta finansiell avkastning (Chen, 2021). En SPAC-investor vil følgelig være en person eller enhet som forventer å oppnå finansiell avkastning gjennom å investere kapital i en SPAC.

Ved børsnotering av en SPAC får investorer mulighet til å kjøpe *units* som er satt sammen av en almann aksje og en brøkdel av en warrant. En warrant er en garanti eller opsjon til å kjøpe en aksje når en SPAC inngår en fusjon med ett eller flere målselskap. Blant de nylige amerikanske SPAC-noteringene kan en ofte observere at en unit kan kjøpes for \$10. Videre får den tilhørende aksjen en substansverdi på \$10, og størrelsen på tilhørende warrants tilsvarer vanligvis mellom $1/2$ og $1/4$ av en hel aksje. Warrants har vanligvis en innløsningskurs på \$11.5 per aksje. Ved noen tilfeller kan også en unit bestå av en bestemt rettighet, hvor denne rettigheten kostnadsfritt konverteres til $1/10$ av en aksje ved selskapskombinasjon. I etterkant av børsnoteringen kan units, aksjer og warrants handles separat i markedet, og innehavere av units kan med dette selv velge om de vil selge units i sin helhet, eller separat. Warrants kan utøves gjennom to mulige alternativer. Enten kan de utøves i tidsrommet mellom 30 dager til 5 år etter fusjonering med målselskap, eller så kan warrants utøves 12 måneder etter børsnoteringen til en SPAC dersom SPAC-selskapet ikke har gjennomført fusjon innenfor dette tidspunktet (Layne et al., 2018).

Kapital som hentes i noteringsprosessen håndteres av en tredjepart og plasseres på en escrow-konto, og investeres i statsobligasjoner (Lewellen, 2009). Sponsorene har ikke tilgang til kapital som står på kontoen før aksjonærene eventuelt har godkjent et potensielt oppkjøp. Kapitalen kan derfor kun brukes dersom SPAC-selskapet skal kjøpe opp et

målselskap. Dersom SPACen mislykkes i å finne et egnet målselskap vil selskapet likvideres, og kapitalen vil deretter distribueres tilbake til aksjonærene. Ved en eventuell fusjon med et målselskap vil aksjonærene også ha mulighet til å trekke seg ut av SPAC-selskapet ved å innløse sine aksjer, med dette vil de bli tilbakebetalt sin initielle investering på \$10.

Det er videre relevant å nevne at det også påløper kostnader tilknyttet gebyrer til meglerhus. En andel av dette gebyret regnes fra emisjonskapital ved børsnotering, og den resterende andelen betales etter gjennomført fusjon, på grunnlag av verdsettelsen til målselskapet.

Bemerk avslutningsvis at noteringsprosessen av en SPAC er betydelig raskere sammenlignet med en tradisjonell børsnotering, grunnet at en SPAC ikke har noen virksomhet.

Målsøking

Etter en vellykket børsnotering vil den neste fasen være *målsøking*, hvor SPAC-selskapets sponsorer leter etter et egnet målselskap. Målselskap blir i denne oppgaven omtalt som selskaper en SPAC fusjonerer med, eller foreslår å fusjonere med, innen den gitte tidsfristen. Følgelig er målselskapene unotert før fusjoneringen finner sted, og blir deretter børsnotert gjennom fusjoneringen. Det eksisterer satte tidsrammer for hvor lenge en SPAC kan lete etter et målselskap, og disse varierer på tvers av landegrenser. Dette vil oppgaven beskrive ytterligere under dagens situasjon. I USA er tiden ofte satt til 2 år.

Etter SPAC-noteringen begynner sponsorene å identifisere potensielle private selskaper innenfor spesifikke sektorer eller industrier som blir formidlet til investorene ved børsnotering. I de fleste tilfeller sørger SPACs for en viss grad av fleksibilitet ved å kun understreke at de foretrekker enkelte industrier, slik at sponsorene har frihet til å identifisere en rekke muligheter. Sponsorene kan videre påpeke at de ønsker å utelukke spesifikke sektorer eller industrier (Heredia et al., 2021).

I situasjoner hvor en SPAC ikke lykkes med å finne og kjøpe et målselskap vil SPACen avvikles, og egenkapitalen som er hentet i børsnoteringen likvideres og tilbakebetales til aksjonærene. Ettersom pengene har stått på rentebærende konto vil ofte investorene få tilbake tilnærmet det samme beløpet som de investerte - og i noen tilfeller vil de få mer. Kapitalen som er tilegnet sponsorene blir derimot verdiløs sammen med investorenes warrants (Berger, 2008).

Dersom sponsorene imidlertid lykkes med å finne et egnet målselskap vil det være et annet viktig aspekt å evaluere. Det kan være vanskelig å beregne hvor mye kapital som er tilgjengelig etter annonsert fusjon, som følge av at investorene har mulighet til å innløse aksjer. Dette vil diskuteres ytterligere i neste fase. For å være sikker på at SPAC-selskapet skal ha mulighet til å finansiere hele fusjonen blir det ofte satt et minimumsbeløp som selskapet skal ha tilgjengelig før fusjonsprosessen. I den forbindelse gjennomfører ofte SPACs en finansieringsprosess gjennom såkalte "PIPEs" (Public Investment in Private Equity) som tilsvarer en rettet emisjon av aksjer i det noterte selskapet, til en redusert pris. Prosessen har i hovedsak som formål å forsikre seg om at oppkjøpet kan finansieres, heller enn kun å hente ekstra kapital. Samtidig får deltakerne i en PIPE også anledning til å ta en kvalifisert vurdering av målselskapet (Malmberg et al., 2021). Et annet alternativ kan imidlertid være en periode der større aksjonærer ikke har mulighet til å innløse sine aksjer da disse vil være "låst".

Godkjenning av fusjon

Etter at SPAC-selskapet har klart å finne et målselskap vil det videre være en rekke rapporteringer som kreves, men som igjen vil variere på tvers av landegrenser. Dette er typisk dokumenter som inkluderer aksjonærenes godkjenning, beskrivelse av fusjoneringen og finansiell informasjon om målselskapet og regnskap som viser effekten av fusjonen. I USA kalles dette for en "S-4 fullmaktserklæring". Videre vil "US Security Exchange Commission" (SEC) gjennomgå dokumentasjonen som presenteres og kan be om kommentarer fra selskapet.

Deretter kan aksjonærene ha mulighet til å stemme over fusjonen, i tillegg til å eventuelt innløse sine aksjer (SEC, 2021c). Virksomheten må ha en advokatfullmektig for å håndtere aksjonærstemmen som kreves for fusjon, også omtalt som "de-SPAC-transaksjon" (Clay, 2021). Mulighet til å stemme er imidlertid ikke gitt for alle SPACs. Kravet for antallet aksjonærer som minst må stemme for fusjonering slik at fusjoneringen kan finne sted varierer også mellom ulike SPACs (Lakicevic og Vulcanovic, 2013). Investorene vil uansett ha mulighet til å innløse sine aksjer. Verdien på aksjene vil tilsvare noteringskursen for SPAC-units i tillegg til akkumulert rente. Dersom en investor løser inn sine aksjer vil vedkommende imidlertid beholde warrants og eventuelle rettigheter (SEC, 2021c). Disse vilkårene er utarbeidet for å gi investorer insentiv til å investere i SPACs.

Avsluttende fase

Dersom aksjonærene godkjenner fusjonen og alle regulatoriske forhold er avklart, vil fusjonen avsluttes og målselskapet blir offentlig. I USA må deretter et "8-K skjema" med tilsvarende informasjon som målselskapets "10-K skjema", arkiveres til SEC innen fire virkedager etter avslutning. Dette skjemaet betegnes ofte som "Super 8-K". Etter signering av dette skjemaet vil sponsorenes aksjer og warrants være låst i en gitt periode, som ofte tilsvarer ett år.

Dermed vil dette være slutten av SPAC-selskapet, men starten av et nytt offentlig selskap (Malmberg et al., 2021).

2.3 Interessenter - fordeler og flempes

Videre vil interessenter med tilhørende fordeler og ulemper skildres³.

Sponsor

SPACs innehar en rekke fordelaktige aspekter for sponsorer. Dersom sponsorene lykkes i å fusjonere med et målselskap innen den gitte tidsfristen tjener de som nevnt sponsorfortjeneste i det fusjonerte selskapet, og denne ofte tilsvarer 20% av egenkapitalen hentet fra originale investorer.

Dersom et fusjonert SPAC-selskap opplever et kursfall vil dette naturligvis kunne medføre et tap for investorer. Med bakgrunn i sponsorenes fortjeneste i det fusjonerte selskapet vil sponsorene, på tross av kursfall, kunne ha en svært lukrativ avkastning på sin investering. Ved vellykket fusjon mottar sponsorene uansett 20% av aksjene i det fusjonerte selskapet, og ved mislykket funn av målselskap vil de tape sin investering. Følgelig vil det som oftest være mer lønnsomt for sponsorene å utføre en mindre attraktiv fusjon, enn å returnere emisjonskapital til investorene. Dersom en SPAC nærmer seg slutten av den toårige tidsrammen kan dette gå på bekostning av investorer, mens en dårlig fusjon vil være til fordel for sponsorer i form av garantert inntekt.

Samtidig eksisterer det nedsider med sponsorrollen. Dersom en SPAC ikke finner et egnet

³Denne seksjonen (2.3) benytter (Klausner et al., 2021) og (Boyer og Baigent, 2008) som kilde dersom ikke annet er oppgitt.

målselskap å fusjonere med innen den gitte tidsfristen, impliserer dette at sponsorenes investering og tidsbruk har vært forgjeves. Om en SPAC foreslår et målselskap det ønsker å fusjonere med, kan investorene ha mulighet til å løse inn sine aksjer. I enkelte SPACs vil en del av sponsorenes investering utnyttes for å subsidiere avkastningen til innløsende aksjonærer.

Investor

Boyer og Baigent beskriver tre fordelaktige aspekter med SPACs som investeringsmetode for investorer etter å ha forsket på området. Tidligere har Private Equity investeringer vært forbeholdt institusjonelle investorer, men SPACs gir alle investorer en enkel og rimelig tilgang til disse type investeringer. Videre er åpenhet en stor fordel med SPACs sammenlignet med PE. I USA krever SEC hyppige rapporteringer, noe som videre resulterer i transparens sammenlignet med private equity investeringer i USA.

I tillegg til dette viser Boyer og Baigent at SPACs resulterer i en begrenset nedside sammenlignet med andre alternativer. Kapital fra børsnoteringen holdes sperret frem til en eventuell fusjon skal gjennomføres, og vil bli tilbakebetalt til investorene dersom målet ikke oppnås i løpet av en toårs periode. I tillegg til dette viser analysen deres at SPACs, i motsetning til en vanlig børsnotering, ikke viser signifikant underprising av aksjer ved børsnotering.

Et siste fordelaktig moment er muligheten investorene har til å innløse sine aksjer. Imidlertid kan denne muligheten påvirke andre investorer negativt, da dette er en av tre faktorer som bidrar til utvanning av aksjene. Dette og andre ulemper for investorene vil beskrives videre.

Utvanning av aksjer er en ulempe for aksjonærene, og i hovedsak er det tre kilder til utvanning i en SPAC. Dette er gebyrer til tilretteleggerne, samt økning i antall aksjer ved fusjon gjennom både sponsorenes fortjeneste og investorenes utøvelse av warrants og rettigheter. Disse kildene til utvanning er tilstede fra en SPAC sin børsnotering, men en senere innløsning av aksjer i forkant av fusjon øker effekten på aksjene som ikke løses inn. Investorene som innløser sine aksjer vil følgelig ikke ha negativ avkastning, men dette vil gå på bekostning av investorene som velger å ikke løse inn.

Videre kan gebyrer anses som en nedside utover at det resulterer i utvanning. Gebyrene i

en amerikansk SPAC vil i snitt være rundt 5% til 5.5%, og dette er noe lavere enn ved en tradisjonell børsnotering. Samtidig vil en SPAC kunne få aksjene innløst av investorer. Dersom eksempelvis en SPAC har gebyrer på 5.5%, samtidig som 50% av aksjene innløses vil det effektive gebyret være på 11% av den utestående kapitalen på escrow-kontoen. Dersom gebyret blir målt i forhold til det totale investeringsbeløpet og sammenlignet med en tradisjonell IPO, så vil gebyret være betydelig høyere.

En annen ulempe angår sponsorenes insentiver og handlinger. Som nevnt tidligere har sponsorene insentiv til å gjennomføre en fusjon på tross av at den kan være mindre lønnsom for investorene, eller at den ikke skaper tilstrekkelig overskudd til å kompensere for kostnadene. Dette kan spesielt gå på bekostning av mindre profesjonelle investorer som muligens ikke tilegner seg tilstrekkelig informasjon til å foreta velfunderte investeringsbeslutninger. Mangel på tilstrekkelig investorbeskyttelse er dermed en annen nedside ved å investere i en SPAC.

Målselskap

Som nevnt tidligere vil SPACs gi fordeler for sponsorer, og spesielt i usikre tider. Videre er tilsvarende argumentasjon er gyldig for målselskapet. I usikre tider vil målselskapet oppleve en oppside da notering gjennom en SPAC vil resultere i raskere finansiering sammenlignet med en tradisjonell børsnotering (Ghang et al., 2021). I tillegg til dette er fusjon med en SPAC en måte å bli børsnotert for selskaper som ikke oppfyller kravene til å utføre en tradisjonell IPO.

I tillegg til dette vil målselskapet kunne dra fordel av god ekspertise og rådgivning for videre drift fra erfarne sponsorer i SPAC-selskapet (Ghang et al., 2021).

Videre har SPACs vært fordelaktig for målselskaper som ønsker tilgang til eksempelvis det amerikanske kapitalmarkedet, slik som Shanghai Century Acquisition Corporation. Selskapene må følge amerikanske regler etter noteringen, men fusjon med en SPAC skaper en mindre krevende vei inn til dette markedet.

På den andre siden eksisterer det også ulemper for målselskapet. Målselskapet kan ofte oppleve negativ avkastning etter fusjon grunnet utvanningen som kan oppstå. Dersom mange investorer velger å løse inn sine aksjer vil verdien som støtter opp under hver aksje reduseres. Dette vil følgelig lede til dårligere avkastning for målselskapet etter fusjon.

Gahng, Ritter og Zhang viser videre at SPACs er en dyrere noteringsmetode sammenlignet med tradisjonell børsnotering. De finner at den totale kostnaden mellom januar 2015 og februar 2020 for median selskapet som noteres gjennom en SPAC tilsvarer 15.1% av markedsverdien etter fusjon. For en tradisjonell børsnotering finner studien at denne prosentandelen tilsvarer 3.3% (Ghang et al., 2021).

3 Situasjonen i dag

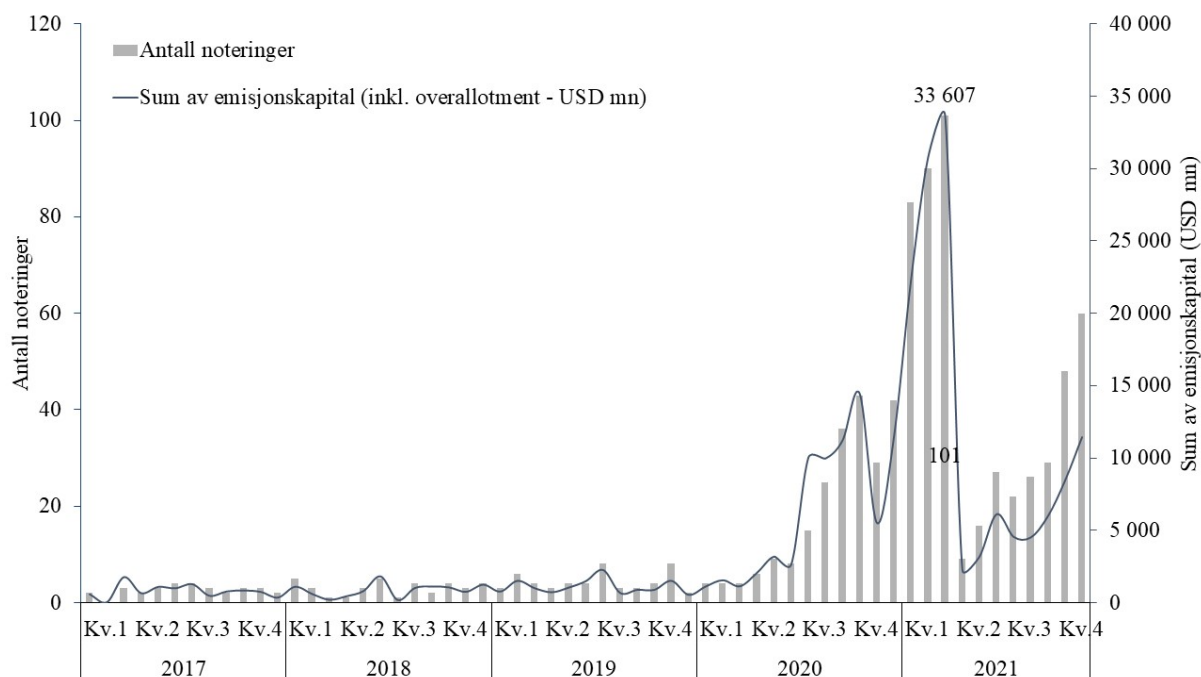
For å diskutere om det vil være hensiktsmessig å innføre SPACs i Norge vil det først være nødvendig å redgjøre for dagens situasjon. I evalueringen av hvorvidt det vil være lønnsomt og gjennomførbart å implementere noteringsmekanismen vil det være interessant å redgjøre for situasjonen i andre land som allerede praktiserer SPACs. Dette kapitlet vil først beskrive situasjonen i USA, deretter introduseres situasjonen i Europa og avslutningsvis skildres situasjonen i Norge. Alle seksjoner vil først gjengi en kort introduksjon som skaper en generell oversikt over situasjonen, samt beskrive relevante lovreguleringer. For å eksemplifisere situasjoner og reguleringer har vi vedlagt caser fra de ulike landene i Appendiks.

3.1 Situasjonen i USA

Dette delkapitlet vil beskrive situasjonen i USA. Først presenteres en oversikt over antall SPAC-noteringer og tilhørende volum de siste årene, og deretter beskrives relevante reguleringer.

3.1.1 Situasjonen overordnet i USA

Slik som det fremkommer under historien til SPACs så har noteringsmetoden eksistert over en lenger periode i USA, men en kan observere en økt trend med noteringsmetoden de siste årene. SPAC-volumet økte fra 13.1 milliarder dollar i 2019 til 80.4 milliarder dollar i 2020 (Heredia et al., 2021). Følgelig utgjorde SPACs mer enn 50% av alle børsnoteringer i USA i 2020 (Gordon, 2021). Samtidig beskriver Deloitte (Heredia et al., 2021) at USA overskred de imponerende tallene fra 2020 allerede mot slutten av mars i 2021.

Figur 3.1: Antall SPAC-noteringer og sum av emisjonskapital i USA

Antall noteringer og sum av emisjonskapital for amerikanske SPAC-selskap ved NYSE og Nasdaq mellom 1. januar 2017 og 30. november 2021.

Utviklingen er videre illustrert i figur 3.1. Figuren er basert på data fra Refinitiv, og viser antall utstedelser og summen av tilhørende emisjonskapital. Her kan en tydelig observere at antall utstedelser og samlet kapital økte i 2020. Samtidig observeres det at første kvartal i 2021 skiller seg ut. Over 86 milliarder ble totalt hentet gjennom de 274 noteringene i løpet av kvartalet.

Imidlertid observeres det en nedgang etter første kvartal i 2021. I det påfølgende kvartalet er antall utstedelser tilsvarende 52, og total inntekter tilsvarer kun litt over \$11 milliarder. Det observeres videre en spesielt stor nedgang mellom mars og april. Antall utstedelser i mars er lik 101, mens tallet reduseres til 9 stykker i april. Total emisjonskapital i mars er videre over \$33 milliarder, mens beløpet synker til litt over \$2 milliarder påfølgende måned.

Utviklingen vil videre diskuteres i analysedelen. For å oppnå mer forståelse av analysen og situasjonen i USA og vil lovverk videre beskrives.

3.1.2 Reguleringer i USA

For å få bedre innsikt i utfoldelsen og strukturen til SPACs i USA, og for å videre kunne sammenligne med situasjonen i Norge, er det nødvendig å forstå reguleringen ved noteringsmekanismen. I den forbindelse må funksjonen til SEC og Rule 419 utdypes ytterligere, og seksjonen vil videre beskrive de nevnte momentene.

Rule 419

Som nevnt tidligere ble Rule 419 utarbeidet etter en lengre periode med svindel gjennom SPACs. Den amerikanske kongressen innførte "Penny Stock Reform Act" fra 1990, som videre påla SEC å vedta regler slik at behandlingen av aksjeregistrering av SPACs kunne bli foretatt på en akseptabel måte. I 1992 vedtok SEC Rule 419 under verdipapirloven fra 1933 (Feldman, 2010). Reguleringen omfattet flere aspekt, og dette vil beskrives videre.

Først krevde den at all inntjening, foruten opp til 10% av utgifter og gebyrer, ble plassert på en sperret konto til fusjonen var utført. Videre satte reguleringen en tidsfrist for fusjoneringen med en ramme på 18 måneder. Dersom investorene ikke godtok den foreslåtte fusjonen ville "Rule 419" gi de rett til å få pengene tilbake, og dersom under 80% av aksjene ikke stemte for fusjonen kunne den ikke gjennomføres. Det er forøvrig ikke kun investorenes stemmer som avgjør hvorvidt fusjonen kan utføres i henhold til regelen. Verdien av målselskapet må være minst 80% av noteringsbeløpet. Dersom en SPAC har mer enn \$5 millioner i eiendeler før børsnoteringen, eller søker å skaffe minst \$5 millioner i en fast forpliktelse til børsnotering, er det relevant å påpeke at Rule 419 ikke lenger er en aktuell bestemmelse (Feldman, 2010).

Securities and Exchange Commission (SEC)

I USA står SEC for reguleringen av SPACs. SEC har eksistert siden 1934 og er et amerikansk føderalt tilsyn med ansvar for regulering av handel for verdipapir og finansielle instrumenter. Denne reguleringen foregår gjennom bestemmelser som "Securities Act of 1933", "Securities Exchange Act Rule 1934" og "Investment Company Act of 1940" (SEC, 2021a).

SEC ser svært nøye på registreringer og opplysninger fra SPACs og deres foreslåtte målselskap. I tråd med "Divisjon of Corporation Finance's" vanlige praksis gjennomgår

SEC søknadene, innhenter ytterligere informasjon og gir veiledning til investorer. På tross av at SPAC-strukturer ofte ser relativt like ut grunnet minimumskrav for børsnotering, er det likevel viktig å forstå hver enkel SPAC og tilhørende egenskaper. SEC oppfordrer følgelig investorer til å studere prospektet og rapporter som SEC får utlevert. Videre oppfordres det til gransking av SPAC-ledelsens forretningsbakgrunn, samt hvilke egenkapitalinteresser sponsorene innehar gjennom avtalen (Coates, 2021).

Den siste tiden har SEC stilt seg kritisk til regnskapsføring av warrants i SPACs. Det blir spekulert hvorvidt SEC utnytter argumentet til å forhindre bruken av noteringsmetoden. Kritikkk av SPACs er diskutert med utgangspunkt i at tradisjonell noteringsmetode krever større kontroll og gjennomgang (Aase og Fossan-Waage, 2021). SEC ønsket å endre regelverket og potensielt dagens SPAC-struktur. En rapport fra SEC i april 2021 antydte en ny metode for regnskapsføring av warrants, hvilket medførte at over 100 amerikanske SPACs måtte endre tidligere regnskap og skapte en pause i nye utstedelser (Coates og Munter, 2021).

Tradisjonell børsnotering

For å forstå dagens SPAC-situasjon i USA er det viktig å beskrive funksjonaliteten av tradisjonelle børsnoteringer. Amerikansk regulering kan anses mer gunstig når det kommer til SPACs sammenlignet med Europa. Noteringskrav for selskaper som planlegger en tradisjonell børsnotering er strengere i USA, følgelig skaper dette et ønske om å finne en enklere og raskere måte å børsnotere på. Da dette ikke nødvendigvis er tilsvarende i Europa kan en argumentere for at reguleringene er en forklaringsfaktor for flere SPACs i USA (Heredia et al., 2021).

3.2 Situasjonen i Europa

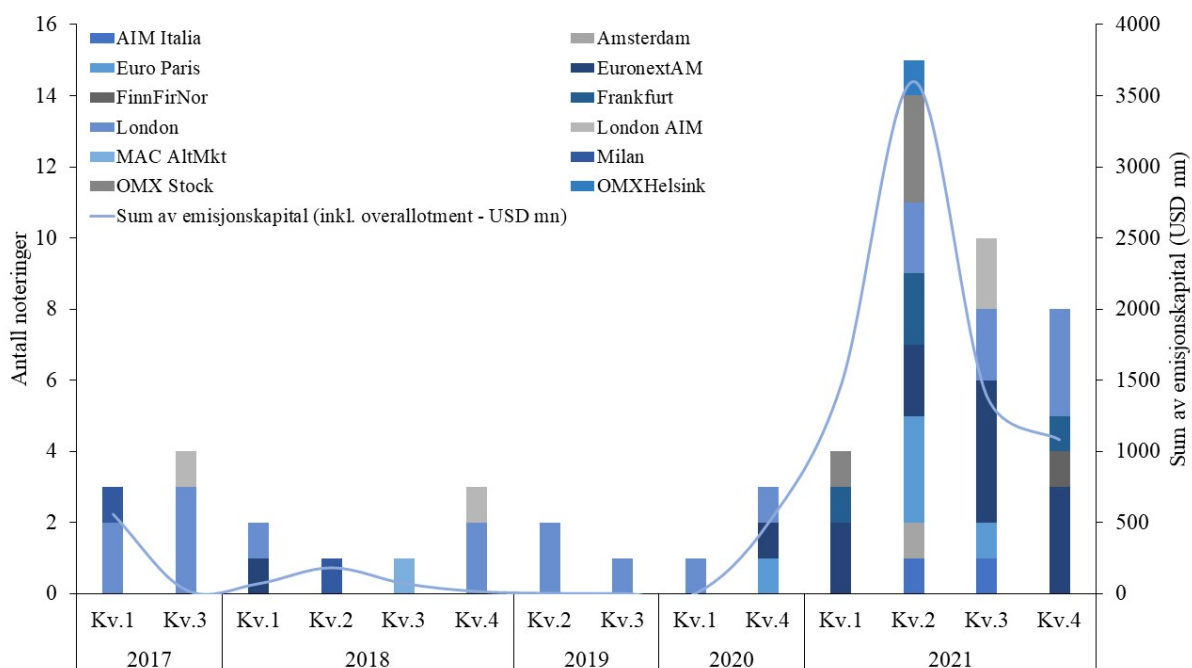
Etter å ha fått forståelse for utfoldelsen av SPACs i USA er det interessant å beskrive de samme momentene for Europa, slik at en videre kan bruke sammenligningen til å vurdere en potensiell innføring av SPACs i Norge. Dette delkapittelet vil først beskrive situasjonen overordnet i Europa, for å deretter beskrive retningslinjer som omfatter alle de europeiske børsene. I tillegg til dette reglement vil Euronext Amsterdam utdypes ytterligere grunnet handelsmarkedets sentrale rolle for SPACs i Europa. Videre vil seksjonen redgjøre for det

aktuelle reglementet for notering av SPACs på Nasdaq i Sverige, da dette vil bidra til å gi et representativt bilde av hvordan utfoldelsen kan se ut i Norge.

3.2.1 Situasjonen overordnet i Europa

Tidligere foretrakk de fleste europeiske sponsorer å notere sine SPACs i det amerikanske markedet, og amerikanske børser utgjorde hele 55.6% av SPAC-oppføringene fra europeiske sponsorer i 2020. I 2021 har imidlertid spesielt utviklede europeiske reguleringsregimer resultert i at stadig flere SPACs blir notert på europeiske børser. Følgelig ligger SPAC-noteringer på europeiske børser for 2021 betydelig foran nivået i 2020. Det var 26 SPAC-noteringer på europeiske børser frem til slutten av august 2021, og totalt har disse samlet inn \$6.58 milliarder dollar (White&CaseLLP, 2021).

Figur 3.2: Antall SPAC-noteringer og sum av emisjonskapital i Europa



Antall SPAC-noteringer ved ulike europeiske børser, samt tilhørende emisjonskapital. Emisjonskapital inkluderer "overallotment", og er oppgitt i USD mn.

Denne trenden kan også observeres i figur 3.2, som er utarbeidet med utgangspunkt i data fra Refinitiv. Slik som figuren illustrerer så observeres en økning fra 2020 til 2021 når det kommer til både antall noteringer og emisjonskapital. Her skiller andre kvartal seg betydelig ut med hele 15 utstedelser som hentet inn med nesten \$4 milliarder amerikanske dollar.

Nederland anses som det mest aktive SPAC-markedet basert på emisjonskapital. Amsterdam er ledende når det kommer til verdiskapning, hvor dette tilsvarer 47% av all emisjonskapital fra SPAC-noteringer i Europa (White&CaseLLP, 2021).

Videre kan en observere at fordelingen er jevn mellom de ulike landene. Det er imidlertid viktig å understreke at foruten den europeiske samlebetegnelse, så eksisterer det forskjeller mellom de ulike børsene. For å oppnå tilstrekkelig forståelse for potensiell praksis og regulering i Norge er det dermed relevant å beskrive de ulike reguleringene. Det vil derfor være interessant å oppnå mer forståelse av reguleringene på børser der Euronext er eier, som følge av likhetene med den norske børsen. Samtidig vil det være relevant å studere regulering og praksis i Sverige, som følge av at vi kan trekke paralleller fra vårt naboland. Vi vil følgelig beskrive overordnede regler for Europa, og deretter beskrive reguleringene tilknyttet Euronext og Nasdaq (White&CaseLLP, 2021).

3.2.2 Reguleringer i Europa

Uavhengig av børsierskapet har Den Europeiske Verdipapirtilsynsmyndighet (ESMA) utarbeidet retningslinjer når det kommer til prospektinnhold og beskyttelse av investorer. Her fremkommer det tydelig en bekymring tilknyttet investorers mulighet til å kunne ta tilstrekkelig informerte avgjørelser ved transaksjoner i ulike land. Av den grunn fremhever ESMA 12 punkter som medlemmene må ta stilling til under utarbeidelse av krav til informasjon i prospekt for en SPAC. Disse punktene vil videre beskrives kort⁴.

Første hensyn berører risikofaktorer, og tilsier at investorene må få tilstrekkelig informasjon om risiko tilknyttet investeringen. Neste punkt angår strategi og formål, og krever at prospektet skal inkludere informasjon om investeringsstrategi og detaljerte kriterier for utvelgelse av målselskap. Videre er escrow-kontoer og reinvestering av emisjonskapital neste punkt, og medfører at investorene får innblikk i finansieringsstrukturen. Deretter må relevant erfaring og informasjon angående hovedaktiviteter utdypes, og dette gjelder for ledelsen innenfor hovedvirksomheten til selskapet.

Videre må potensielle interessekonflikter beskrives, og dette momentet gjelder spesielt tilknyttet sponsorene. Punkt 6 omhandler aksjonærrettigheter, og presisering av detaljert informasjon om rettighetene til investorene både før og etter fusjonen. Deretter omfatter

⁴Seksjonen benytter kun (Aase og Fossan-Waage, 2021) som kilde.

neste punkt informasjon om større aksjonærer. Videre tilsier punkt 8 at informasjon om transaksjoner med nærstående må inkluderes. Punkt 9 omhandler at informasjon om sponsorenes egeninteresser i SPAC-selskapet og målselskapet må fremlegges.

Deretter inkluderes punktet om informasjon relatert til kapitalinnhentingene fra børsnoteringene. Videre omfatter punkt 11 at informasjon om sponsorene og deres nærståendes hensikter om å investere i SPACen, og i tillegg hvorvidt noen skal tegne seg for mer enn 5% av aksjene. Avslutningsvis omfatter siste punkt informasjon om prising av aksjen.

I tillegg til de 12 punktene spesifiserer ESMA også at prospektet burde inkludere informasjon om sponsorenes fremtidige andel i selskapet og deres rolle i selskapet etter utført fusjon, potensielle endringer i ledelsen etter utført fusjon og en plan dersom sponsorene ikke finner et egnet målselskap å fusjonere med.

Euronext

I denne seksjonen vil reguleringer for SPACs ved Euronext Amsterdam beskrives for å illustrere hvordan praksis og reglement kan tenkes å se ut i Norge. Først vil Euronext sine reguleringer forklares. Samtidig påpekes det at reglementet varierer noe mellom landegrensene. Derfor vil oppgaven deretter redgjøre mer detaljert for reglementet som er gjeldende for Euronext Amsterdam, grunnet at dette anses som Europas SPAC-hovedstad (Asgari og Morris, 2021).

Euronext er en børs med hovedbase i Nederland som jobber mot å samle lokale økonomier til globale kapitalmarkeder for å skape innovasjon og bærekraftig vekst. Euronext har også regulerte børser i Belgia, Frankrike, Irland, Italia, Nederland, Norge og Portugal. Børsene er koblet sammen gjennom en handelsplattform og en unik enkel ordrebok, slik at investorer kan dra fordel av å kunne handle på tvers av ulike jurisdiksjoner, samtidig som de får tilgang til et bredere utvalg av investeringer (Euronext, 2021a).

De delaktige markedene og virksomhetene blir regulert gjennom "Euronext College of Regulators". Euronext har identifisert områder av felles interesse og har besluttet en felles tilnærming for utøvelse og praksis av respektive nasjonale regler, forskrifter, krav til offentliggjøring av prospekt, løpende forpliktelser for børsnoterte selskaper og lignende. Representanter for hver nasjon møtes hyppig for å samsvare handlinger på områder av

felles interesse (Euronext, 2021a).

Reguleringer i Amsterdam

Videre vil vi skildre reguleringer tilknyttet Euronext Amsterdam, som følge av at dette foreløpig anses som hovedstaden for SPACs i Europa (Asgari og Morris, 2021). Euronext Amsterdam, i likhet med Euronext Paris, tar SPACs opp til handel på regulerte markeder, og følgelig ikke på den multilaterale handelsfasiliteten som Oslo Børs ASA har foreslått for Finanstilsynet. Dette medfører at selskapene påføres en rekke lovkrav tilknyttet til eksempelvis prospekt, strengere forpliktelser og tilstrekkelig informasjon til markedet (Haugan og Rostveit, 2021).

Nederlandsk lov omfatter ikke regler som gjelder spesifikt for SPACs, men SPAC-selskapene kan vurderes under lover for private ansvarlige selskap. Det skilles om hvorvidt en SPAC kan anses som et offentlig ansvarlig selskap (NV) eller et privat ansvarlig selskap (BV). Beskrevet overordnet så har et offentlig ansvarlig selskap aksjer tilgjengelig for kjøp på børs, mens dette ikke vil være tilfellet for et privat ansvarlig selskap (Bjorn, 2017). I tidligere SPAC-noteringer i Amsterdam fikk en aksjonær kun lov til å løse inn sine aksjer dersom aksjonæren stemte mot fusjonen, mens i nyere noteringer kan aksjonærer løse inn uavhengig om de stemmer for eller mot fusjon (Levitt et al., 2021).

For at en fusjon skal gjennomføres kreves ett av de to følgende alternativene: 1) Enten må over 70% av de avgitte stemmene være for fusjon, gitt at minst 33-50% av de utestående aksjene er representert i avstemming, 2) Dersom mer enn 50% av de utestående aksjene er representert ved avstemming, må minst 50% av deltakende aksjonærer stemme for selskapskombinasjonen. Slik som en også kan observere i USA så er 24 måneder en typisk tidsfrist for SPACs til å finne et målselskap. Det finnes også selskap som har forlengelse tilsvarende 30 måneder grunnet aksjonærgodkjenning. Når det gjelder sponsorenes fortjeneste finnes det ingen standardiserte kravsatte regler, men det er vanlig med en prosentvis andel på 10-20% (Levitt et al., 2021). I Europa kan en ellers observere en tilsvarende prosentandel, samt løsninger som bidrar til samsvarende insentiv for sponsor og investorer. I Tyskland og Frankrike kan sponsor oppnå en tredjedel av fortjenesten dersom de gjennomfører en fusjon. Videre oppnås en tredjedel av fortjenesten dersom det fusjonerte selskapets aksjekurs overstiger €12, og den siste tredjedelen oppnås dersom

aksjekursen overstiger €14 (Maudouit-Ridde, 2021).

I tillegg til dette har både Euronext Amsterdam og Euronext Paris utviklet et eget segment for kvalifiserte investorer ved markedet hvor SPAC-selskapene noteres (Haugan og Rostveit, 2021). *En kvalifisert investor* er en investor med tilstrekkelig kunnskap, erfaring og kapital. Investoren har derfor lov til å investere i private plasseringer grunnet deres høye nettoverdi (Nasdaq, 2018). Dette bidrar til å sikre at kun kvalifiserte investorer blir påført risiko som oppstår ved noteringsmetoden, samt at en sikrer at investoren er kapabel til å tilegne seg tilstrekkelig informasjon til å foreta investeringsvalget.

Nasdaq

Nasdaq er en ledende global tilbyder av handel, notering og informasjon vedrørende offentlige selskaper. Nasdaq er etablert ulike steder i verden, og ble deriblant etablert i Stockholm i 1863 (Nasdaq, 2021a).

I henhold til Nasdaq sine SPAC-regler for Norden, er SPACs som søker opptak på de nordiske markedene underlagt de samme kravene som andre selskaper. Samtidig må de være tilpasset de spesifikke egenskapene til en SPAC, i tillegg til å opprettholde en høy grad av investorbeskyttelse. Med dette følger det dermed noen spesifikke reguleringer i "Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares", bestemmelse 18.2. Videre vil det redgjøres for enkelte sentrale bestemmelser (Nasdaq, 2021b).

Minst 90% av bruttoinntektene fra det første offentlige tilbudet og annet salg av aksjepapirer, må settes inn på en sperret bankkonto i en uavhengig finansinstitusjon i henhold til regel 2.18.2. Videre er det en tidsfrist på maksimalt 36 måneder der sponsorer må fullføre en eller flere fusjoner. I henhold til 2.18.3 er det videre et krav om at disse fusjonene må ha markedsverdi på minst 80% av verdien til escrow-kontoen på avtaletidspunktet, ekskludert utsatte tegningsgebyrer og skatter (Nasdaq, 2021b).

Inntil sponsoren har oppfylt betingelsen i 2.18.3, må hver fusjon bli godkjent av et flertall av styremedlemmene. Det er krav om at disse styremedlemmene også er uavhengige av utstederen og ledelsen for utstederen. Dersom utsteder har oppfylt betingelsen i 2.18.3, må vedkommende også varsle Børsen snarest om fusjonen før publikum får informasjon. Det kreves videre at utsteder oppfyller opptakskravene, og dersom dette ikke er tilfellet så kan børsen avnotere aksjene. I henhold til 2.18.7 kan aksjonærene innløse sine aksjer i

kontanter tilsvarende deres forholdsmessige andel av det totale beløpet på innskuddskonto inntil utsteder har oppfylt betingelsen i 2.18.3. Utsteder har imidlertid mulighet til å etablere en grense om at summen av innløsningene må overstige mer enn 10% av den totale aksjekapitalen (Nasdaq, 2021b).

Tradisjonell børsnotering i Europa

Felles for Euronext og Nasdaq er argumentet om at tradisjonell børsnotering er enklere å gjennomføre sammenlignet med USA. I Europa er det mindre forskjell på reguleringer ved notering gjennom en SPAC-fusjon og en tradisjonell børsnotering, sammenlignet med en SPAC-fusjon og tradisjonell børsnotering USA (Heredia et al., 2021).

3.3 Sammenligning av reglementer for SPACs

Før situasjonen i Norge beskrives vil det være ryddig å gjengi en samlet oversikt som illustrerer forskjeller og likheter på reglementet for de beskrevne børsene.

Tabell 3.1: Sammenligning av reglementer og praksis for SPACs

	USA	Amsterdam (Euronext)	Stockholm (Nasdaq)
Innløsningsgrense	Ingen krav	NV=50% BV=100%	Minimum 10%
Sponsors fortjeneste	20%	Ingen krav	Ingen krav
Gebryrer	5.5%	3.25-5.5%	Ikke tilgjengelig
Målselskapets størrelse	80%	Ingen krav	80%
Tidsfrist	24 mnd	24 mnd evt. 30 mnd	36 mnd
Stemmerett på målselskap	Stemmerett	Ingen krav	Stemmerett

I tabell 3.1 kan en raskt observere likheter relatert til sponsors fortjeneste og delvis tidsfrist, men samtidig at det forekommer ulikheter slik som en eksempelvis kan observere under innløsningskurs.

3.4 Situasjonen i Norge

Det har foreløpig ikke blitt utført noen SPAC-noteringer i Norge. Det har blitt søkt om godkjenning av flere SPACs, men en avventer endelig avklaring fra Finanstilsynet og Oslo

Børs. I dette delkapittelet vil dagens situasjon i Norge beskrives ytterligere for å skape forståelse for hvorfor det enda ikke er utført notering av SPACs, samt hvordan situasjonen er i dag. Dette vil utdypes ved å først redgjøre for relevant lovverk som er nødvendig å beskrive for å forstå situasjonen. Deretter vil oppgaven redgjøre for kommunikasjonen mellom Finanstilsynet og Oslo Børs vedrørende noteringsmetoden, samt beskrive relevante reguleringer ytterligere. Videre vil noteringsbølgen på Euronext Growth utdypes, da denne reiser spørsmål til hvorvidt det er behov for å innføre SPACs i Norge.

3.4.1 Reguleringer i Norge

Alternative Investeringsfond

Finanstilsynet uttrykker bekymring om investorenes mulighet til å forstå og innhente informasjon tilknyttet SPACs på en tilstrekkelig måte. De åpner videre for diskusjon rundt hvorvidt SPACs kan anses som et *Alternativt Investeringsfond* (AIF) under norsk rett, og dermed hvorvidt det kan forvaltes i samsvar med bestemmelsene i den aktuelle loven (Haugan og Rostveit, 2021). For å kunne forstå kommunikasjonen mellom Finanstilsynet og Oslo Børs ASA vil det først være hensiktsmessig å redgjøre for betydningen og vurderingen av et AIF. I det følgende vil loven utdypes ytterligere, før diskusjonen vil beskrives i lys av SPACs.

AIF defineres i henhold til AIF-loven § 1-2 bokstav a) som en innretning for kollektiv investering som ikke er et verdipapirfond. Hvorvidt en innretning kan bli ansett som et AIF etter definisjonen vil være avgjørende for om den kan tilhøre bestemmelser i EØS som regulerer forvaltning av AIF. Dersom reglene for AIF brytes kan dette medføre vedtak om stans av kapitalinnhentning eller av den totale virksomheten. Videre kan det påføres overtredelsesgebyr på inntil 42 millioner eller inntil 10% av årsomsetninger som tilfaller siste årsregnskap (Heistad. et al., 2021).

AIF skal fremme investorbeskyttelse i møtet med avanserte fondsstrukturer (Aase og Fossan-Waage, 2021). Følgelig kreves det at det oppnevnes en forvalter som må være enten registrert eller ha konsesjon. Sistenevnte tilsier at vedkommende har rett til å markedsføre andeler i EØS-land. Videre, dersom SPACen kan belånes og oppnår en størrelse på minimum €100 millioner kreves konsesjon, samt at må det i tillegg må oppnevnes depotmottaker (Heistad. et al., 2021). Hensikten med depotmottaker er

ivaretagelse og beskyttelse av andeleierne ved at verdipapirfondets midler er adskilt fra forvaltningsselskapet. Disse kravene er imidlertid avvikende fra børsnoterte selskap med kommersiell virksomhet som følge av at det ikke eksisterer tilsvarende krav for sistnevnte (Finanstilsynet, 2021).

Vurderingen må forøvrig foretas for hvert enkelt individuelle tilfelle. Definisjonen av AIF blir ansett som komplisert å forholde seg til. ESMA har fastsatt retningslinjer i ESMA/2013/611 “Key Concepts of the AIFMD“. Hvert tilfelle må vurderes individuelt. For en SPAC er det relevant å foreta vurderingen ved å studere organisering av struktur under etablering fremfor organisering av struktur etter fusjonering. Med utgangspunkt i dette er spørsmålet hvorvidt en SPAC kan anses som en innretning for kollektiv investering (Heistad. et al., 2021).

En innretning for kollektiv investering har tre egenskaper i følge ESMA sine bestemmelser. Det første punktet omhandler at investeringen har en investeringsstrategi, men ikke et generelt industrielt eller kommersielt formål. Neste punkt tilsier at selskapet innhenter kapital fra et antall investorer. Avslutningsvis krever siste egenskap at investorene ikke har kontroll eller styringsrett (Heistad. et al., 2021).

Det er diskusjoner rundt enkelte av disse krevsatte egenskapene. SPACs har egenskaper som inkluderer innhenting av kapital fra en rekke investorer. Videre, som følge av at SPACs ikke har noe virksomhet, forstår ESMA dette som at en SPAC ikke har industrielt eller kommersielt formål. Samtidig må det foretas en vurdering i forhold til benevningen investeringsstrategi, og en må kartlegge hvorvidt det å utføre en transaksjon kan anses som en form for investeringsstrategi. I denne vurderingen vil det være nødvendig å vurdere ethvert enkelt tilfelle i forhold til rammene for transaksjonen (Heistad. et al., 2021).

Avslutningsvis kan en vurdere hvorvidt SPACs kan falle under en unntaksbetegnelse, grunnet at AIF inkluderer unntaksbestemmelse for holdingselskaper (Heistad. et al., 2021).

Verdipapirhandelen

Verdipapirhandelen har blant annet som hensikt å tilrettelegge for effektiv og sikker handel av finansielle instrumenter og å sikre tilstrekkelig investorbeskyttelse, jf. § 1-1. Dersom Oslo Børs vurderer at et opptak anses som risikabelt for investorinteresse og tilliten til markedet så kan de nekte opptak i henhold til regelbok II for Euronext Growth

Oslo punkt 2.1.2.1.

Videre er Del 3 i Verdipapirhandelloven relevant å utdype ytterligere da denne omhandler regler om verdipapirforetak. Virksomheten til verdipapirforetak og drift av en såkalt multilateral handelsfasilitet vil omtales videre i seksjonen. Verdipapirhandelloven § 9-26 (1) nr. 2 krever at operatøren av en multilateral handelsfasilitet må sikre tilstrekkelig offentlig informasjon slik at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning.

Disse lovene vil være relevante å ta med seg videre inn i neste seksjon som vil redgjøre for kommunikasjonen mellom Finanstilsynet og Oslo Børs.

3.4.2 Finanstilsynet og Oslo Børs

Diskusjonen rundt hvorvidt en SPAC kan anses om et AIF er avgjørende for utfoldelsen av SPACs i praksis. I et brev 3. juni 2021 fra Finanstilsynet til Oslo Børs ble det trukket frem argumenter mot notering av SPACs i Norge, og disse var hovedsakelig bygget på manglende investorvern. I tillegg til dette nevnes argumentet at AIF kan sette begrensninger for SPACs. Videre vil kommunikasjonen mellom Oslo Børs og Finanstilsynet gjennom mailkorrespondanse og møter skildres ytterligere.

E-post til Finanstilsynet 08. mars 2021

Fredag 5. mars 2021 hadde Finanstilsynet og Oslo Børs et møte vedrørende muligheten for opptak for handel av SPACer på Euronext Growth Oslo. Det ble kommunisert at opptak av SPACs kan utføres på en tilfredsstillende måte gjennom regelverket som allerede eksisterer på Euronext Growth (Høiby Ausland, 2021).

I etterkant av møtet, den 08.03.2021, ble det sendt en e-post fra Oslo Børs til Finanstilsynet der de formidler deres syn i forhold til opptak til handel av SPACs. Her fremgår det at SPACs må forholde seg til opptaksregler på Euronext på tilsvarende måte som andre selskaper. Dette innebærer at selskapene må oppfylle krav i forhold til likviditet, ledelse, regnskap, informasjonsdokument, tilstrekkelig informasjon, spredning, fri omsettelighet og stemmerett, og lignende. I tillegg til dette forventes det at SPAC-selskapene forholder seg til løpende forpliktelser slik som andre selskaper. Dette innebærer at en SPAC må oppfylle tydelige krav i forhold til likebehandling, forretningsskikk, selskapshendelser, finansiell rapportering og offentliggjøring av innsideinformasjon. Imidlertid ble det understreket at

enhver SPAC må undersøkes individuelt. Basert på denne vurderingen mener Oslo Børs at nåværende regelverk tilrettelegger for opptak av SPACs på Euronext Growth, samt at det sikrer tilstrekkelig investorbeskyttelse (Høiby Ausland, 2021).

E-post til Oslo Børs 15. mars 2021

Deretter fant et nytt møte sted, 12.03.21, før Finanstilsynet besvarte e-posten fra Oslo Børs den 15.03.21. Her påpekte Finanstilsynet at det er to forhold de må undersøke mer grundig når det kommer til opptak av handel av SPACs på Euronext Growth. Det første er forholdet til verdipapirhandelloven. Finanstilsynet understrekte at selskapene må bli handlet på en rettferdig måte med nok informasjon tilgjengelig, slik at investorene kan foreta solide investeringsbeslutninger. Det andre omhandler forholdet til AIF-loven. Finanstilsynet ønsker nærmere vurdering av hvorvidt selskapene anses som et AIF, samt bruk av unntaket for holdingselskap. Avslutningsvis påpekte Finanstilsynet at Oslo Børs ikke skal ta opp SPACs til handel mens vurderingene av de to momentene pågår (Haugan og Rostveit, 2021).

Deretter sendte Oslo Børs mail til Finanstilsynet den 07.04.21 og forespurte når de eventuelt kan forvente å høre mer om Finanstilsynets vurderinger (Høiby Ausland, 2021).

Finanstilsynets vurdering 3. juni 2021

Finanstilsynet foretok konkrete vurderinger av SPACs i forhold til AIF-loven og formidlet dette i en ny mail 3.juni 2021. I mailen fremkommer det at Finanstilsynet stiller seg skeptiske til hvorvidt investorvernet blir hensyntatt tilstrekkelig ved opptak av SPAC til handel på Euronext Growth, og trekker frem forhold som Oslo Børs ASA må ta stilling til for en potensiell opptaksbeslutning (Haugan og Rostveit, 2021).

Finanstilsynet påpekte at det ikke foreligger en tydelig definisjon av hva en SPAC er, og skrev at avtaleverket, betingelsene tilknyttet selskapet og de ulike interessentene anses som komplekse. Finanstilsynet erkjente videre at SPACs innehar egenskaper som i utgangspunktet vil oppfylle AIF-lovens kriterier, slik som beskrevet tidligere. Videre understrekte Finanstilsynet at SPACs ligner aktive eierfond i forhold til investeringsstrategien. Dette argumentet støttes også av at investeringer i SPACs ofte baseres på bestemte forventninger om sponsorenes verdiskapning (Haugan og Rostveit,

2021).

I tillegg til dette skrev Finanstilsynet at det for øyeblikket ikke foreligger nok argumenter til at en SPAC vil falle utenfor AIF-lovens virkeområde, med utgangspunkt i den fremtidige virksomheten til selskapet. Vurderingen må forøvrig baseres på strukturen ved opprettelsen av en SPAC (Haugan og Rostveit, 2021).

Det ble imidlertid påpekt at det i henhold til AIF-loven § 1-2 bokstav a, må foretas en helhetlig vurdering av hver individuelle innretning for å avgjøre hvorvidt den faller under bestemmelsen. Finanstilsynet oppfordret videre Oslo Børs ASA til å vurdere hvorvidt ethvert selskap er egnet til handel på en handelsplass i forhold til vurderinger mot virkeområdet til AIF-loven. Det ble også påpekt at markedsføringen av et AIF kan bli enklere dersom den begrenses til profesjonelle investorer, slik at en sikrer forvaltning gjennom en registrert AIF-forvalter og korrekt markedsføring. Finanstilsynet etterspurte dermed korrekt tilpasning til sentrale konsesjonsregler (Haugan og Rostveit, 2021).

Videre i brevet åpnet Finanstilsynet opp for diskusjonen rundt verdipapirhandelen. Finanstilsynet stilte spørsmål om en SPACs struktur i forhold til mangel på kommersiell virksomhet og historikk, som følge av at beslutninger følgelig vil basere seg på antakelser. De stilte seg videre kritiske til at SPACs kan anses som et investeringsobjekt med tilstrekkelig investorbeskyttelse for investorer som ikke anses som profesjonelle. Det ble påpekt at Euronext Paris og Euronext Amsterdam har funnet en løsning i forhold til investorbeskyttelse (Haugan og Rostveit, 2021).

Et tilsvarende problem gjelder for den foreslåtte handelsfasiliteten. Oslo Børs foreslo som nevnt at SPACs blir tatt opp på den multilaterale handelsfasiliteten (MHF) Euronext Growth. Dette reagerte Finanstilsynet på grunnet at fasiliteten ikke er tilstrekkelig regulert, mens et regulert marked ville resultert i diverse lovkrav som sikrer ytterligere informasjon til markedet. Finanstilsynet påpekte videre at både Euronext Paris og Amsterdam tar opp SPACs på de regulerte markedene. Det samme gjelder for en svensk SPAC som ble notert på hovedmarkedet istedenfor den multilaterale handelsfasiliteten First North (Haugan og Rostveit, 2021).

Finanstilsynet konkluderte følgelig med at det er behov for at Oslo Børs foretar tilpasninger dersom det skal utføres opptak av SPACs. Denne konklusjonen baseres på et behov om

tilstrekkelig informasjon før fusjonen finner sted, samt situasjoner som kan oppstå underveis og etter fusjonen har funnet sted. Avslutningsvis i brevet påminnet Finanstilsynet Oslo Børs om verdipapirhandelloven § 9-26 (1) nr. 2, som oppgaven tidligere har beskrevet. Basert på denne konklusjonen antok Finanstilsynet at Oslo Børs vil foreta en ny vurdering av potensielle endringer og planer for å kunne notere SPACs (Haugan og Rostveit, 2021). Finanstilsynet kan videre ikke se at unntaket for holdingselskap i AIF-forskriften § 1-2 kommer til anvendelse grunnet at en SPAC ved oppstart ikke innehar eiendeler i ett eller flere selskaper (Haugan og Rostveit, 2021).

3.4.3 Noteringsbølgen på Euronext Growth

Denne seksjonen vil kort beskrive noteringsbølgen på Euronext Growth den siste tiden. Beskrivelsen vil senere brukes som utgangspunkt i vurderingen av hvorvidt vi har behov for SPACs i Norge. Euronext Growth vil først introduseres kort, før aktiviteten vil bli beskrevet. Deretter vil seksjonen introdusere argumenter som taler for at aktiviteten kan avta og ikke kun er positiv. Momentene som trekkes frem er basert på E24 og Nettavisen sine intervjuer med investeringsdirektør i Nordea, Robert Næss.

Euronext Growth er et lettere regulert marked, og en multilateral handelsfasilitet som ble åpnet i januar i 2016. Tidligere var børsen navngitt Merkur Market, men endret navn etter at Oslo Børs begynte å bruke Optiq som plattform i november 2020 (Strøm, 2020). På Euronext Growth kan verdipapir bli handlet gjennom børsens handelssystem og markedsovervåkning (Pareto, 2021).

2020 var et rekordår for Euronext Growth Oslo med hele 49 nye noteringer (Abrahamsen og Svee, 2021). Ved inngangen av 2020 hadde Euronext Growth rundt 10 400 investorer. Mot slutten av året observerte man en vekst på hele 475% , og endte følgelig med hele 60 000 privatinvestorer (Euronext, 2021b).

Noteringsprosessen på Euronext Growth anses raskere og mer fleksibel sammenlignet med de regulerte markedene ved Oslo Børs (Abrahamsen og Svee, 2021). Eksempelvis er dokumentkrav mindre omfattende enn prospektkravene på Oslo Børs. I tider hvor markedet er volatilt, som eksempelvis situasjonen de siste årene, vil en rask noteringsprosess være fordelaktig for å sikre reduserte kostnader og risiko tilknyttet til transaksjonen (Wiersholm, 2021).

Som følge av at noteringskravene ved Euronext Growth ikke er like strenge som på Oslo Børs, medfører dette at spesielt mange vekstselskaper noteres på Growth. Vekstaksjer tilsvare aksjer som prises høyt i forhold til selskapets inntjening som følge av at investorene forventer fremtidig vekst (Ingwersen, 2021). Det antas at slike selskaper med tilhørende aksjer vil være fordelaktige i perioder med lave renter, grunnet at en verdsetter selskaper som skal tjene penger i fremtiden nesten likt som om selskapet tjener disse pengene i dag (Ingwersen, 2021). En kan derfor argumentere for at dette kan forklare den høye aktiviteten på Euronext Growth i Norge den siste tiden (Revfem, 2021).

I følge investeringsdirektør Robert Næss i Nordea har prisingen på slike selskaper vært høy grunnet høye forventninger, og som følge av at det er mange dyre selskaper er det ekstra viktig å være klar hvilke investeringsbeslutninger en tar (Revfem, 2021). Dette forsterkes ved at det foreligger en risiko tilknyttet slike selskaper, da verdsettelsen av selskapet hovedsakelig baseres på optimistisk vekst (Nilsen, 2021). Næss selv mener at denne utviklingen med vekstselskapene imidlertid kun skyldes tilfeldige svinginger fremfor rentejusteringer (Revfem, 2021).

4 Tidligere Forskning

Det følgende kapittelet beskriver relevant forskning og litteratur om SPACs som har inspirert valg og utforming relatert til oppgavens analyse. Først vil seksjonen skildre tre studier som observerer avkastning ulike interessenter oppnår gjennom SPACs, og deretter redgjøre for hvordan to av studiene finner en positiv utvikling i SPAC-selskapers struktur.

4.1 Avkastning

Klausner, Ohlrogge og Ruan utførte en studie der de observerte 47 SPACs som fusjonerte mellom januar 2019 og juni 2020, og studerte avkastning for 3, 6 og 12 måneder. Studien finner at et 3 måneders perspektiv ga avkastning for investorene på gjennomsnittlig -2.9% sammenlignet med en IPO indeks. Studien viser at median avkastning var vesentlig dårligere med et tap på -14.5%, og dette impliserer dermed en høyreskjev fordeling. Klausner et al. illustrerer også at avkastningen ble dårligere over en lenger tidsperiode. Etter å ha observert årlig avkastning finner studien at selv de beste årene underrepresenterer med 10% bare i løpet av det første året etter fusjon.

Studien finner videre at svak avkastning for investorer skyldes valg som foretas av sponsorene. De finner at sponsorene oppnår høy avkastning selv om de velger å fusjonere med et målselskap som skaper dårlig avkastning for aksjonærene. Avkastningen måles ved å dele summen av sponsorenes aksjer i en SPAC etter fusjon på sponsorenes totale investering i SPAC-selskapet. Med utgangspunkt i dette finner Klausner et al. at den gjennomsnittlige sponsoren oppnådde en 3 måneders avkastning på 400%, samt at resultatet ser tilsvarende ut for et 6 måneders perspektiv. Den ettårige avkastningen hadde snitt på 187%, med median på 32% (Klausner et al., 2021).

En studie som støtter funn av høy avkastning for sponsorer og lavere for investorer, er utført av Michael Cembalest i J.P Morgan (Cembalest, 2021). Her analyseres avkastning for 85 fullførte SPAC-fusjoner og 5 likvideringer etter januar 2019. Studien grupperer interessenter inn i seks ulike kategorier basert på rolle og investeringsscenario. Videre måler den enhver interessent sin kumulative avkastning, samt meravkastning mot en tradisjonell IPO-indeks og aksjeindeksen Russell 2000 Growth. For investorene som holdt sine investeringer gjennom fusjon fant studien at median meravkastning mot Russell 2000

Growth var -21%, mot en gjennomsnittlig meravkastning på positive 27%. Aksjonærer som solgte eller innløste sine posisjoner i aksjer like etter annonsert fusjon oppnådde en gjennomsnittlig avkastning på 40%, med median på 14%. Studien finner også positiv avkastning for PIPE-investorer, sett bort fra meravkastning målt mot Russell 2000 Growth. På tross av god avkastning for de fleste interessenter mener Cembalest at strukturen må justeres slik at avkastningen likevel blir mer gunstig for investorene som holder gjennom fusjon (Cembalest, 2021).

En annen studie som undersøker avkastning for SPACs ble gjort av Ghang, Ritter og Zhang. De skiller mellom avkastning før og etter fusjon, og ser på SPACs i USA i perioden januar 2010 til desember 2020. De observerer 151 SPACs før fusjon, og studerer videre 114 selskap etter fusjon. I perioden mellom børsnotering og fusjon finner de en annualisert avkastning på 12.0%. De fant også at større SPACs ga litt høyere avkastning. I tillegg til dette finner Ghang et al. en positiv utvikling i SPAC-strukturen. For å forstå dette bedre vil det først være hensiktsmessig å skildre Klausner et al. sine funn i forhold til utvanning og ugunstig struktur (Ghang et al., 2021).

4.2 Utvanning

De beskrevne studiene finner at avkastningen for SPAC-investorer er svak, og en av studiene går dypere inn på å tallfeste årsaken. Ved å studere avkastningen mestrer Klausner et al. å måle utvanningen av aksjer som SPAC-strukturen skaper, samt å observere hvilke interessenter som bærer kostnaden av utvanningen. Studien finner at aksjonærene som ikke innløser aksjer påføres store tap etter fusjon, samt en korrelasjon mellom størrelse på utvanning og størrelsen av verdireduksjonen i aksjene. Tidligere forskning fanget ikke opp hvor ugunstig SPAC-strukturen kunne være for investorer som holder gjennom fusjonen, samt hvor store kostnader som var gjemt i strukturen. Dette oppnådde imidlertid studien til Klausner et al. ettersom de viser at median kostnad av utvanning i SPACs tilsvarte 50.4% av total emisjonskapital. De finner at medianverdien per aksje utestående etter fusjon tilsvarte kun \$6.67, på tross av at hver aksje verdsettes til \$10 før fusjon. Videre finner studien at aksjene i snitt faller med 1/3 av verdien innen ett år etter fusjon, hvor fallet skyldes utvanningen av aksjer. Klausner et al. påpeker tre faktorer som skaper denne utvanningen; sponsorenes fortjeneste, gebyrer og warrants (Klausner et al., 2021).

Klausner et al. måler utvanningen både som en prosent av kontanter før fusjon og av egenkapital etter fusjon. Kontanter blir deretter målt gjennom kapital fra SPAC IPO og PIPE, og deretter fratrukket innløsninger. Egenkapital etter fusjon blir målt som summen av utestående aksjer etter innløsning og aksjer utestedt til målselskapets aksjonærer i fusjonen. Studien måler dette for alle tre faktorene, og de vil videre beskrives separat (Klausner et al., 2021).

Først illustrerer studien utvanning som en konsekvens av sponsorenes fortjeneste, og finner at fortjeneste etter fratrukk tilsvarende 31.3% av egenkapitalen til SPACen før fusjon. De finner videre at i over en fjerdedel av alle de observerte SPAC-selskapene får sponsorene tildelt flere gratis aksjer som fortjeneste, enn antall aksjer som utstedes til investorene (Klausner et al., 2021).

Når det kommer til transaksjonsgebyr regner Klausner et al. dette om til effektivt gebyr, som en prosentandel av kapital fra aksjer som ikke løses inn i forkant av fusjon. Studien finner at median gebyr utgjør 16.3% av kapital som står igjen på escrow-kontoen etter at aksjonærer har løst inn sine aksjer. I forhold til målselskapet utgjør mediangebyret 7.2% av kontantene dette selskapet mottar i fusjonen. Basert på disse funnene konkluderer Klausner et al. med at de effektive gebyrene i SPAC-transaksjoner er høyere sammenlignet med tradisjonelle børsnoteringer (Klausner et al., 2021).

Avslutningsvis ser studien på warrants. Klausner et al. finner at innløsende aksjonærer oppnår en annualisert avkastning på 11.6% og at denne skyldes warrants. På denne måten vil innløsendes aksjonærers avkastning gå på bekostning av ikke-innløsende aksjonærer. Klausner et al. finner den prosentvise kostnaden av mengde kontanter på tilsvarende måte som beskrevet tidligere, og tallfester at mediankostnaden for warrants tilsvarende 16.6%. De understreker videre at utøvelsen av enhver warrant vil resultere i utvanning, uavhengig av størrelse. Størrelsen vil imidlertid påvirke hvor stor utvanningen er. Samtidig vil utvanningen også være avhengig av innløsningen. Studien påpeker at utøvelsen av hel warrant uten innløsning og en halv warrant med 50% innløsning vil resultere i samme kostnad (Klausner et al., 2021).

Studien påpeker også at dersom SPAC-fusjoner skaper nok overskudd til å overgå utvanningen så vil det ikke gå på bekostning av investorene. Klausner et al. formidler at de tror investorene ikke vil fortsette å tape på denne måten etter at informasjonen

er kjent, samt at SPAC-selskapenes struktur vil forbedres ved å ta ytterligere hensyn til investorvernet (Klausner et al., 2021).

4.3 Positiv utvikling

Ghang et al. viser videre at antakelsen til Klausner et al. blir det reelle tilfellet. Studien illustrerer at SPACs har utviklet seg mot en mer fordelaktig struktur for investorene, med hensyn på warrantstørrelse og sponsorfordeler. De viser en nedadgående trend i størrelsen på warrants, og at dette resulterer i mindre utvanning for det fusjonerte selskapets investorer. Studien viser også en positiv utvikling i forhold til krav stilt til sponsorenes aksjer. Studien finner at flere SPACs er strukturert slik at sponsorene mister fortjeneste dersom aksjekursen etter fusjon ikke holder seg over en spesifisert pris i en periode. På denne måten oppnår SPACen en relativt forbedret avkastning for investorer etter fusjon (Ghang et al., 2021).

En positiv utvikling blir også funnet i studien til J.P Morgan (Cembalest, 2021). Studien ser også på den gjennomsnittlige prosentvise andelen av aksjonærer som stemte for å innløse sine aksjer etter fusjon. De finner at denne andelen i en har blitt redusert i løpet av de siste 3 årene. I 2019 stemte rundt 60% for å innløse aksjer, i 2020 tilsvarte andelen litt over 30% og i 2021 ligger tallet på rundt 20% (Cembalest, 2021).

Basert på disse funnene fremkommer det at avkastningen til SPACs er lav for investorer som ikke innløser sine aksjer. Alle de beskrevne studiene finner høyere avkastning for sponsorer og innløsende aksjonærer, men understreker at dette går på bekostning av resterende aksjonærer. Både Cembalest og Klausner et al. konkluderer med at SPAC-strukturen må endres, og understreker at de tror dette vil skje i fremtiden. Studien til Ghang et al. viser nettopp en endring i struktur ved å finne en positiv utvikling når det kommer til sponsorfordeler og størrelse på warrants. I tillegg til dette viser Cembalest en reduksjon i antall innløsende aksjonærer. Følgelig vil det videre være behov for å kartlegge hvordan denne utviklingen er på vei i dag, samt resultatene av denne utviklingen. Dette var formålet til første del av analyse i denne oppgaven. Med utgangspunkt i en slik analyse ville det være mulig å diskutere hvorvidt strukturen hadde utviklet seg mot å bli mer gunstig, slik at det kan være fordelaktig å implementere noteringsmekanismen i Norge.

I midten av november 2021 publiserte imidlertid Klausner et al. en revidert utgave av sitt

arbeid, der de inkluderer en analyse rundt diskusjonen om hvorvidt strukturen til SPACs har blitt mer fordelaktig. Her observerte de en rekke momenter som vår oppgave ved dette tidspunktet også skulle studere. Som en konsekvens av dette så ønsket vi å justere vår analyse til å fylle tomrommene i denne nye studien, samt å tillegge ekstra informasjon som var relevant for avgjørelsen i Norge. I det følgende vil den reviderte studien beskrives, før det deretter redgjøres for behovet for ytterligere analyse (Klausner et al., 2021).

4.4 Dagens struktur

Etter publiseringen av Klausner et al. sin første utgave i 2020 begynte en SPAC-boble å utvikle seg⁵. Det ble observert hyppige noteringer og fusjoner. Klausner et al. beskriver at det utviklet seg en SPAC-boble fra Q4 2020 til Q1 2021. Kommentatorer påpeker videre forskjeller mellom Klausner et al. sitt utvalg mellom 2019-2020 og SPACene som har fusjonert etter 2020, spesielt når det kommer til struktur. Dette medførte at Klausner et al. reviderte sitt arbeid, publisert 16. november 2021. I den oppdaterte studien finner de at strukturen var mer fordelaktig for ikke-innløsende investorer under SPAC-boblen i 2021, men at endringen gikk tilbake til utgangspunktet innen november 2021. Disse funnene vil heretter utdypes videre.

Under SPAC-boblen finner Klausner et al. at det var lavere antall innløsninger, mindre andel av warrants, større PIPE investeringer og høyere kvalitet på sponsorer.

Først finner de at gjennomsnittlig og median aksjepris dagen etter annonsering tilsvarte henholdsvis \$15.77 and \$14.76 under boblen, mens prisen lå på \$10 før og etter boblen. Dette kan videre ha påvirket andel innløsninger. Fra Q4 2020 til Q1 2021 var gjennomsnittlig og median innløsning henholdsvis 22% og 0%. Før boblen var tallene henholdsvis 58% og 73%. Den reduserte innløsningen resulterte i mindre utvanning, og følgelig høyere andel netto kontanter per levert aksje etter fusjon. Basert på deres tidligere forskning impliserer dette at ikke-innløsende aksjonærene får høyere avkastning dersom alle andre faktorer er konstante. Samtidig påpeker Klausner et al. at de lave innløsningene kan være et resultat av høye aksjekurser før fusjon, under SPAC-boblen. Dersom en aksjekurs før fusjon er høyere enn innløsningskursen vil aksjonærer som velger å gå ut av sin aksjeposisjon gjøre det gjennom et salg istedenfor å innløse. Den lave andelen med

⁵Seksjon for “Dagens struktur“ og “Behov for videre forskning“ baseres på (Klausner et al., 2021)

innløsninger var kun tilstede under boblen. Mellom 1. juli 2021 og 1. november 2021 var gjennomsnittlig og median SPAC-innløsning henholdsvis 57% og 68%.

Klausner et al. finner videre at størrelsen på warrants også var redusert under boblen. Fra perioden januar 2019 til juni 2020 var gjennomsnittlig størrelse på warrant tilsvarende 0.5 per enhet. Under boblen i Q4 2020 og Q1 2021 var tallet nede på 0.33. Studien foreslår at dette kan forklares med at investorene forventet at hver warrant skulle være verdt mer i perioden, og var derfor villige til å akseptere en mindre størrelse. For fra juli 2021 til september 2021 var gjennomsnittsstørrelsen igjen tilbake til 0.5 warrants per enhet. En kan imidlertid kritisere forskningen for at dette er en noe kort periode med få observasjoner å trekke endelige konklusjoner.

Videre finner Klausner et al. at bruk og størrelsen av PIPE-investorer øker i Q1 2020 til Q4 2021. I studiens første periode, januar 2019 til juni 2020, utgjorde gjennomsnittlig PIPE 30% av kapitalen som ble hentet i børsnoteringen. Under boblen tilsvarte andelen hele 85%. Studien påpeker videre at en større andel PIPE-investering kan gi høyere avkastning for aksjonærene, da dette kan øke netto kontanter per aksje før fusjon. Igjen finner Klausner et al. at andelen reduseres i nyere tid, da alle SPAC-fusjoner i september 2021 i snitt hadde en andel på 51% .

Avslutningsvis påpeker Klausner et al. at det er flere høykvalifiserte sponsorer nå sammenlignet med under deres første studie. Imidlertid understreker de tidligere funn om at høykvalifiserte sponsorer ikke nødvendigvis resulterer i god nok avkastning for investorer, men bedre avkastning sammenlignet med "ikke kvalifiserte sponsorer". Følgelig mener de at dette ikke kan brukes som et argument for at SPAC-strukturen har utviklet seg positivt det siste året.

Basert på disse nye funnene konkluderer Klausner et al. med at strukturen til SPACs fortsatt ikke er fordelaktig for investorer. Imidlertid påpeker de at de ser potensiale for å oppnå en god struktur. Momenter de trekker frem er eksempelvis at SPACs ikke burde tilby warrants eller rettigheter. Investorene burde heller stole tilstrekkelig på sponsorene, slik at disse fordelene ikke skal være nødvendige. Derfor må også kompensasjonen og fortjenesten til sponsor reduseres og justeres for andel innløsninger. På denne måten vil insentivene til sponsor og investor samsvare. Videre må gebyrer betales på grunnlag av ikke-innløsende aksjer.

4.5 Behov for videre forskning

Avslutningsvis er det viktig å påpeke at Klausner et al. kun fokuserer på SPACs i USA, samt at observasjonene etter boblen omfatter en relativt kort tidsperiode. For enkelte av analysene er data hentet fra september 2021, mens andre analyser har data fra juli 2021 til september 2021. Med en kort tidshorisont og få observasjoner kan en oppnå et feilaktig bilde av utviklingen, som følge av at kortsiktige svingninger og enkelte SPACs kan påvirke resultatet i høy grad. Det er derfor ønskelig å inkludere en lenger tidsperiode, slik at en oppnår et mer korrekt bilde av SPAC-strukturens utvikling. Slik som illustrert tidligere så er ikke reglementet for notering av SPACs i USA og Europa helt identisk. Ved at eksempelvis Euronext Amsterdam og Nasdaq Stockholm setter grense for andel innløsninger kan en argumentere for at reglementet tar hensyn til investorvern i større grad. Følgelig opplever vi at en analyse av strukturutviklingen og lønnsomheten av SPACs i Europa vil være supplerende for Klausner et al. sin reviderte analyse. I tillegg vil en slik analyse være relevant for utarbeidelsen av reglementer i Norge, samt diskusjonen av hvorvidt SPACs burde innføres i Norge.

5 Datainnhenting og Metode

Det følgende kapittelet presenterer både data og fremgangsmåte som benyttes for å utføre analysen. Først vil det gjøres rede for det amerikanske og europeiske SPAC-utvalget som studeres, samt kildene som benyttes i den forbindelse. Valg som foretas for å studere avkastning, samt kursutvikling mot indeks vil også begrunnes. Videre vil vi beskrive datasettet som brukes for å studere utviklingen i warrantstørrelser over tid, samt gjøre rede for valg av kilder. Avslutningvis vil datainnhenting for selskapene ved Euronext Growth beskrives.

5.1 Utvalg og datakilder for SPAC-selskap

I hovedsak bygger analysen på data hentet fra Refinitiv Eikon og Refinitiv Eikon Datastream, tidligere kjent som Eikon og Thomson Reuters Datastream. Datagrunnlaget for utvalget vi studerer er alle SPAC-selskap som har gjennomført en børsnotering ved de amerikanske og europeiske børsene mellom 1. januar 2017 og 30. november 2021. Tidsavgrensningen er valgt for å fokusere på det som anses for å være den siste SPAC-bølgen, samt for å ha tilstrekkelig med observasjoner fra perioden før bølgen inntraff. Datasettet med børsnoteringer inkluderer både SPAC-selskaper som er på jakt etter målselskap, selskap som har gjennomført fusjon, samt selskap som har blitt likvidert eller tatt av børs. Følgelig gir dette mulighet til å sammenligne SPAC-selskap som har funnet målselskap med selskaper som fremdeles er på jakt etter målselskap eller har mislykkes med dette. Det totale antallet SPAC-noteringer ved de amerikanske børsene ender dermed på 857 selskaper, og danner grunnlag for det utvalget som omtales som *USA-utvalget*. I samme tidsperiode er det gjennomført 58 noteringer av SPAC-selskaper ved europeiske børs, hvor de nevnte noteringene vil omtales som *Europa-utvalget*.

Datasettet fra Refinitiv Eikon inneholder blant annet informasjon om noteringskursen for units, samt hvor mye emisjonskapital som er hentet inn i noteringsprosessen. For store deler av utvalget er det også informasjon om gebyrer til meglerhus og advokatselskaper.

I tillegg til å gi en kvalitativ utredning av strukturen og markedene til SPAC-selskapene vil det gjennomføres analyse av selskapenes kursutvikling. Kursdata for alle selskapene i utvalget er hentet fra Refinitiv Eikon Datastream, hvor sluttkursen ved hver handelsdag

benyttes. For det amerikanske utvalget gjennomføres en analyse på units, aksjer og warrants hver for seg basert på ulike holdeperioder, ettersom disse handles individuelt. I hovedtrekk skilles det mellom amerikanske selskaper som har annonsert fusjon, og de amerikanske selskapene som ikke har annonsert fusjon. Valget om å basere store deler av analysen på et utvalg av amerikanske selskaper er foretatt for å kunne ha et stort utvalg som er omfattet av det samme regelverk, samt med samme karakteristikk i kapitalmarkedet.

Vi studerer også kursutviklingen for almann aksjer til SPAC-selskaper som er notert ved europeiske børser, og illustrerer en kursutvikling over tid mot SPACs fra USA-utvalget og amerikanske aksjeindekser. Aksjekurs for de europeiske selskapene er konvertert fra lokal valuta til amerikanske dollar. Med dette illustreres avkastningen en amerikansk investor ville oppnådd fra å investere i de europeiske SPAC-selskapene. Det europeiske utvalget omtales som Europa-utvalget og vil beskrives mer detaljert senere i dette kapitlet.

USA-utvalg

Utvalget av de amerikanske SPAC-selskapene er begrenset til selskaper som både er registrert i USA, og har gjennomført notering ved de regulerte handelsmarkedene NYSE og Nasdaq. Med dette inkluderes ikke SPAC-selskaper som er notert ved OTC-markeder, eller selskap som er registrert i land utenfor USA. Mellom 1. januar 2017 og 30. november 2021 har det som nevnt vært gjennomført 857 noteringer av amerikanske SPAC-selskap ved disse børsene.

For å gi et bilde av SPAC-selskap som har lyktes med målet om å vedta fusjon med ett eller flere driftsselskap har vi hentet ut data for M&A-transaksjoner hvor det ervervende selskapet er registrert som et SPAC-selskap. Tidsavgrensningen for denne uthenting er den samme som for SPAC-noteringer. I perioden mellom 1. januar 2017 og 30. november 2021 har det vært 338 selskaper i USA som har annonsert en godkjent fusjon med ett eller flere målselskap. Dette datasettet inkluderer noen selskap som ble børsnotert før den valgte tidsavgrensningen. For å utelukke de selskapene som ble notert før 1. januar 2017 slås dette datasettet sammen med datasettet for selskapene som har gjennomført SPAC-notering. Med dette dannes et grunnlag for utvalget av selskaper som har lyktes i målet om å finne ett eller flere målselskap, som videre omtales som *M&A-utvalget*. Utvalget med fusjonerte SPACs avgrenses ytterligere til å studere selskap hvor det er tilgjengelig

kursdata for både units, aksjer og warrants, slik at gjennomsnittlig avkastningen for de ulike instrumentene skal være sammenlignbar. Følgelig gir dette et utvalg på 241 selskap i USA som har gjennomført en SPAC-notering etter 1. januar 2017, samt annonsert godkjent fusjon med ett eller flere godkjente målselskap.

De resterende selskapene som ikke har gjennomført fusjon ved tidspunkt for analyse vil refereres til som *IPO-utvalget* og består av 519 selskap. På denne måten vil utvalget inkludere alle selskap som har gjennomført børsnotering etter 1. januar 2017, og som er på jakt etter et målselskap, samt 68 selskap som har blitt tatt av børs eller likvidert. Dette utvalget gir mulighet for å kunne sammenligne avkastningen til investorer som har investert i det som anses for å være suksessfulle SPAC-selskap, mot avkastningen på investeringer i SPACs som har mislykkes eller enda ikke lykkes ved sitt mål om å erverve et driftsselskap.

Europa-utvalg

Ettersom det er forholdsvis store forskjeller i reguleringene ved europeiske og amerikanske markeder vil de europeiske SPAC-selskapene behandles som et eget utvalg. Dette gjøres hovedsakelig for å kunne studere hvorvidt det er en forskjell i amerikanske og europeiske SPAC-selskap sin kursutvikling over tid. I perioden mellom 1. januar 2017 og 30. november 2021 er det foretatt 58 noteringer av SPAC-selskaper ved ulike europeiske børser. Videre er disse noteringene fordelt mellom 12 handelsmarkeder med ulik geografisk tilhørighet. Noen av handelsmarkedene har imidlertid samme eiere. Euronext er eier av børsene i Paris og Amsterdam, mens Nasdaq blant annet eier den svenske børsen. Med dette er selskapene Europa-utvalget omfattet av regulatoriske og finansielle forskjeller, som både avhenger av landene selskapene er notert i og av børsenes eiere. På tross av dette er det mindre ulikheter innad i Europa-utvalget sammenlignet med det amerikanske utvalget, og derfor tillater analysen seg å behandle de europeiske selskapene som et samlet utvalg.

Ettersom det er svært få europeiske SPAC-selskap som har annonsert en godkjent fusjon, studeres de europeiske selskapene uten å skille mellom fusjonerte og ikke-fusjonerte selskap. Dette som følge av at utvalget av europeiske selskaper i utgangspunktet er forholdsvis lite, og vi ikke ønsker å begrense dette utvalget ytterligere ved å skille ut de få selskapene som har annonsert fusjon.

Kursdata for det europeiske utvalget er også hentet ut fra Refinitiv Datastream. I uthentingene har vi benyttet oss av Datastream sin konverteringsfunksjon fra lokal valuta til amerikanske dollar. Som nevnt gjør dette at kursutvikling for de europeiske selskapene illustreres fra et amerikansk investorperspektiv. Slik som i det amerikanske utvalget har vi regnet daglig prosentvis kursendring for hvert selskap, og videre regnet et gjennomsnitt av det totale utvalget. På tross av at det er forholdsvis store forskjeller mellom de amerikanske og europeiske kapitalmarkedene og børsene vil det foretas en sammenligning av kursutviklingen i de to utvalgene over tid.

5.2 Indeks

Videre foretas en sammenligning mellom de europeiske og amerikanske SPAC-selskapene sine almenne aksjer, mot kursutviklingen for de to amerikanske aksjeindeksene Russell 2000 og S&P Smallcap 600 Growth. For SPAC-utvalgene utarbeider vi tre indekser basert på et gjennomsnitt av hvert selskap sin daglige kursutvikling, og i figurene fremkommer indeksene som *USA SPAC M&A Indeks*, *USA SPAC IPO Indeks* og *Europa SPAC Indeks*. Med dette illustreres den relative ytelsen på investeringer i SPAC-selskaper mot alternative investeringer på aksjeindekser med tilsvarende bransjesammensetning og selskapskarakteristikk som selskapene i M&A-utvalget.

Tabell 5.1: Bransjesammensetning i M&A-utvalg

Sektor	Vekting	n (N=280)
Teknologi og telekom.	28.21%	79
Industri	18.57%	52
Helse	16.43%	46
Retail, konsum og tjenester	11.43%	32
Bank, finans og forsikring	8.93%	25
Media og underholdning	7.14%	20
Energi	5.00%	14
Materialer	3.21%	9
Eiendom	1.07%	3
Total		280

Utvalget for bransjesammensetningen består av 280 målselskaper som har blitt fusjonert med 241 SPACs.

Tabell 5.3 viser bransjesammensetningen i 280 av driftsselskapene som har gått gjennom en fusjon med et SPAC-selskap. Denne bransjesammensetningen ligner

bransjesammensetningen ved aksjeindeksene Russell 2000 og S&P SmallCap 600 Growth. Videre er markedsverdien ved selskapene som inngår i indeksene tilsvarende som ved markedsverdien for SPAC-selskapene. De nevnte aksjeindeksene ville med dette også passe spesielt godt som sammenligningsgrunnlag for M&A-utvalget dersom vi hadde studert kursutviklingen etter fusjon. Analysen fokuserer imidlertid på SPAC-selskap før de har gjennomført fusjon, men indeksene anses likevel for å være et passende sammenligningsgrunnlag ettersom en stor andel at SPAC-selskapene har mål om å erverve selskap innenfor bransjesammensetningen til de ulike indeksene.

I den sammenheng er det verdt å nevne at investeringer i SPAC-selskaper har en begrenset økonomisk nedside for investorene. Som følge av at emisjonskapitalen plasseres på en escrow-konto og investeres i rentbærende instrumenter, kan aksjene anses for å ha en substansverdi på emisjonskapitalen fordelt per aksje. Videre har tidligere forskning vist at dette som regel overstiger innskuddskapital, og med dette vil investorene kunne være garantert å ikke ha negativ avkastning på sine investeringer i SPAC-selskapet. Med dette er ikke nødvendigvis risikoprofilen til de valgte aksjeindeksene og SPAC-selskapene sammenlignbar. SPAC-selskapene før fusjon kan ha karakteristika som sammenfaller bedre med investering i rentepapir, ettersom investeringsbeløpet tilegner seg renter på escrow-kontoen. I tillegg kan også en investor oppnå en lignende kontantstrøm gjennom å kjøpe units, og deretter selge tilhørende warrants i markedet, hvor sistnevnte kan sammenlignes med inntekten fra kuponger ved rentepapirer (Batsev og Katz, 2021). Følgelig har tidligere forskning vist at investorbasen i SPAC-markedet i grove trekk består av større institusjonelle investorer som eksempelvis hedgefond, hvilket taler for at investorene i selskapene som utgjør aksjeindeksene samsvarer bedre med investorene i SPAC-selskap enn for investeringer i rentepapir.

5.3 Avkastning

For å kunne illustrere ytelsen og avkastningen til investeringer i SPAC-selskap, samt danne grunnlag for sammenligning på tvers av utvalg regnes det ut historisk avkastning for de ulike instrumentene. Utregningen gjøres på bakgrunn av formelen for enkel avkastning:

$$\text{Enkel Avkastning}_t = \frac{\text{Sluttkurs}_t}{\text{Noteringskurs}} - 1 \quad (5.1)$$

For selskapene i M&A-utvalget regnes avkastningen basert på en antakelse om at investorene i SPAC-selskapene har tegnet seg ved selskapets børsnotering. Videre antas det at investorenes holdeperiode strekker seg til et tidspunkt like etter selskapet har annonsert fusjon. Holdeperioden som avgrenses av børsnotering og annonsert fusjon vil refereres til som *SPAC-periode*. Følgelig vil SPAC-periodens avkastning være gitt ved formel:

$$\text{Avkastning SPAC-periode} = \frac{P_{Fusjon}}{P_{IPO}} - 1 \quad (5.2)$$

I etterkant av annonsert fusjon vil trolig verdien av målselskapet være priset inn i SPAC-selskapet sin aksje. Med dette kan investorene i utvalget velge mellom å beholde eller selge seg ut av sine posisjoner i selskapet. Videre kan innehaverne av units og aksjer også velge mellom å innløse sine aksjer eller selge aksjene i markedet. Ettersom tidligere forskning har vist at investorene som holder gjennom fusjon opplever utvanning, tar derfor en del av utregningene i analysen utgangspunkt i at en profittmaksimerende investor velger å enten innløse sine aksjer, eller selge dem i markedet fremfor å beholde sin posisjon. I analysen omtales valget som *Optimal investeringsstrategi*, og angår kun almen aksjer.

Aksjens sluttkurs ved annonsert fusjon, under forutsetning om optimal investeringsstrategi, vil være gitt av den maksimale verdien mellom aksjens markedsverdi og verdien aksjonæren vil motta dersom vedkommende velger å innløse sine aksjer. Med dette er aksjens pris etter fusjon ved optimal investeringsstrategi gitt av:

$$P_{fusjon} = \text{MAX}[\text{Innløsningsverdi}, \text{Markedsverdi}_{Fusjon}] \quad (5.3)$$

Avkastning ved optimal investeringsstrategi vil også sammenlignes med avkastningen dersom innehaver av aksjene ikke kunne velge å innløse sine aksjer, og dermed heller solgte aksjene i markedet etter annonsert fusjon. Dette vil omtales som avkastning ved *faktisk kursutvikling*.

Tabell 5.2: Antall dager mellom hendelser i M&A-utvalg og IPO-utvalg

	Gjennomsnitt	Median
<i>M&A-Utvalg</i>		
IPO og M&A	246	165
IPO og første handelsdag for aksjer	51	53
IPO og første handelsdag for warrants	54	53
<i>IPO-Utvalg</i>		
IPO og avnotering	512	516

Antall dager fra børsnotering til ulike hendelser er regnet ut for å gi et bilde av typisk holdeperiode for instrumentene i vårt utvalg.

Som følge av at holdeperioden varierer mellom hvert selskap i utvalget gjennomføres en annualisering av holdeperiodens avkastning for å kunne gi et bilde av hva en SPAC-investor ville tjent på sin investering over ett år. Som illustrert i tabell 5.2 tar det i gjennomsnitt 246 dager fra børsnotering av et SPAC-selskap til de annonserer en godkjent fusjon, følgelig er medianen for tidsperioden på 165 dager. Som følge av at de fleste holdeperioder er mindre enn ett år annualiseres avkastningen med formel for enkel annualisert avkastning i stedet for sammensatt annualisert avkastning (Zvi et al., 2018). Formelen som benyttes er som følger:

$$\text{Annualisert Avkastning} = \text{Enkel Avkastning} \cdot \frac{365}{n} \quad (5.4)$$

IPO-utvalget er ikke omfattet av en forhåndsdefinert holdeperiode, med unntak av selskapene som har likvidert eller blitt avnotert. Med dette benyttes tidsintervall på 3, 6 og 12 måneder for å regne ut gjennomsnittlig- og median-avkastning på instrumentene i IPO-utvalget. Avkastningen ved dette utvalget er også beregnet ved formelen for enkel avkastning, og med endringen i verdi for instrumentet etter 3, 6 og 12 måneder fra selskapets børsnotering:

$$\text{Enkel Avkastning}_t = \frac{P_t}{P_{IPO}} - 1 \quad (5.5)$$

5.4 Utvikling av warrantstørrelser

For å oppnå et inntrykk av strukturutviklingen var det videre ønskelig å studere utviklingen av warrantstørrelser. Klausner et al. finner at units som inneholder større warrants resulterer i mer utvanning, og dermed lavere avkastning for ikke-innløsende aksjonærer. Som beskrevet tidligere finner studien at warrantstørrelsen var mindre under det de definerer som “SPAC-boblen“, men har gått tilbake til utgangspunktet i ettertid. Samtidig har vi argumentert for at Klausner et al. baserer studien på observasjoner fra en relativ kort tidsperiode etter boblen, slik at kortsiktige svingninger i markedet kan påvirke resultatet. I tillegg ser Klausner et al. kun på SPACs fra USA. Slik som reglementetoversikten viser vil SPAC-strukturen variere på tvers av landegrensler. Følgelig skaper vi en oversikt over utviklingen ved å inkludere SPACs fra hele verden fra 1.januar 2020 til 24.november 2021.

Data har blitt hentet fra SPAC Research. En kan kritisere analysen for at den baserer seg på en kommersiell kilde. Alternativt kunne vi ha hentet ut informasjon fra SEC-rapporter for hvert eneste selskap i utvalget. Da dette er en svært tidkrevende prosess som kan risikere menneskelig svikt, har vi valgt å hente data fra SPAC Research. I tillegg til dette brukes SPAC Research i Klausner et al. sin studie, hvilket styrker vår tiltro til denne tilbyderen (Klausner et al., 2021). Vi foretar imidlertid en rekke stikkprøver av informasjonen for å sikre oss om at vi baserer kalkulasjonen på korrekt informasjon.

Etter å ha lastet ned datasettet skiller vi mellom SPACs fra 2020 og 2021, og datasettet inneholder 86 SPACs i 2020 og hele 463 SPACs i 2021. Som følge av at det allerede er få observasjoner fra 2020 kunne vi ikke se på størrelse for samme tidsperioder som Klausner et al. gjorde. Likevel argumenterer vi for at årlig fordeling skaper et godt bilde av utviklingen, og har blitt anbefalt dette oppsettet av fagpersoner. I tillegg argumenterer vi for at boblen ikke vil påvirke resultatet betydelig da den fordeler seg i to ulike kvartaler i hvert sitt år. Vi finner likevel gjennomsnittlig og median størrelse for begge grupper, og resultatene kan observeres i analysen.

5.5 Euronext Growth

Videre utarbeider vi oversikter og analyser av Euronext Growth, slik at vi deretter kan foreta sammenligninger mellom aktiviteten på Growth og i SPAC-markedet. For å kunne

gjøre dette har vi fått tilsendt informasjon og data fra en analytiker ved Euronext Growth. Videre har vi lastet ned kursdata fra Refinitiv. Vi har også supplert med informasjon og data fra Euronext Growth sine nettsider, samt Oslo Børs sin oversikt over tidligere noteringer på Merkur Market.

Når det gjelder oversikt over noteringsaktiviteten mellom 2016 og 2020 har vi hovedsakelig benyttet informasjon tilsendt og hentet fra Euronext Growth. Data fra 2021 som brukes i oversiktene er avgrenset til hendelser før 30.09.2021, som følge av tilgjengelighet på Euronext Growth sine sider. I tillegg er det relevant å bemerke at emisjonskravene ble endret i overgangen mellom Merkur Market og Euronext Growth. Ved Merkur Market kunne selskaper notere seg uten å hente emisjonskapital i noteringsprosessen, og med dette vil det være inkludert flere noteringer med 0 i emisjonskapital mellom 2016 og 2020. Utvalget består av 140 selskap som ble notert i den aktuelle perioden.

Når det kommer til analyse av kursutvikling har data blitt lastet ned fra Refinitiv Datastream. Tidsperioden som studeres er avgrenset til kursdata mellom 1. januar 2021 og 1. desember 2021, og i denne perioden består utvalget av 112 selskaper. Med utgangspunkt i kursdata har vi beregnet daglig enkel kursutvikling for hvert selskap, og deretter funnet gjennomsnittlig kursutvikling for utvalget. Basert på dette utarbeider vi en indeks som omfatter utvalget vårt fra Euronext Growth, og denne navngis *Growth Indeks*. Videre sammenligner vi kursutviklingen for selskapene på Growth med Oslo Børs sin smallcap indeks, OSESX, da dette er den indeksen som sammenfaller best med selskapene på Growth. Videre inkluderer vi også indeksen som inkluderer alle selskapene notert ved Oslo Børs, OSEAX.

6 Analyse

Det følgende kapittelet presenterer resultater fra vår analyse, som vil benyttes senere i vår diskusjon. Først vil SPAC-utvalgenes avkastning presenteres for å kunne argumentere for hvorvidt det vil være gunstig eller lønnsomt fra et investorperspektiv å innføre SPAC som noteringsmekanisme i Norge. I denne sammenheng vil også SPAC-utvalgenes kursutvikling illustreres mot aksjeindekser for tre ulike tidsintervaller. Videre studeres utviklingen av warrantstørrelser over tid, for å identifisere en eventuell utvikling av SPAC-struktur gjennom SPAC-bølgen. Avslutningsvis vil vi presentere nøkkeltall for aktiviteten ved Euronext Growth de senere årene, som videre vil bidra til diskusjonen rundt et eventuelt behov for SPACs som noteringsmekanisme i Norge.

6.1 Avkastningsanalyse for USA-utvalg

M&A-utvalg

Innledningsvis vil analysen rettes mot SPAC-utvalget som har lykket med å finne ett eller flere godkjente målselskap for fusjon. Utvalget består av 241 selskap ved NYSE og Nasdaq som har gjennomført børsnotering og annonsert fusjon etter 1. januar 2017. For M&A-utvalget studeres den historiske avkastningen en investor ville oppnådd ved å tegne seg i en notering og selge sine posisjoner ved annonsert fusjon. Samtidig vil også avkastningen til investorene illustreres gjennom forutsetningene for hva vi definerer som *optimal investeringsstrategi*, hvor aksjen innløses dersom kursen er lavere enn verdien på escrow-konto⁶. Denne investeringsstrategien impliserer at investering i units ved notering ikke innebærer noe økonomisk nedside ettersom amerikanske SPAC-selskaper har tillatt alle investorer å innløse tilhørende almann aksjer til en innløsningspris på \$10 etter annonsert fusjon.

⁶Som definert under kapittel 5.3 (v/likning 5.2 og 5.3) er den optimale investeringsstrategien en forutsetning om at en investor som har kjøpt units ved børsnoteringen av en SPAC enten vil selge eller innløse sine aksjer ved annonsering av godkjent fusjon. Dersom markedsverdien av aksjen overstiger det nominelle investeringsbeløpet på \$10 vil investoren selge aksjene i markedet, og dersom markedsverdien av aksjen er lavere vil investoren innløse aksjen til innløsningsprisen på \$10.

Tabell 6.1: Avkastning M&A-utvalg: Units, aksjer og warrants

		Gjennomsnitt	Median	n (N=241)
<i>Units</i>				
	Annualisert SPAC-periode	61.9%	16.6%	241
<i>Aksjer</i>				
<i>Optimal investeringsstrategi</i>				
	Annualisert SPAC-periode	41.8%	4.4%	241
<i>Aksjer</i>				
<i>Faktisk kursutvikling</i>				
	Annualisert SPAC-periode	11.2%	2.3%	241
	Avkastning 3 mnd	1.1%	-1.4%	212
	Avkastning 6 mnd	2.1%	-0.7%	108
	Avkastning 12 mnd	0.7%	0.8%	52
<i>Warrants</i>				
	Annualisert SPAC-periode	224.3%	87.8%	231

Tabellen viser avkastning for units, aksjer og warrants. SPAC-perioden avgrenses som perioden mellom børsnotering og annonsert fusjon. For aksjer regnes avkastningen for SPAC-perioden under både *optimal investeringsstrategi* hvor aksjer innløses dersom kursen er under verdien av aksjen på escrow-konto. Avkastning ved *faktisk kursutvikling* illustrerer avkastning for de ulike holdeperiodene ved salg av aksjer i markedet.

Tabell 6.1 viser avkastning for de tre instrumentene en investor mottar ved kjøp av units ved børsnoteringen av en SPAC. Avkastningen er regnet ut basert på en forutsetning om at investorer holder instrumentene fra børsnotering til annonsert fusjon. Videre er avkastning for aksjer illustrert både gjennom optimal investeringsstrategi og faktisk kursutvikling. Den optimale investeringsstrategien går som nevnt ut på at investorene selger eller innløser sine aksjer etter annonsert fusjon, avhengig av om aksjekursen er over eller under innløsningsprisen på \$10.

Avkastningen annualiseres for å reflektere hvordan den prosentvise avkastningen ville vært ved en holdeperiode på ett år, og tillater dermed en meningsfull sammenligning med andre investeringsmuligheter. Videre gir dette også et grunnlag for å sammenligne den ettårige avkastningen mot det utvalget som ikke har annonsert en godkjent fusjon. Som nevnt i forrige kapittel er det i gjennomsnitt 246 dager mellom børsnotering og annonsert fusjon i vårt utvalg, hvor medianen er på 165 dager. Ettersom holdeperioden i utvalget i gjennomsnitt er lavere enn ett år annualiseres den kumulative avkastningen i holdeperioden i henhold til formelen for enkel annualisert avkastning, og dermed ikke ved formel for sammensatt annualisering.

Tabell 6.1 illustrerer en tydelig positiv historisk avkastning for SPAC-perioden til instrumentene i utvalget, samtidig er det en gjennomgående høyreskjev fordeling. Ved faktisk kursutvikling for 3 og 6 måneder er derimot median avkastning negativ, og ved 12 måneder er fordelingen venstreskjev. Vi finner at units og warrants er de instrumentene som har den beste kursutviklingen, med henholdsvis 61.9% og 224.3% gjennomsnittlig annualisert avkastning for units og warrants. Almenn aksjer er det instrumentet som har levert lavest avkastning, hvor utvalgets gjennomsnittlige avkastning ved optimal investeringsstrategi er på 41.8%. Videre kan dette sammenlignes med en enda lavere avkastning dersom en tar utgangspunkt i den faktiske kursutviklingen til aksjene, hvor gjennomsnittlig annualisert avkastningen mellom børsnotering og fusjon er på 11.2%.

Den relativt høye avkastningen til units og warrants kan sees i sammenheng med at innehaver av disse to instrumentene har rett til å utøve opsjonen om å tegne flere aksjer ved annonsering av fusjon. Samtidig reflekterer den sterke avkastningen til units at innehaverne kan innløse tilhørende aksjer samtidig som de kan beholde warrants uten å påføres ekstra kostnad (Klausner et al., 2021). Med dette kan det påpekes at det å holde en posisjon i almann aksjer gjennom en fusjon med et målselskap kan være mindre gunstig for investorer som følge av potensiell utvanning av aksjene i en påfølgende emisjon. Følgelig er dette trolig en av flere årsaker til lavere avkastning på almann aksjer enn ved de andre instrumentene.

Avkastning for almann aksjer ved forutsetning om praktisering av optimal investeringsstrategi er inkludert ettersom amerikanske SPACs har tillatt alle aksjonærer å løse inn sine aksjer. Med denne strategien vil den realiserte avkastningen ved tidspunkt for annonsert fusjon være 0% dersom aksjekursen er lavere enn pålydende verdi. Dette er som følge av at en investor med posisjon i almann aksjer heller vil velge å innløse sine aksjer og få tilbake den initielle investeringen, i stedet for å selge aksjene i markedet. I den sammenheng finner vi at ved tidspunkt for annonsert fusjon er det 178 av de 241 selskapene i utvalget vårt som ved dette tidspunktet har en aksjekurs som overstiger pålydende verdi på \$10. Videre finner vi at 63 av selskapene sine aksjer handles på en kurs lavere enn \$10, hvor gjennomsnittlig aksjekurs i denne gruppen er \$9.88. Påfølgende handelsdag er det 180 almann aksjer som handles over pålydende verdi, og en uke senere er dette antallet igjen redusert til 175. Følgelig gir optimal investeringsstrategi en realisert

aksjeavkastning på 0% for investorer i 63 av selskapene i utvalget.

Warrants er følgelig det instrumentet med høyest kumulativ avkastning, hvilket er en naturlig konsekvens av at warrants, som et derivat, har en tendens til å gi forsterket prosentvis endringsbevegelse sammenlignet med den underliggende aksjen (Farley, 2021). I denne sammenheng er det nødvendig å understreke at avkastning på warrants er regnet ut fra kursutviklingen som er registrert første handelsdag etter notering, og ved annonsert fusjon. Gitt at investorer får warrants ved kjøp av units vil den realiserte avkastningen trolig være mye høyere, men denne avkastningen vil være vanskelig å identifisere i mangel av informasjon om selskapenes struktur av units. Videre er det verdt å bemerke seg at utvalget for avkastningen til warrants består av 231 observasjoner i stedet for 241 som følge av at warrants ikke hadde blitt tilgjengelig for handel i markedet ved tidspunkt for annonsert fusjon.

IPO-utvalg

Videre følger en analyse av SPAC-selskaper i USA som ved 30. november 2021 ikke hadde annonsert en godkjent fusjon med ett eller flere målselskap. Det vil presenteres utregning av en kumulativ avkastning basert på kursutviklingen til instrumentene. Avkastningen regnes basert på en antakelse om holdeperioder på 3, 6 og 12 måneder. Videre reduseres antall observasjoner etterhvert som tidsperioden øker, som en naturlig konsekvens av at de yngste SPAC-selskapene ikke har tilgjengelig kursdata for de valgte holdeperiodene.

I motsetning til M&A-utvalget blir ikke holdeperioden avgrenset av en gitt dato. For almann aksjer vil dette medføre at avkastningen som presenteres i større grad reflekterer aksjens kursutvikling, heller enn investorenes avkastning med valg om å innløse eller selge aksjene i markedet ved annonsert fusjon. Likevel har vi valgt å inkludere resultater for aksjeavkastning hvor vi har gjenskapt den optimale investeringsstrategien om å innløse aksjer når aksjekursen er lavere enn aksjenes substansverdi på 10 dollar. Årsaken er at resultatene vil gi et bilde av hva den gjennomsnittlige aksjeavkastningen er for de definerte holdeperiodene når realisert tap utelukkes. Tilsvarende som i M&A-utvalget finner vi at warrants er det instrumentet med best kursutvikling i denne delen av utvalget, etterfulgt av units. I motsetning til utvalget av selskap som har annonsert fusjon finner analysen at median kursutvikling er negativ for både warrants og aksjer etter 3, 6 og 12 måneder. Med

dette er units det eneste instrumentet i utvalget som har både positiv gjennomsnittlig og median avkastning.

Units

Units er som nevnt det eneste instrumentet hvor avkastningen er positiv for både gjennomsnitt og median i IPO-utvalget. Videre er det kursutviklingen seks måneder etter børsnotering som leverer lavest avkastning for investorene som holder units.

Tabell 6.2: Avkastning IPO-utvalg: Units

	Gjennomsnitt	Median	n (N = 517)
<i>Units</i>			
Avkastning 3 mnd	8.1%	8.6%	431
Avkastning 6 mnd	4.0%	0.4%	281
Avkastning 12 mnd	9.4%	2.4%	92

Sett i sammenheng med tidligere funn av gjennomsnittlig og median dager mellom børsnotering og annonsert fusjon vil ofte en SPAC ha funnet og annonsert et målselskap innen ett år. Videre har også tidligere forskning vist at kursutviklingen for SPAC-selskaper avtar med tid, og dette kan sees i sammenheng med en redusert tiltro til at sponsorene finner et godt oppkjøpsobjekt. Etter 12 måneder er den gjennomsnittlige avkastningen til units på 9.4%. Dette er betydelig lavere enn avkastningen fra tabell 6.1 hvor units i M&A-utvalget har en gjennomsnittlig annualisert avkastning på 61.9%.

Aksjer

Tilsvarende som i M&A-utvalget viser analysen av IPO-utvalget at almann aksjer er det instrumentet som har levert dårligst avkastning i form av kursutviklingen. Som tidligere nevnt vil dette kunne sees i sammenheng med at almann aksjer ikke inneholder en opsjon slik som units og warrants.

Tabell 6.3: Avkastning IPO-utvalg: Aksjer

		Gjennomsnitt	Median
<i>Aksjer</i>	<i>Avkastning ved faktisk kursutvikling</i>		
	Avkastning 3 mnd	2.2%	-0.5%
	Avkastning 6 mnd	7.47%	-2.3%
	Avkastning 12 mnd	10.9%	-1.00%
	<i>Avkastning ved optimal investeringsstrategi</i>		
	Avkastning 3 mnd	8.6%	0.00%
	Avkastning 6 mnd	9.6%	0.00%
	Avkastning 12 mnd	48.7%	0.00%

Tabellen viser avkastning for almen aksjer til selskaper som ikke har annonsert fusjon. Avkastning ved *faktisk kursutvikling* illustrerer avkastning for de ulike holdeperiodene ved salg av aksjer i markedet. Avkastning ved *optimal investeringsstrategi* er regnet på bakgrunn av forutsetning om at aksjonærer innløser aksjene dersom markedsverdien er lavere enn innløsningsverdien.

Tabell 6.3 viser hvordan investorenes avkastning ville vært i tilfellet hvor de hadde solgt sine aksjer i markedet etter 3, 6 og 12 måneder. Videre er det også inkludert resultater for avkastningen ved en optimal investeringsstrategi hvor investorene ville valgt å innløse aksjene ved kurs under pålydende verdi. Følgelig er den faktiske kursutviklingen forholdsvis svak ved 3, 6 og 12 måneder, men økende etterhvert som tidsperioden forlenges.

Tabell 6.4: Almenn aksjer og pålydende verdi i IPO-utvalg

Tid fra notering	Antall selskap med aksjekurs over og under pålydende		n (N=458)
	Over pålydende	Under pålydende	
3 mnd	63	317	390
6 mnd	30	211	241
12 mnd	32	38	70

Tabellen illustrerer antall selskap med aksjekurs over og under \$10 ved 3, 6 og 12 måneder.

Videre er medianavkastningen negativ ved alle de tre tidsperiodene, hvilket indikerer at en stor andel av selskapene i utvalget har en aksjekurs som er lavere enn pålydende verdi. Som tabell 6.4 illustrerer finner vi at det kun er 63 av 390 selskap som har en aksjekurs over pålydende verdi på \$10 tre måneder etter børsnotering, og ved dette tidspunktet er medianavkastningen på minus 0.5%.

Ved å gjenskape den optimale investeringsstrategien økes den gjennomsnittlige avkastningen til selskapene i utvalget. Som følge av at 317 selskap hadde en aksjekurs lavere enn \$10 etter tre måneder impliserer forutsetningen om optimal investeringsstrategi

at aksjonærene ville innløst sine aksjer heller enn å selge til markedsverdi. For alle tidsperiodene er det en overvekt av selskaper som handles under pålydende verdi, og med dette blir medianavkastningen 0% for utvalget ved alle tidsperiodene.

Warrants

Tabell 6.5: Avkastning IPO-Utvalg: Warrants

	Gjennomsnitt	Median	n (N=296)
<i>Warrants</i>			
Avkastning 3 mnd	88.6%	-10.3 %	284
Avkastning 6 mnd	93.2%	-13.8%	220
Avkastning 12 mnd	2.0%	-21.4%	82

Avkastning for warrants etter 12mnd må sees i sammenheng med at warrants først kan utøves 12 måneder etter børsnotering av selskapet dersom det ikke har fusjonert. Ved å regne avkastning 350 kalenderdager etter børsnotering finner vi at gjennomsnittlig avkastning er på 128.2%, og median er på -19.9%.

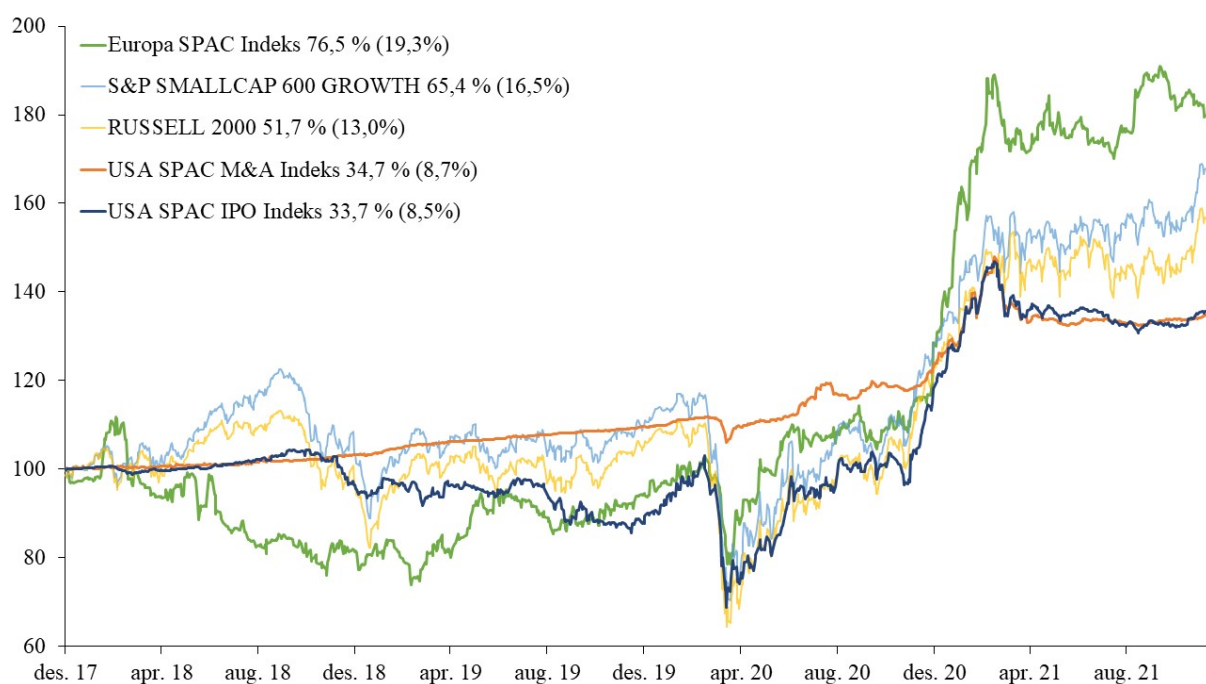
Fra tabell 6.5 kan en observere at kursutviklingen til warrants for ikke-fusjonerte SPACs er dårligere enn for SPAC-selskapene som har annonsert fusjon. Likevel er warrants det instrumentet som har høyest gjennomsnittlig kursutvikling, hvilket igjen er naturlig ettersom den gir sterkere prosentvis endringsbevegelse sammenlignet med den underliggende aksjen. Følgelig er medianavkastningen til warrants betydelig mye lavere enn for de andre instrumentene, med medianavkastning lavere enn minus 10% for hver av de tre periodene. Den gjennomsnittlige avkastningen ved 3 og 6 måneder er fremdeles svært høy sammenlignet med de øvrige instrumentene, men etter 12 måneder gir kursen en gjennomsnittlig avkastning på 2.0%. Ved å undersøke avkastningen 2 uker før denne datoen finner vi derimot en gjennomsnittlig avkastning på 126.1%. Forskjellen i avkastning ved 11.5 og 12 måneder burde videre sees i sammenheng med at warrants først kan utøves når det har gått 12 måneder etter selskapets børsnotering dersom de enda ikke har gjennomført fusjon. Samtidig er det verdt å nevne at 68 av selskapene i IPO-utvalget har gjennomført likvidering eller avnotering, og disse selskapene utgjør en stor andel av de 82 selskapene med tilgjengelig kursdata etter 12 måneder. Følgelig kan avkastningen etter 12 måneder også reflektere en redusert tro på at SPAC-selskapet skal lykkes i å finne et målselskap.

6.2 Kursutvikling mot indeks

I tillegg til resultatene fra avkastningsanalysen vil en sammenligning av kursutvikling mot aksjeindekser illustrere hvordan SPAC-markedet og etterspørselen etter SPAC-aksjer har utviklet seg over tid. Vi utarbeider med dette tre indekser for SPAC-utvalgene som studeres hvor disse omtales som; *USA SPAC M&A Indeks*, *USA SPAC IPO Indeks* og *Europa SPAC Indeks*. Indeksen for M&A-utvalget inkluderer kun kursutviklingen til aksjene før selskapene annonserer fusjon. Med dette reflekterer de tre SPAC-utvalgene hvordan kursutviklingen er for de driftstomme selskapene. Videre kan det argumenteres for at aksjeindeksene egner seg bedre for sammenligning med SPAC-aksjer i etterkant av en gjennomført fusjon. Likevel fokuserer analysen på de driftstomme selskapene for å kunne inkludere det europeiske utvalget hvor det har vært gjennomført et fåtall fusjoner. Aksjeindeksene brukes med dette som et referansepunkt for SPAC-aksjer sin ytelse sammenlignet med avkastning for alternative investeringer.

Kursutvikling fra desember 2017

Figuren under illustrerer en sammenligning av den gjennomsnittlige kursutviklingen for SPACs i USA og Europa mot to aksjeindekser. SPAC IPO viser kursutvikling for 458 selskaper som har blitt notert etter januar 2017, og som ikke har annonsert et målselskap for fusjonering. SPAC M&A viser videre 274 av selskapene som har blitt notert siden 1. januar 2017 og annonsert fusjon med ett eller flere målselskap, hvor kursutviklingen er avgrenset til perioden mellom IPO og annonsert fusjon. *Europa SPAC Indeks* illustrerer utviklingen i Europa, og som av et relativt lite utvalg på 55 selskaper så har vi ikke skilt mellom IPO og M&A her. Videre aksjekurs for Europa-utvalget hentet ut fra Datastream i amerikanske dollar. For den daglige kursutviklingen har vi først regnet daglig prosentvis kursendring for hvert enkelt selskap, og deretter regnet et likevektet gjennomsnitt av alle selskapene. Kursutviklingen i de tre utvalgene sammenlignes videre med to amerikanske aksjeindekser; Russel 2000 og S&P Smallcap 600 Growth.

Figur 6.1: Kursutvikling SPAC-aksjer mot aksjeindeks (Rebasert = 100, des. 17)

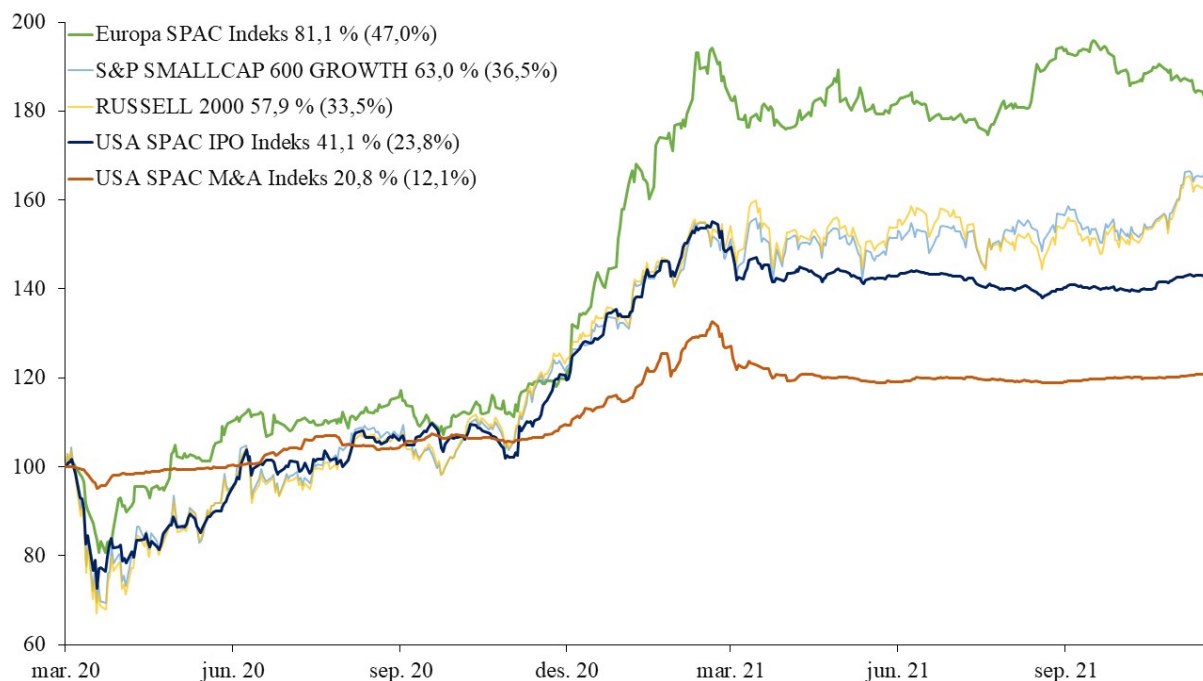
For utvalgenes kursutvikling er det først regnet daglig prosentvis kursendring for hvert selskap, og deretter regnet et *likevektet gjennomsnitt* for utvalget. For å sammenligne har kursdata for europeiske SPACs blitt konvertert til dollar, slik at vi får en dollar ekvivalent avkastning. På denne måten har alle indeksene samme valuta og illustrerer kursutvikling for en amerikansk investor.

Fra figur 6.1 kan vi observere at de amerikanske SPAC-selskapene gjennomgående har levert dårligere gjennomsnittlig avkastning enn de amerikanske aksjeindeksene. Gjennom det første året som studeres presterte selskapene i Europa-utvalget dårligere sammenlignet med både aksjeindeksene og de amerikanske SPAC-aksjene. Det siste året kan en derimot observere at europeiske SPAC-aksjer har gitt en relativt sett mye bedre kursutvikling. I perioden mellom desember 2017 og medio november 2021 har europeiske SPACs gitt en kumulativ avkastning på 76.5%. Følgelig er den annualiserte avkastningen 19.3% hvilket er 2.8 prosentpoeng bedre enn S&P Smallcap 600 Growth.

Det er lav likviditet i SPAC-aksjene i det amerikanske utvalget frem til starten av 2020. Dette kan sees i sammenheng med at det har vært veldig få noteringer av SPAC-selskaper på de amerikanske børsene frem til andre kvartal 2020. Videre kan en observere et stort fall for alle indeksene fra mars 2020, i tråd med det overordnede børsfallet som kom ved koronapandemiens utbrudd. Følgelig er det ønskelig å gi et mer detaljert bilde av utviklingen etter denne aktuelle perioden, da dette påvirker helhetsinntrykket av indeksenenes presentasjon.

Kursutvikling fra mars 2020

Figur 6.2: Kursutvikling SPAC-aksjer mot aksjeindeks (Rebasert = 100, mars 20)

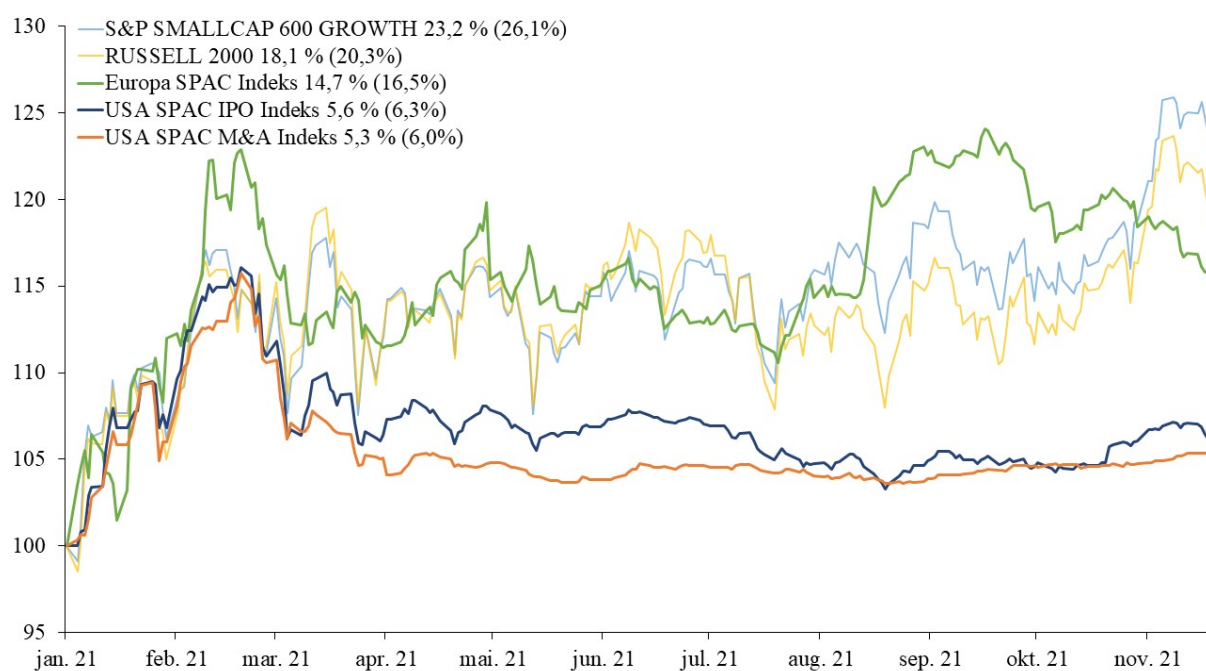


For utvalgenes kursutvikling er det først regnet daglig prosentvis kursendring for hvert selskap, og deretter regnet et *likevektet gjennomsnitt* for utvalget. Bemerk at alle indeksene har dollar som valuta.

Ved å rebasere indeksene fra 2. mars 2020 illustreres utviklingen gjennom koronapandemien. Kursutviklingen ved aksjeindeksene og SPAC-utvalgene følger hverandre relativt tett gjennom 2020. I løpet av første kvartal 2021 øker forskjellen mellom de tre SPAC-utvalgene, hvor det europeiske utvalget gir best utvikling, etterfulgt av det amerikanske IPO-utvalget sammen med de to aksjeindeksene. Ved 15. november 2021 har det europeiske utvalget levert en kumulativ avkastning på 81.1%. Videre svarer dette til en annualisert avkastning på 47%, hvor de amerikanske SPAC-selskapene presterer 23.2 og 34.9 prosentpoeng dårligere. S&P Smallcap 600 Growth og Russell 2000 har igjen resultert i bedre avkastning enn de to amerikanske SPAC-utvalgene i denne perioden, hvor aksjeindeksene gir en annualisert avkastning på henholdsvis 36.5% og 33.5%.

Kursutvikling for 2021

Figur 6.3: Kursutvikling SPAC-aksjer mot aksjeindeks (Rebasert = 100, jan. 21)



For utvalgenes kursutvikling er det først regnet daglig prosentvis kursendring for hvert selskap, og deretter regnet et *likevektet gjennomsnitt* for utvalget. Bemerk at alle indeksene har dollar som valuta.

Figur 6.3 er inkludert for å gi et mer presist bilde av utviklingen i løpet av 2021. Her kan en tydeligere observere oppgangen i kursutviklingen til SPACs i USA og Europa under SPAC-bølgen i Q1 2021, hvilket er spesielt tydelig gjennom Europa-utvalgets prestasjon sammenlignet med de andre indeksene i februar. Dette er imidlertid ikke tilfellet for utviklingen i hele 2021. Fra slutten av oktober 2021 kan en observere at aksjeindeksene presterer bedre enn europeiske SPACs. Samtidig gjør de europeiske SPACene det bedre enn de amerikanske. Ved utgangen av november 2021 var den kumulative avkastningen til M&A- og IPO-utvalget henholdsvis 5.6% og 5.3%, sammenlignet med det europeiske utvalget som leverte over 10 prosentpoeng bedre avkastning i samme periode.

En annen bemerkelsesverdig observasjon er at kursen i SPAC-utvalgene faller fra starten av april 2021. Slik som vist gjennom figur 3.1 var det også et stort fall i antall SPAC-noteringer og innhentet emisjonskapital fra mars 2021 og gjennom april 2021. I den forbindelse kan det argumenteres for at en brått redusert aktivitet i SPAC-markedet kan sees i sammenheng med det observerte kursfallet. Likevel ser vi også at kursfallet er gjeldende for de øvrige aksjeindeksene, og kurssvekkelsen for SPAC-utvalgene skyldes trolig et mer generelt fall i

aksjemarkedet. Tidligere har det blitt forklart at SEC varslet endring av regler relatert til regnskapsføring av warrants, og en kan argumentere for at dette også har påvirket SPAC-aktiviteten i USA i denne tidsperioden. Når vi imidlertid observerer et fall for indeksene vil nok svingningene som påvirket hele markedet være den største faktoren til redusert SPAC-aktivitet.

6.3 Warrantstørrelse

Økt aktivitet i SPAC-markedet de senere årene har trolig medført en sterkere konkurranse om å tilby bedre investortilkår blant SPACs. Som nevnt vil ikke-innløsende aksjonærer oppleve den største effekten av utvanningen ved en fusjon, hvor warrantstørrelse er en faktor som bidrar til potensialet for utvanning. I den forbindelse finner vi det interessant å studere en eventuell utvikling i SPAC-selskapene sin struktur gjennom en analyse av warrantstørrelsen. Med dette studerer vi størrelsen på warrants for et utvalg av SPACs i 2020 og 2021.

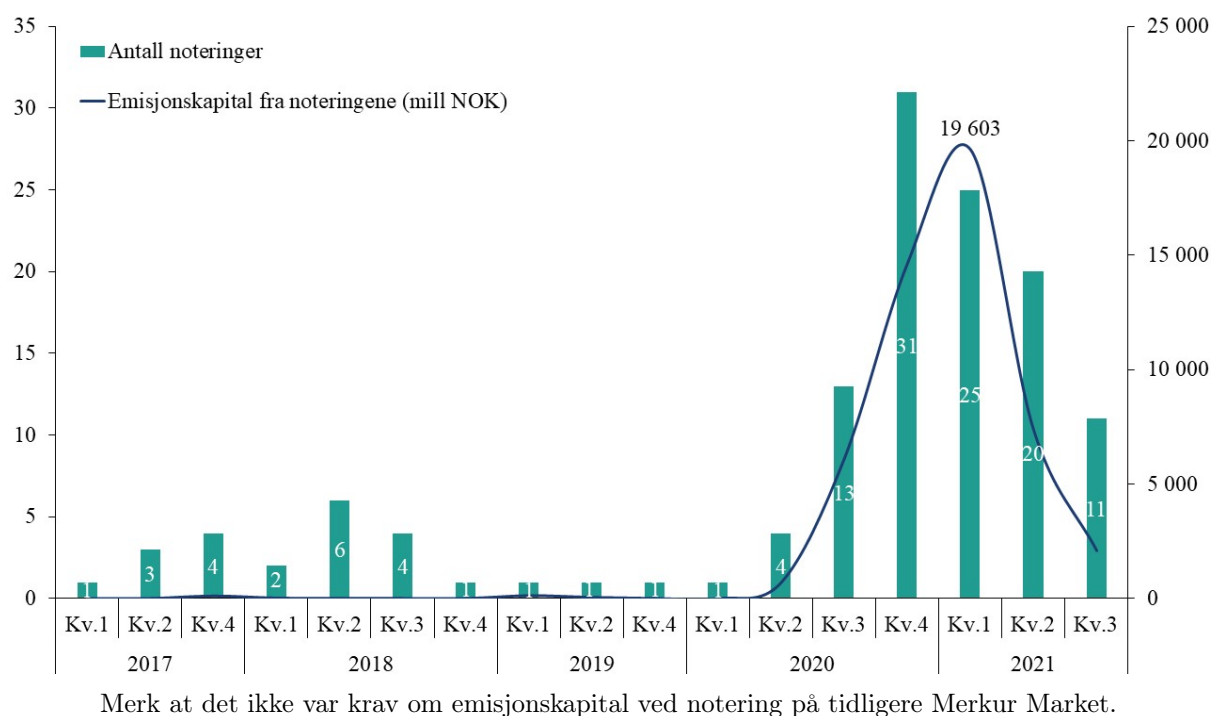
Tabell 6.6: Warrantstørrelser

	Gjennomsnitt	Median
2020	2/5	1/2
2021	3/8	1/3

Tabell 6.6 viser en fordeling som er høyreskjev i 2021, mot en venstreskjev fordeling for det foregående året. Gjennomsnittlig warrantstørrelse per unit som ble utstedt i 2021 er 3/8, hvilket er en reduksjon fra gjennomsnittet på 2/5 i 2020. Medianverdien i 2021 1/3 hvilket igjen er lavere enn gjennomsnittet det samme året. Forskjellen er imidlertid ikke svært stor, men en kan likevel argumentere for at det har vært en positiv utvikling når både median og gjennomsnittlig størrelse er mindre.

6.4 Euronext Growth

Videre presenteres en oversikt og analyse av aktiviteten på Euronext Growth, slik at dette kan brukes som sammenligningsgrunnlag gjennom diskusjon av problemstillingen. Grafen illustrer derfor utviklingen av antall noteringer og emisjonskapital for de siste 5 årene, og viser at dette har økt betydelig for 2020 og 2021.

Figur 6.4: Antall noteringer og sum av emisjonskapital ved Euronext Growth

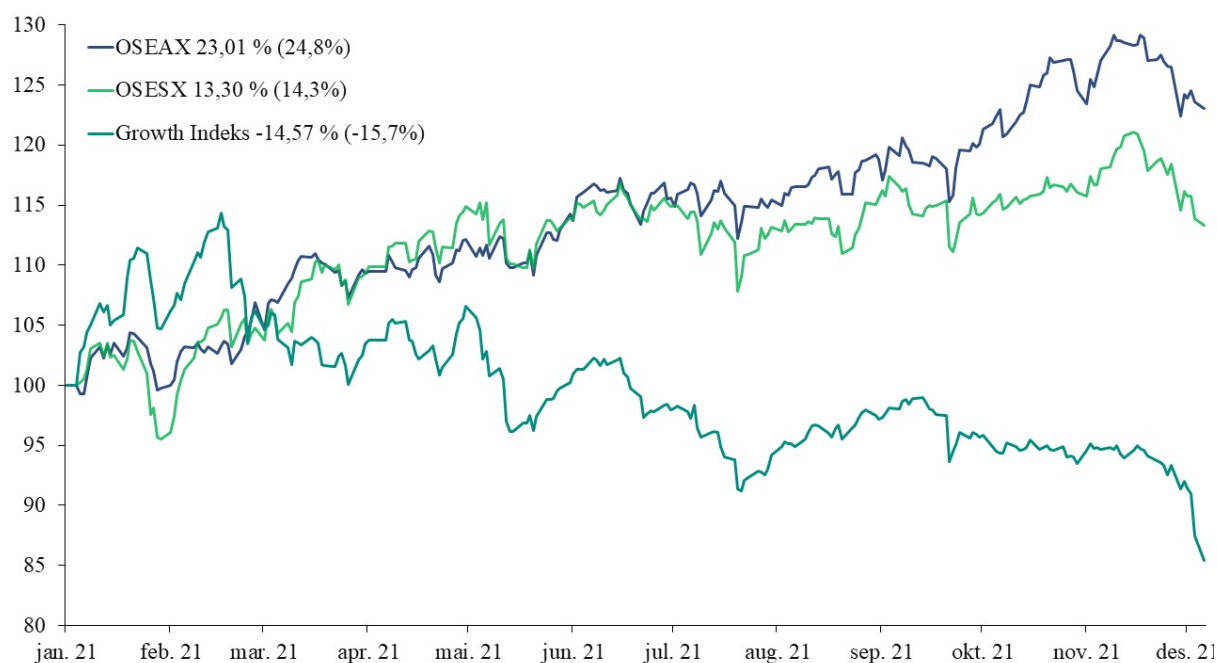
Figur 6.4 illustrerer aktiviteten ved Euronext Growth fra 2017. Igjen er det viktig å bemerke at reglementet på tidligere Merkur Market tillot notering av selskaper uten tilhørende emisjonskapital. Følgelig vil ikke grafen være representativ for faktisk kapitalinnhenting mellom 2017 og 2020, ettersom det har blitt hentet kapital til selskapene gjennom rettede emisjoner i etterkant av notering. Dette er forklaringen for svært lav emisjonskapital frem til bytte av plattform i 2020.

Det er også viktig å påpeke at utvalget for 2021 kun er basert på noteringer mellom 1. januar og 30. september, slik at tallene for hele 2021 trolig vil være høyere enn hva figuren viser. En kan også observere at antallet var høyt i 2020. I årene før har det derimot vært betydelig færre noteringer på Euronext Growth.

Tabell 6.7: Bransjesammensetning på Euronext Growth Oslo

Sektor	Vekting	n (N=115)
Retail, konsum og tjenester	22.6%	26
Industri	13.9 %	16
Energi	13.9 %	16
Teknologi og telekom.	13.0%	15
Forsyning	11.3 %	13
Bank, finans og forsikring	9.6%	11
Helse	7.0%	8
Materialer	7.0 %	8
Eiendom	1.7 %	2
Total		115

Tabell 6.7 illustrerer sektorsammensetning på Euronext Growth for 2021. Den største andelen tilsvarende retail, konsum og tjenester. Dersom dette sammenlignes med tabell 5.1 ser vi at denne andelen er større for Euronext Growth. For SPAC-utvalget er det imidlertid teknologi og telekom som utgjør den største andelen med 28.2%, mens dette kun tilsvarende 13.0% for Euronext Growth. Sistnevnte har ingen segmentering innen media, som 7.1% av SPAC-utvalget består av.

Figur 6.5: Kursutvikling ved Euronext Growth mot OSEAX og OSESX i 2021

Utvalget vårt fra Euronext Growth illustreres ved *Growth Indeks*

Avslutningsvis illustrerer figur 6.5 kursutviklingen ved selskapene på Euronext Growth

mot OSESX og OSEAX fra 1.januar 2021 til 01.10.2021. Utvalget vårt fra Euronext Growth er som nevnt representert gjennom *Growth Indeks*. En kan observere at Euronext Growth hadde en positiv start på året, men i de påfølgende månedene har hatt en negativ kursutvikling. Selskapene på Euronext Growth presterte med en negativ kumulativ avkastning på -14.6% sammenlignet med 13.3% for indeksen til smallcap-selskapene ved Oslo Børs, OSESX.

7 Diskusjon

Med utgangspunkt i den beskrevne situasjonen i dag og funn fra analysen vil vi diskutere hvorvidt SPACs bør innføres i Norge. Dette vil bli gjort ved å først diskutere hvorvidt SPACs er en lønnsom noteringsmekanisme for interessenter, basert på en analyse av amerikanske og europeiske SPACs. Etter å ha evaluert dette vil oppgaven videre diskutere om Norge faktisk har behov for en ny noteringsmekanisme med tanke på at vi allerede synes å ha en effektiv noteringsmekanisme gjennom Euronext Growth. Avslutningsvis foretas en kort diskusjon om implementeringen av SPACs er mulig i praksis med tanke på regelverket og dialogen mellom Finanstilsynet og Oslo Børs ASA.

7.1 Lønnsomhet

Avkastning

Forventet avkastningen er viktig når man evaluerer om SPACs bør tillates i Norge. Avkastningsanalysen for warrants, aksjer og units var varierende avhengig av om SPACen hadde fusjonert med målselskap eller ikke. SPAC-periode og annualisert avkastning for SPACs i M&A-utvalget var positiv, og spesielt høy for warrants. Analysen viste likevel lavere avkastning for instrumenter i utvalget som ikke hadde funnet et målselskap å fusjonere med. Dette kan videre anses naturlig da avkastningen blir proporsjonal med verdien på escrow-kontoen. En kan argumentere for at dette ikke er av betydning for investor. Enten vil SPACen fusjonere og investorene oppnår høyere avkastning, eller så vil de få tilbakebetalt investeringsbeløpet med påløpte renter dersom SPACen mislykkes. Imidlertid er det en risiko for at sponsorer gjennomfører en fusjon med et målselskap som ikke er egnet.

Som illustrert i analysen har SPAC-utvalgene i USA prestert dårligere enn aksjeindeksene i periodene som studeres. Med dette i betraktning kunne investorer oppnådd bedre avkastning gjennom de alternative investeringsmulighetene enn SPAC-selskapene i USA-utvalget. Basert på kursutviklingen for amerikanske SPACs mot aksjeindeksene kan en derfor argumentere for at det ikke vil være hensiktsmessig å innføre SPACs i Norge. Samtidig er det verdt å påpeke at investeringer i de amerikanske SPAC-selskapene har

hatt en begrenset nedside ettersom investorene har hatt mulighet til å få tilbake hele investeringsbeløpet sitt i forkant av en fusjon.

Videre har det blitt påpekt tidligere at utviklingen av europeiske SPACs og amerikanske SPACs ikke omfattes av samme karakteristika i handelsmarkedene og ved reguleringer. De europeiske SPACene har levert bedre kursutvikling enn både de fusjonerte og ikke-fusjonerte SPAC-selskapene i USA. Dette kan igjen være en konsekvens av relativt sett bedre vilkår for investorene i de europeiske SPAC-selskapene, sammenlignet med de amerikanske. Dette vil beskrives videre.

Reglement og struktur

Som nevnt har tidligere forskning vist at andel innløsninger medfører økt utvanning av investert kapital, hvilket gir ikke-innløsende aksjonærer en reelt sett dårligere avkastning på sine aksjer (Klausner et al., 2021). Et regelverk som kontrollerer antall innløsninger vil med dette redusere utvanningen til de ikke-innløsende aksjonærene. I Sverige og Nederland har det som nevnt blitt satt krav i forhold til innløsninger. På denne måten får en mer kontroll over innløsning og utvanning, og dette kan være en lov Norge også inkluderer ved utarbeidelsen av reglementet for noteringsmekanismen. Den positive utviklingen av størrelse på warrants i kombinasjon med en grense for andel innløsninger kan sammen medføre mindre utvanning, og dermed bedre avkastning for aksjonærer som ikke innløser.

Tidligere forskning har vist at sponsorenes fortjeneste også bidrar til økt utvanning (Klausner et al., 2021). De amerikanske SPACene har standardisert fortjeneste på 20% av aksjekapitalen i det fusjonerte selskapet. En slik standardisering er derimot ikke gjeldende i Europa. I Amsterdam ser man eksempelvis en mer moderat fortjeneste i intervallet mellom 10% og 20%, mens SPACs i Tyskland og Frankrike skaper samsvarende insentiver for sponsor og investor gjennom fortjenesten. Dette reduserer risiko for verditap ved å investere i en SPAC og holde sin aksjeposisjon gjennom en fusjon.

Klausner et al. fant også at gebyr til meglerhus og advokatselskap virker utvannende på aksjene i selskapet (Klausner et al., 2021). I motsetning til det amerikanske markedet er ikke transaksjonskostnadene i Europa kravsatt. Som nevnt utgjør gebyrene mellom 3.25% og 5.5% i eksempelvis Amsterdam, mens USA praktiserer en mer standardisert gebyr på 5.5%.

Gitt at denne utredningen forsøker å svare på hvorvidt SPACs vil kunne være gunstig å innføre i Norge er det nærliggende å anta at det norske SPAC-markedet vil ha flere likheter med det europeiske SPAC-utvalget enn det amerikanske SPAC-utvalget. Ved å utarbeide reguleringer som i større grad ivaretar aksjonærene sine interesser kan et eventuelt norsk SPAC-marked se en utvikling som i større grad samsvarer med funnene fra det europeiske SPAC-markedet.

Positiv utvikling

Som nevnt viser analysen vår en mer optimistisk kursutvikling den siste tiden, og spesielt i Europa. Dette kan skyldes bedre reglementer og tydeligere krav fra myndigheter og investorer. Slik som beskrevet under seksjonen om tidligere forskning så vil størrelsen på warrants i kombinasjon med andel innløsning resultere i utvanning, og dette vil videre skape dårlig avkastning for ikke-innløsende aksjonærer (Klausner et al., 2021). Analysen av warrantstørrelser illustrer imidlertid at den gjennomsnittlige warrantstørrelse for 2021 er lavere enn for 2020, da størrelsene er henholdsvis 2/5 og 3/8. Følgelig viser analysen en positiv utvikling for SPAC-selskaperes struktur når det kommer til investorvern.

7.2 Investorvern

Kursutviklingen i utvalget vårt har vært varierende sammenlignet med aksjeindeksene, hvor de amerikanske SPAC-selskapene gjør det dårligere enn indeksene. I tillegg viser avkastningsanalyse for ulike instrumenter at avkastningen er lavere for selskaper som ikke har funnet målselskap, sammenlignet med de som har fusjonert. Videre finner tidligere forskning at ikke-innløsende aksjonærer opplever redusert lønnsomhet og utvanning grunnet innløsende aksjonærer, warrants, gebyrer og sponsorenes insentiv til å prioritere egen fortjeneste (Klausner et al., 2021).

På den andre side viser vi at SPACs i Europa har levert bedre avkastning enn SPACs i USA, og påpeker at dette kan være et resultat av forskjellige lover og standarder. Norge må utarbeide et reglement som ivaretar investorvern ved å tilrettelegge for reduksjon av faktorene som skaper utvanning og redusert avkastning. Derfor må Norge utarbeide lover som setter krav i forhold til innløsende aksjonærer, på tilsvarende måte som Sverige og Nederland har gjort. Regulering av innløsninger, i kombinasjon med den positive

utviklingen av warrantstørrelse, kan begrense en del av utvanningen. Videre viser vi også at warrantstørrelser i snitt var lavere i 2021 enn i 2020, hvilket er positivt i sammenheng med potensialet for utvanning.

Investorvernet kan forbedres ytterligere ved å tilegge flere reglement som bidrar til redusert utvanning, samt krav til økt informasjonsformidling. Utvanningen kan eksempelvis forbedres ved å redusere gebyrer eller og ta hensyn til investorer gjennom sponsorenes fortjeneste, da disse forholdene også fører til utvanning (Klausner et al., 2021). Tabell 3.1 viser at Amsterdam har lavere gebyrer sammenlignet med USA, samt at det ikke er en standardisert prosentvis fortjeneste for sponsorer i Europa på samme måte som i USA. I tillegg har eksempelvis Tyskland og Frankrike utarbeidet regler som samsvarer insentivene for investor og sponsor.

Et annet forslag kan være å kreve at investorer må være kvalifisert for å kunne investere i SPACs. Som beskrevet og definert i kapittel 3 er dette noe en kan observere på Euronext Amsterdam og Paris. Avkastningsanalysene for SPACs som har fusjonert og ikke fusjonert forsterker dette argumentet. Det er fordelaktig at investorene er kompetente nok til å kunne foreta en vurdering av hvorvidt en SPAC kan finne et egnet målselskap. Ved å kun la kvalifiserte investorer investere i en SPAC kan det bidra til at færre SPACs, uten tilstrekkelig med potensiale, får nok kapital til å fortsette prosessen.

Basert på funn i utredningen kan en konkludere med at SPACs er et forholdsvis lite transparent instrument, som har levert varierende avkastning. Imidlertid viser vi en positiv utvikling av avkastningen gjennom en forbedret struktur som ivaretar investorvernet mer enn tidligere. Vi observerer at SPACs i Europa presterer bedre enn SPACs i USA, samtidig som vi observerer en tydeligere regulert struktur. Derfor argumenterer vi for at en bedret avkastning i Europa kan forklares gjennom en mer investorvennlig struktur. Følgelig argumenterer vi for at det er for tidlig å avslå SPACs som en egnet noteringsmekanisme i Norge, og mener strukturen kan konstrueres til å være fordelaktig for alle interessenter gjennom krav inspirert av europeiske regelverk.

7.3 Behovet i Norge

Etter å ha konkludert med at det er for tidlig å avslå SPACs som noteringsmetode i Norge, er et annet sentral spørsmål hvorvidt vi faktisk har behov for en ny noteringsmetode i det

norske markedet. En kan argumentere for at Norge ikke har tilsvarende behov som andre land for å implementere SPACs. I Norge har vi Euronext Growth, og følgelig en enklere og raskere noteringsmekanisme sammenlignet med tradisjonell børsnotering på hovedbørsen. For å diskutere dette vil først aktiviteten på Euronext Growth beskrives. Deretter vil argumenter presenteres, før seksjonen avslutningsvis gjengir fordeler av SPACs utover det vi allerede opplever på Euronext Growth.

Euronext Growth

Høy aktivitet

En kan argumentere for at Norge ikke har tilsvarende behov som andre land for å implementere SPACs grunnet Euronext Growth. Slik som beskrevet under dagens situasjon så fremkommer det at noteringskrav for tradisjonell børsnotering er strengere i USA. Da USA ikke har et tilsvarende noteringsmarked som Euronext Growth kan SPACs være et godt tilbud for en rimelig og rask noteringsprosess.

I tillegg til dette kan en diskutere behovet basert på aktiviteten på Growth. I Norge har det vært svært høy aktivitet på Euronext Growth de siste to årene. Slik som 6.4 illustrerte så var det kun 3 noteringer i 2019, men dette økte til 49 og 56 noteringer i 2020 og 2021. Aktiviteten tyder på at selskapenes behov for kapital trolig tilfredsstilles. En kan følgelig derfor argumentere for at vi ikke har tilsvarende behov som eksempelvis USA for en raskere noteringsmetode.

Varig aktivitet?

På den andre siden argumenterer investeringsdirektør Robert Næss i Nordea for at aktiviteten på Euronext Growth kan være kortsiktig grunnet svinginger, slik som beskrevet i kapittel 3. Det fremkommer også at lave renter i 2020 og 2021 kan forklare den høye aktiviteten. I analysen av Euronext Growth kan en videre observere at antall noteringer og kapitalinnhenting har vært betydelig lavere i årene før 2020. I årene før lå antallet på 8, 13 og 3 noteringer. Dette taler for at aktiviteten i 2020 og 2021 kan ha vært forårsaket av momenter som ikke nødvendigvis er evigvarende, som blant annet lavere renter eller kortsiktige svingninger i markedet. En kan følgelig ikke garantere at den høye aktiviteten vil vedvare, eller at karakteristika ved Growth alltid vil dekke behovet for en

ny noteringsmetode.

Følgelig kan en anse det som noe svakt å argumentere for at Norge ikke har behov for en ny supplerende, effektiv noteringsmekanisme med utgangspunkt i aktiviteten på Euronext Growth. På tross av at Norge ikke nødvendigvis har like sterkt behov for noteringsmetoden sammenlignet med USA, kan det likevel oppstå nok behov til at noteringsmetoden burde innføres. Deretter kan heller markedet avgjøre hvorvidt det er behov til ulike tider.

I tillegg til dette er det ikke tilstrekkelig å argumentere for at vi har dekket behovet gjennom Euronext Growth, da aktivitet og notering kan omfatte andre selskaper enn de som ville ha blitt notert gjennom en SPAC. Dette vil utdypes senere.

Lønnsomhet

Et annet viktig moment er lønnsomheten på Euronext Growth. Slik som analyse av kursutvikling viser så har ikke Euronext Growth gjort det bedre enn indeksene på Oslo Børs. Som nevnt tidligere går også halvparten av selskapene som har blitt notert på Euronext Growth i underskudd i følge Næss (Nilsen, 2021). I tillegg til dette uttaler Næss seg om høy verdsettelse av aksjene på Growth, og påpeker at en skal vite hva en holder på med for å oppnå god avkastning (Nilsen, 2021). Med utgangspunkt i dette kan en diskutere hvorvidt Euronext Growth har noe bedre investorvern sammenlignet med SPACs. Uavhengig av dette spørsmålet så taler ikke analysen av kursutvikling for at Growth nødvendigvis dekker behovet for en supplerende noteringsmetode.

Fordeler utover hva Growth tilbyr

Som nevnt tidligere vil ikke argumentasjonen rundt høy aktivitet på Euronext Growth være sterk nok til å forklare hvorfor vi ikke skal innføre SPACs i Norge etter vår vurdering. Dette ble diskutert med utgangspunkt i varigheten på aktiviteten, men det ble også nevnt at noteringen på Growth ikke nødvendigvis omfatter de samme selskapene som hadde blitt notert gjennom en SPAC. I tillegg til dette illustrerer oversikten over bransjesammensettingen på Euronext Growth og av SPAC-utvalget at sistnevnte omfatter andre sektorer enn Euronext Growth. Dette støtter også opp under argumentet om at noteringen på Euronext Growth ikke nødvendigvis omfatter samme type selskap som noteres gjennom en SPAC.

Det er videre andre momenter som medfører at notering gjennom SPACs kan gi fordeler utover Norges eksisterende noteringsmetoder. I intervju med Viking Venture fremkommer det som nevnt at selskapene de ønsker å notere er for store for den eksisterende modellen deres. De opplever følgelig behov for SPACs som noteringsmekanisme for å oppnå ønsket verdiskapning.

I tillegg er det kjent at Viking Venture ACQ har hentet inn kapital fra mange store utenlandske investorer. Dersom Viking Venture ACQ fusjonerer med et norsk målselskap ville vi ha mottatt mer utenlandsk kapital i det norske markedet. På denne måten kan SPACs stimulere og bidra til vekst i det norske markedet gjennom kapital fra utlandet, som følge av at noteringsmetoden allerede er godt etablert i andre land.

Et annet argument vedrørende verdiskapning er at sponsorene kan bruke sin kompetanse til å øke denne. Målselskapene som noteres gjennom en SPAC kunne i utgangspunktet ha gjennomført en noteringsprosess. Samtidig kan en argumentere for at et styre med erfaring kan bidra til ytterligere verdiskapning i et potensielt målselskap. I denne sammenheng kan det også argumenteres for at tillit til kompetente sponsorer med godt omdømme kan bidra til økt likviditet og tilgang på kapital for et målselskap, sammenlignet med en vanlig notering på Growth. Samlet sett kan SPACs være en positiv bidragsyter for selskap og markedet gjennom styrekompetanse og kapitaltilgang.

Norsk regelverk

Etter å ha konkludert med at SPACs kan være en hensiktsmessig noteringsmekanisme å innføre i Norge, samt at landet kan ha behov for det, må det foretas en kort vurdering av hvorvidt implementeringen er realistisk i praksis. Det er følgelig relevant å ta en vurdering av hvorvidt en SPAC kan anses som et AIF. Vi vil samtidig ikke gå dypt inn på denne vurderingen, grunnet at en detaljert juridisk diskusjon faller utenfor vår kompetanse. Samtidig bør tematikken belyses kort som følge av at dette er en viktig faktor for hvorfor vi ikke har SPACs i Norge. Som påpekt tidligere vil en SPAC sin hensikt være å utføre en fusjon med et selskap med industriell eller kommersiell aktivitet. På denne måten har SPACs hensikt om å fullføre en forretningsstrategi gjennom et driftsselskap, og dette kan anses som et tilknyttet selskap. En kan derfor argumentere for at en SPAC kan falle innenfor kategorien til et holdingselskap. Formålet er videre å oppnå verdiskapning

gjennom det fusjonerte målselskapet, men ikke nødvendigvis gjennom salg av dette. På denne måten kan en argumentere for at en SPAC har et kommersielt eller industrielt formål gjennom målselskapet, og at det følgelig ikke er en innretning for kollektiv investering, eller et alternativt investeringsfond. Det tyder dermed på at SPAC som oftest vil anses som et holdingselskap. Dermed vil det være et unntak fra de reglene som omfatter AIF. Imidlertid er det relevant å påpeke at vurderingen må bli foretatt for ethvert individuelt tilfelle (Heistad. et al., 2021). Da selskaper allerede vurderes individuelt før notering på Euronext Growth ser vi ikke noe ytterligere utfordring ved å gjennomføre en slik vurdering i praksis.

7.4 Oppsummering

Basert på denne diskusjonen vil vi konkludere at det er for tidlig å avslå SPACs som noteringsmetode i Norge, samt at Norge kan danne et lovverk som gjør SPACs mer gunstig, samtidig som det ivaretar investorvern. Vi argumenterer for at SPACs som oftest vil klassifiseres som et holdingselskap i norsk regelverk, men at ethvert selskap må evalueres individuelt. Videre må Norge utarbeide lover som setter grenser for antall innløsninger, størrelse på warrants, sponsor fortjeneste, samt klassifisering av hvem som kan investere i SPACs. Slike regler vil resultere i stort potensial for noteringsmetoden, og argumentasjonen gjøres med utgangspunkt i funn av en positiv utvikling av strukturen og bedre avkastning for mer regulerte SPAC-selskaper.

Etter en diskusjon rundt hvorvidt Euronext Growth er en tilstrekkelig alternativ noteringsmetode til en tradisjonell børsnotering konkluderer kapitlet med at Norge har behov for SPACs. Den nylige observerte høye aktiviteten på Growth kan være kortsiktig, og noteringsmarkedet omfatter ikke nødvendigvis de samme selskapene som vil bli notert gjennom en SPAC. I tillegg kan SPACs gi fordeler utover hva Growth tilbyr ved at sponsorer skaper verdi i målselskaper, samt at SPACs kan samle inn utenlandsk kapital til det norske markedet.

8 Konklusjon

Denne masterutredningen har foretatt en kvalitativ gjennomgang og analyse av en potensiell implementering av SPACs i Norge, med utgangspunkt i problemstillingen: Vil SPACs være gunstig å innføre i Norge, og er det behov for noteringsmetoden i det norske kapitalmarkedet? Oppgaven konkluderer med at SPACs burde innføres i Norge da det er for tidlig å avslå noteringsmetoden, og at markedet deretter kan avgjøre om noteringsmekanismen blir værende. Denne konklusjonen er basert på observasjon av en positiv utvikling av SPACs sin struktur, samt avkastning til SPACs i Europa. Gjennom utredningen finner vi at det ikke nødvendigvis vil være uhensiktsmessig med en ny og effektiv noteringsmetode i Norge. SPACs kan være et supplement til tilbudet på Euronext Growth hvor det ervervende selskapet kan bidra positivt med styrekompetanse til vekst hos målselskap. Konklusjonen er basert på informasjon om dagens SPAC-situasjon, analyser av avkastning, warrantstørrelse, samt oversikt over bransjesammensetting, noteringsaktivitet og emisjonskapital.

Vi ga en oversikt over situasjon og lover i USA, Sverige og Nederland der noteringsmetoden allerede praktiseres. Videre beskrev vi situasjonen i Norge, og hvorfor SPACs foreløpig ikke er implementert her. Deretter analyserte vi avkastningen av SPACs i USA og Europa mot indekser. Analysen finner bedre avkastning på europeiske SPACs enn både de amerikanske SPAC-selskapene og aksjeindeksene, samt en positiv utvikling av størrelsen på warrants. Med utgangspunkt i informasjon angående situasjonen i landene argumenterte vi for at observasjonene kan forklares gjennom ulike reguleringer. Følgelig argumenterte vi for at det er for tidlig å avslå innføring av SPACs Norge, da strukturen kan utarbeides til å bli fordelaktig for interessenter gjennom regler inspirert av europeiske land. Slike regler omfatter krav om kvalifiserte investorer, samt mindre gebyrer, fortjeneste som samsvarer insentiv for sponsorer og investorer, og grense for innløsning for å redusere utvanning.

I tillegg viser oversikt og analyse fra Euronext Growth at SPACs vil kunne bidra til å skape mer verdi i det norske markedet. Vi anser det som svakt å argumentere for at Norge ikke har behov for SPACs grunnet eksisterende høy aktivitet på Euronext Growth, grunnet at aktiviteten kan være kortsiktig og at den ikke omfatter noteringer av de samme selskapene som ville ha blitt notert gjennom en SPAC. Dette er basert på uttalelser fra

Robert Næss i Nordea, Viking Venture ACQ, og funn i analysen. I tillegg diskuteres det at avkastning og investorvern ikke nødvendigvis er bedre på Euronext Growth sammenlignet med SPACs. Videre trekkes det frem at bedre tilgang til kapital fra norske og utenlandske investorer, samt SPAC-sponsorenes kompetanse kan stimulere og bidra til vekst i det norske markedet.

Begrensninger

Vår konklusjon og analyse er basert på antakelser og skjønn, og deretter rasjonalisert med utgangspunkt i tilgjengelig data, samt informasjon fra kvalifiserte fagpersoner. Følgelig kan funn og konklusjoner være påvirket av at det studeres en begrenset mengde med data. SPACs blomstret i 2020 og 2021, og dermed er lite historisk data tilgjengelig slik at en kan analysere SPACs over en lenger tidsperiode. Dette har bydd på utfordringer i forhold til å trekke konklusjoner basert på resultatene fra de ulike utvalgene. Eksempelvis rammer dette analysen av Europa hvor det er få observasjoner før 2020. Det er videre verdt å nevne at SPAC-markedet er i en stadig endring, og at analysen kunne gitt andre konklusjoner dersom analysen blir utført på et senere tidspunkt.

Videre har vi brukt Refinitiv Datastream som primærkilde for kursdata. I dialog med et forskerteam ble vi informert om at denne kilden i større grad er utarbeidet for praksis av arbeid med finansiell data fremfor forskning. Derfor ble vi anbefalt å bruke CRSP som er en mer forskningsrettet tilbyder av kursdata, men fant denne kilden som begrensende ettersom de ikke hadde kursdata tilgjengelig for 2021. Videre kunne datasettet som studeres vært kryssjekket mot flere datakilder og offentlige dokumenter, men grunnet tidsbegrensning forutsetter studien at Refinitiv Eikon og Refinitiv Datastream er tilstrekkelig pålitelige kilder.

Når det gjelder kildebruk er en annen begrensning bruken av en kommersiell kilde. SPAC-research ble brukt til utarbeidelse av analysen over warrantstørrelse som følge av at vi ikke fant informasjonen tilgjengelig gjennom andre databaser. På tross av at tidligere studier som "A sober look at SPACs" utnytter denne databasen, så anser vi tillit til kommersielle databaser som en begrensning for analysen. I tillegg til dette var det begrenset mengde informasjon og data rundt andre momenter som kan forklare utvikling av SPAC-strukturen, som eksempelvis fortynning og innløsninger.

Ved tilgang til mer detaljert informasjon kunne funnene fra denne masterutredningen gitt besvarelsen mer tyngde. Derfor presenterer vi forslag til videre forskning for å støtte analyse og funn.

Videre forskning

Med utgangspunkt i begrensningen med data ville det ha vært interessant å oppdatere analyse av kursutvikling på et senere tidspunkt, slik at en også oppnår forståelse av videre utvikling i SPAC-markedet. I tillegg kunne konklusjoner og argumenter blitt forsterket dersom en oppdatert analyse inkluderte momenter som måling av fortynning, PIPE-investeringer og antall innløsninger. Dette var i utgangspunktet en del av den planlagte analysen, men i november ble det publisert en revidert utgave av “A sober look at SPACs” som undersøkte disse momentene under og etter det studien definerer som en SPAC-boble fra Q4 2020 til Q1 2021 (Klausner et al., 2021). Den reviderte utgaven fant forbedringer i strukturen under SPAC-boblen, men finner at blant annet antall innløsning og fortynninger øker igjen etter boblen. Vi ønsket derfor å vinkle oppgaven ved å fokusere på momenter som den reviderte utgaven ikke omfatter, eksempelvis SPACs i Europa og Euronext Growth. Derfor kunne videre forskning inkludert informasjon angående antall innløsninger, PIPE-investeringer og fortynning i en samlet, oppdatert analyse.

Videre kunne en analyse av warrantstørrelse basert på manuell sjekk av offentlige dokumenter ha styrket den gjeldende analysen og eventuelt konklusjon, og vi foreslår også dette som et moment for videre forskning. Det samme gjelder ved tilgang til bedre data angående gebyrer og sponsorenes fortjeneste. Vi ønsket i utgangspunktet å utføre en analyse på utviklingen over tid for disse to momentene, men har ikke tidskapasitet eller tilgang til egnet data. Følgelig foreslår vi å undersøke dette videre, da det kunne resultere i spennende informasjon og vinkling av analysen.

Referanser

- Aase, S. og Fossan-Waage, P. (2021). Spac - en raskere vei til børsnotering? Hentet: 12.10.2021.
- Abrahamsen, T. og Svee, L. M. (2021). What you should know about a euronext growth oslo listing. Hentet: 07.10.2021.
- Asgari, N. og Morris, S. (2021). European bankers set sights on amsterdam as regional spac capital. <https://www.ft.com/content/240293a8-20ed-4cf3-a5ec-63dc1c2d9076>. Hentet: 28.10.2021.
- Baboolall, D., Banchik, L., Bernow, S., Casiero, D., Kalavar, S., Kane, S., Kwek, J.-H., Nee, A., Palter, Rob Sanghvi, A., og Youtsos, M. (2021). A year of disruption in the private markets. McKinsey Global Private Markets Review 2021.
- Baker, M. (2021). Spac litigation gains momentum. *International Financial Law Review*.
- Batsev, D. og Katz, J. (2021). How spac skepticism has given pipe investors an edge. https://www.lazardassetmanagement.com/docs/-m0-/121425/HowSPACskepticismHasGivenPIPEInvestorsAn_LazardInsights_202105_en.pdf?fbclid=IwAR0BU6TnL4Kn3j6l_uQnv8kjOQbxA5rKTpzpGS1oNSqJ4abLhMJwuFujR2U/. Hentet: 12.12.2021.
- Bellamy, A. M. og Haugan, K. (3. juni 2021). Opptak til handel av blankosjekkselskaper. <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/f4a80ed380734417b13fdacfe5e71616/opptak-til-handel-av-blankosjekkselskaper.pdf>. Hentet: 20.09.2021.
- Berger, R. (2008). Spacs: An alternative way to access the public markets. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(3):68–75.
- Bettingselskaper (2021). Sbtech. <https://www.bettingselskaper.com/oddsleverandorer/sbtech/>. Hentet: 09.09.2021.
- Bjorn, W. (2017). Privat eller offentlig ansvarlig selskap (bv mot nv). <https://no.intercompanysolutions.com/selskap-bv-nv/>. Hentet: 16.11.2021.
- Boyer, C. M. og Baigent, G. G. (2008). Spacs as alternative investments: an examination of performance and factors that drive prices. *The Journal of Private Equity*, 11(3):8–15.
- Businesswire (2019). Draftkings to become public company, creating the only vertically-integrated u.s.-based sports betting and online gaming company. <https://www.businesswire.com/news/home/20191223005130/en/DraftKings-to-Become-Public-Company-Creating-the-Only-Vertically-Integrated-U.S.-based-Sports-Betting-and-Online-Gaming-Company/>. Hentet: 09.09.2021.
- Cembalest, M. J. (2021). Hydraulic packing:. Hentet: 17.11.2021.
- Chen, J. (2021). Investor definition. <https://www.investopedia.com/terms/i/investor.asp>. Hentet: 05.11.2021.
- Cherney, M. (2021). Here are 5 things to know about draftkings, after it went public and fetched a \$6 billion market cap. <https://www.marketwatch.com/story/draftkings-is-now-a-public-company-worth-more-than-6-billion-5-things-to-know-2020-04-27>. Hentet: 14.09.2021.

Clay, C. (2021). What is a de-spac transaction? <https://www.dfinsolutions.com/knowledge-hub/thought-leadership/knowledge-resources/what-de-spac-transaction>. Hentet: 28.10.2021.

Coates, J. (2021). Spacs, ipos and liability risk under the securities law. Hentet: 21.09.2021.

Coates, J. og Munter, P. (2021). Staff statement on accounting and reporting considerations for warrants issued by special purpose acquisition companies (“spacs”). <https://www.sec.gov/news/public-statement/accounting-reporting-warrants-issued-spacs>. Hentet: 22.11.2021.

Creaspac (2021a). About creaspac. <https://www.creaspac.com/about-creaspac/creaspac/>. Hentet: 29.09.2021.

Creaspac (2021b). Creaspac - prospectus. Prospectus. Hentet: 29.09.2021.

Creaspac (2021c). Organization. Hentet: 29.09.2021.

Creaspac (2021d). Terms and conditions for warrants 2021/2029 regarding subscription of shares in creaspac ab. Prospectus. Hentet: 29.09.2021.

Cruz, E., Stabinsky, N., Feary, R., Sharma, Charu. Rutherford, A., Bahri, D., og Krasner, Y. (2020). Making waves: the evolution of spacs. 2020 Fourth Quarter Publication. Hentet: 05.11.2021.

DiamonEagle (2021). Draftkings closes business combination and will begin trading on the nasdaq stock exchange. <http://eagleinvestmentpartners.com/draftkings-closes-business-combination-and-will-begin-trading-on-the-nasdaq-stock-exchange/>. Hentet: 14.09.2021.

Euronext (2021a). Euronextabout euronext. <https://www.euronext.com/en/about>. Hentet: 10.10.2021.

Euronext (2021b). EuronextGrowth euronext growth. <https://www.euronextvps.no/no/investoraktivitet-pa-euronext-growth-gjennom-2020/>. Hentet: 04.11.2021.

Farley, A. (2021). Warrants: A risky but high-return investment tool. <https://www.investopedia.com/trading/warrants-risky-but-high-return-investment-tool/>. Hentet: 02.12.2021.

Feldman, D. N. (2010). *Reverse mergers: And other alternatives to traditional IPOs*, volume 50. John Wiley & Sons.

Finanstilsynet (2021). Alternative investeringsfond. Hentet: 12.10.2021.

Fjellvær Hagen, E. og Welde, J. (2021). Møte med viking venture. Personlig kommunikasjon. Hentet: 22.09.2021.

Ghang, M., Ritter, J. R., og Zhang, D. (2021). Spacs. *Available at SSRN 3775847*.

Gordon, S. (2021). Blank check company. <https://www.investopedia.com/terms/b/blankcheckcompany.asp>. Hentet: 29.10.2021.

Grini, S. (2021). Grini første spac på børs i norge.

- <https://finansavisen.no/nyheter/finans/2021/05/27/7679660/forste-spac-pa-bors-i-norge>. Hentet: 28.10.2021.
- Haugan, K. og Rostveit, E. (2021). Opptak til handel av blankosjekkselskaper. Mail. Hentet: 09.10.2021.
- Heistad., M., Hammerich., P., Jøtun., C., og Svendsby, V. (2021). Kapitalforvaltning | spacs – er det fond i norge? Hentet: 12.10.2021.
- Heredia, Fernandez-Galiano, og Garcia (2021). The spacs boom. Hentet: 11.10.2021.
- Heyman, D. K. (2007). From blank check to spac: the regulator's response to the market, and the market's response to the regulation. *Entrepreneurial Bus. LJ*, 2:531.
- Høyby Ausland, E. (2021). Orientering om opptak til handel av blankosjekkselskaper. Mail. Hentet: 14.10.2021.
- Ingwersen, K. (2021). DN hva er vekstaksjer? <https://www.dn.no/bors/dns-aksjekurs/vekstaksjer/kahoot/dns-aksjekurs-hva-er-vekstaksjer/2-1-982244>. Hentet: 03.11.2021.
- Klausner, M., Ohlrogge, M., og Ruan, E. (2021). A sober look at spacs. *Yale Journal on Regulation (forthcoming 2021)*, available at <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm>.
- Lakicevic, M. og Vulcanovic, M. (2013). A story on spacs. *Managerial Finance*.
- Layne, R., Lenahan, B., og LLP, V. . E. (2018). Special purpose acquisition companies: An introduction. <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>. Hentet: 16.12.2021.
- Levitt, M., Austin, M., og Gleske, C. (2021). Spac momentum continues in europe with further listings in amsterdam and frankfurt and reform in london. <https://www.freshfields.com/4a5585/globalassets/imported/documents/spac-momentum-continues-in-europe-with-further-listings-in-amsterdam-and-frankfurt-and-reform-in-london.pdf>. Hentet: 03.10.2021.
- Lewellen, S. (2009). Spacs as an asset class. *Available at SSRN 1284999*.
- Malmberg, D., Gillespie, D., Waas, P., Braeutigam, W., Rand, D., Chandra, V., Hurwitch, J., og Schmidlin, M. (2021). Private-company cfo considerations for spac transactions. Hentet: 02.10.2021.
- Maudouit-Ridde, A. (2021). Spac: New trends in france and europe. <https://ma-review.com/spac-new-trends-in-france-and-europe/>. Hentet: 12.12.2021.
- Nasdaq (2018). What is a qualified investor?). <https://www.nasdaq.com/articles/what-qualified-investor-2018-02-14/>. Hentet: 16.11.2021.
- Nasdaq (2019). Diamond eagle acquisition, jeff sagansky's fifth spac prices ipo at \$10, and begins trading. Hentet = 11.10.2021, from: <https://www.nasdaq.com/articles/diamond-eagle-acquisition-jeff-saganskys-fifth-spac-prices-ipo-at-%2410-and-begins-trading>.
- Nasdaq (2021a). Nasdaq about us. http://www.nasdaqomxnordic.com/about_us. Hentet: 23.10.2021.

- Nasdaq (2021b). Nordic main market rulebook for issuers of shares. <https://www.nasdaq.com/solutions/rules-regulations-stockholm#resource-center>. Hentet: 23.10.2021.
- Nilsen, A. A. (2021). Nilsen beregner at euronext growth-aksjene er blant verdens dyreste. <https://e24.no/boers-og-finans/i/56j9RE/beregner-at-uronext-growth-aksjene-er-blant-verdens-dyreste>. Hentet: 03.22.2021.
- Pareto (2021). Pareto euronext growth. <https://www.paretosec.no/emisjoner/emisjoner-hos-pareto/uronext-growth>. Hentet: 04.11.2021.
- Revfem, J. (2021). Revfem grønne vekstaksjer har gått på en kjempesnell i år, eierne er blitt flere titall milliarder fattigere på papiret. <https://www.nettavisen.no/okonomi/gronne-aksjer-i-fritt-fall-verdier-for-titalls-milliarder-kroner-borte/s/12-95-3424125272>. Hentet: 03.11.2021.
- Rosen, A. (2021). Draftkings, thriving in the pandemic, now sees better odds of success. <https://www.bostonglobe.com/2021/04/11/business/draftkings-thriving-pandemic-now-sees-better-odds-success/>. Hentet: 13.09.2021.
- SEC (2019a). Diamond eagle acquisition corp form 8-k. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001772757/000114420419025917/tv521448_8k.htm. Hentet: 09.09.2021.
- SEC (2019b). Diamond eagle acquisition corp: Underwriting agreement. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001772757/000114420419025917/tv521448_ex1-1.htm. Hentet: 09.09.2021.
- SEC (2021a). About the sec. <https://www.sec.gov/about.shtml>. Hentet: 12.10.2021.
- SEC (2021b). S-1 registration statement under the securities act of 1933 - lancadia holdings iii inc. https://content.edgar-online.com/ExternalLink/EDGAR/0001104659-20-111514.html?hash=de3c8ee58beaa04116a5cda14e3b2cb5e43a8542538fda119f84e616e567632c&dest=TM2029301D6_EX4-3_HTM#TM2029301D6_EX4-3_HTM. Hentet: 09.10.2021.
- SEC (2021c). What you need to know about spacs. <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/what-you-need-know-about-spacs-investor-bulletin>. Hentet: 01.10.2021.
- Strøm, K. (2020). Viktige endringer i handelsregler på børsen. <https://www.paretosec.no/aktuelt/viktige-endringer-i-handelsregler-paa-boersen>. Hentet: 13.12.2021.
- VikingVenture (2021). Venture viking venture is establishing the first norwegian spac. <https://vikingventure.com/viking-venture-is-establishing-the-first-norwegian-spac/>. Hentet: 28.10.2021.
- Vulnerable, o. og Oakdale, L.-R. p. f. (2021). United states district court western district of louisiana lake charles division. Hentet: 05.10.2021.
- Waitr (2021). Waitr inc homepage. <https://waitrapp.com/>. Hentet: 15.09.2021.
- White&CaseLLP (2021). European spac & de-spac data & statistics roundup. Hentet: 28.09.2021.
- Wiersholm (2021). Wiersholmnorway m&a and ipo trends 2020.

<https://www.wiersholm.no/en/newsletter/norway-ma-and-ipo-trends-and-insights-2020>. Hentet: 03.11.2021.

Zvi, B., Kane, A., og Marcus, A. (2018). *Investments*. McGraw Hill Higher Education.

Appendiks

A1 Case fra USA

Det er er ønskelig å skildre to eksempler på fusjonerings av målselskap og SPACs for å illustrere hvordan utfoldelsen av SPAC kan bli. Det første caset vil beskrive et eksempel på en vellykket fusjon, og vil bruke Diamond Eagle Acquisition Corp som eksempel. Det andre caset illustrerer derimot en mindre vellykket fusjon, og vil beskrive Landcadia Holdings Inc. Begge casebeskrivelsene vil først introdusere SPAC-selskapet, og deretter beskrive målselskapet. Videre vil struktur bli gjort rede for, og avslutningsvis vil utfallet av fusjonen bli beskrevet.

A1.1 En amerikansk SPAC-suksess

Blant de amerikanske SPAC-selskapene som har oppstått i USA de siste tre årene er DraftKings ofte nevnt som en suksesshistorie. I dag er selskapet best kjent som en markedsleder innenfor daglig fantasysport, og gambling innenfor sportssegmentet. Selskapet er et resultat av en fusjon mellom den amerikanske SPACen Diamond Eagle Acquisition Corp, DraftKings og det bulgarske B2B spill-tech-selskapet SBTech (DiamondEagle, 2021).

SPAC - Diamond Eagle Acquisition Corp

SPAC-selskapet Diamond Eagle Acquisition (DEACU) hentet 400 millioner dollar i en børsnotering 14. mai 2019. Selskapet ble blant annet dannet av sponsoren Jeff Sagansky, best kjent som en amerikansk filmprodusent. DEACU var det femte SPACet i Sagansky's portefølje hvor han var oppført som sponsor og CEO gjennom selskapet Eagle Equity Partners. Videre hadde han med seg Harry E. Sloan som en av selskapets grunnleggere, omtalt som "Insider", med tilsvarende rettigheter som Sagansky (Nasdaq, 2019).

Ved opprettelsen av Diamond Eagle Acquisition ble det ikke definert og bestemt begrensning for målselskap innenfor en spesiell bransje, sektor eller geografi. Selskapet uttalte kun at de hadde som hensikt å utnytte ledelsen sin tidligere erfaring og evne innenfor å identifisere, erverve og styre virksomheter, samt dra nytte av deres globale nettverk. Videre viste selskapet til ledelsens tidligere suksess innenfor strategiske investeringer i

medie- og underholdningsbransjen (Nasdaq, 2019).

Videre utarbeidet selskapet retningslinjer for potensielle investeringer som blant annet definerte at de var på utkikk etter målselskap innenfor vekstmarkeder - hvor de igjen understrekte deres erfaring innenfor mediabransjen. De definerte også at de ønsket å finne en selskapskombinasjon hvor lederne i SPAC-selskapet kunne bidra inn mot drift i de tilegnede selskapene med erfaring og kunnskap, samt nettverk. Avslutningsvis var planen å finne et eller flere selskap med potensiale for sterk kontantstrøm og gode utsikter for inntekt og profitt (Nasdaq, 2019).

Målselskap

Med utgangspunkt i de beskrevne retningslinjene fant Diamond Eagle Acquisition et egnet målselskap. I dag opererer det tidligere Diamond Eagle Acquisition Corp under selskapsnavnet DraftKings. Før fusjonen var det Boston-baserte driftsselskapet best kjent for å være et ledende digitalt underholdning- og spill-selskap innenfor sportssegmentet. Selskapet ble stiftet i 2012 og hadde ved tidspunkt for oppkjøp omlag 2300 ansatte i flere land rundt om i verden (DiamondEagle, 2021).

Før fusjonen besto DraftKings av tre hovedområder - daglig fantasysport, "sportsbetting" (sportsbetting) og digital casino gambling. De ulike segmentene var påvirket av en varierende grad av lovlighet i ulike amerikanske delstater (Cherney, 2021). I segmentet for daglig fantasysport hadde de kapret markedsandel på 60% i 43 amerikanske stater, samt åtte internasjonale markeder. Videre hadde de tilegnet seg store markedsandeler innenfor digital sportsbetting, med tilstedeværelse i fire amerikanske stater hvor slik virksomhet var tillit (Businesswire, 2019).

Draftkings hadde bygget ut en egen plattform med et fullintegret system hvor hver bruker hadde egne betalingskontoer, samt en universell profil. Med dette kunne brukerne sømløst delta i sportsbetting, "black jack" og andre konkurranser. Dette systemet tillot at Draftkings stadig kunne utvikle og forbedre tilbudet uten å bygge opp helt ny back-end infrastruktur, og som var fordelaktig for å kunne tilpasse seg etterspørsel og endring i markedet (DiamondEagle, 2021).

Det andre målselskapet som ble fusjonert er SBTech. SBTech er en oddsleverandør som har vært i markedet siden 2007, og er nå en ledende aktør i markedet. Selskapet er ansvarlig for

oddsen hos over 50 ”bookmakere” internasjonalt, og har over 1000 ansatte totalt. SBTech fokuserer på å være en av aktørene med de høyeste oddsene på sportsspill gjennom et brukervennlig oppsett (Bettingselskaper, 2021).

Struktur

I likhet med en stor andel amerikanske SPACer solgte DEACU units til offentlige aksjonærer for 10 dollar - og med dette ble det utstedt 40 millioner units i emisjonen. En unit besto av en almann aksje og en tredjedel av en warrant med mulighet for innløsning. Hver warrant tillot investorene å kjøpe en aksje for 11.5 dollar ved fusjon med ett eller flere andre selskap. Med dette måtte en investor eie minst tre units for å kunne tilegne seg en hel ny almann aksje ved selskapskombinasjon. Videre var units tilgjengelig for handel gjennom Nasdaq.

Ved børsnoteringen skulle selskapet i utgangspunktet utstede 35 millioner units med mulighet for å utstede ytterlige 5.25 millioner units gjennom en opsjonsavtale med meglerhusene (SEC, 2019b). Denne opsjonsavtalen var ment til å dekke over eventuell overtegning av units i emisjonen. Deutsche Bank Securities og Goldman Sachs & Co var garantister for noteringen og utøvde opsjonsavtalen delvis - med dette kjøpte de 5 millioner ekstra units slik at selskapet totalt hentet inn 400 millioner dollar gjennom 40 millioner units (SEC, 2019a). Offentlige aksjonærer hadde anledning til å løse inn hele eller deler av sine A-aksjer i forkant av selskapskombinasjonen. Ved dette tilfellet ville investorene få tilbake den opprinnelige investeringen per aksje - i tillegg til eventuelle renter, men med forbehold om fratrekk av noen kostnader knyttet til skatt og finansiering av arbeidskapital (SEC, 2019a).

Utfall

Diamond Eagle hentet 400 millioner dollar da selskapet ble notert i april 2019. I slutten av 2019 annonserte SPAC-selskapet at de skulle kjøpe opp både SBTech og DraftKings, hvor kombinasjonen av de to selskapene ble verdsatt til 2.7 milliarder dollar i forkant av noteringen (Rosen, 2021).

Etter Diamond Eagle annonserte den planlagte fusjonen med DraftKings i desember 2019 opplevde aksjekursen et hopp fra 10.06 dollar på sitt laveste i desember, til 18.65 dollar i

februar, mens investorer ventet på at selskapskombinasjonen skulle bli godkjent. 24. april 2020 var første handelsdag hvor selskapskombinasjonen var effektiv - og i løpet av denne dagen opplevde aksjen en videre avkastning på 10.1%, hvilket da utgjorde en selskapsverdi på 6.3 milliarder dollar basert på data fra Refinitiv.

Ved fusjon av Diamond Eagle, DraftKings og SBTech uttalte Jason Robins, en av DraftKings grunnleggere at den nye selskapskombinasjonen ville akselerere innovasjon, vekst og omfang. Kombinasjonen mellom SBTech sin ledende teknologiplattform og DraftKings sitt ledende brand og produkt skulle tilrettelegge for ytterligere innovative sport- og spillprodukter til kundebasen (DiamondEagle, 2021). Dagens DraftKings er kjent som et digital sport- og underholdningsselskap som har drift i to segmenter - bedrift til bedrift (B2B) og bedrift til konsument (B2C). Det tilbyr brukerne et enkelt fullintegrert produkt med en konto, en betalingskonto, et sentralisert betalingssystem og forsvarlige spillkontroller. B2C-segmentet har hovedsakelig konsentrert driften sin inn mot det amerikanske markedet. Videre har segmentet for B2B fokus på design, utvikling og lisensdrift av sportsbetting og software for casinoprodukter, hvor segmentet hovedsakelig opererer i Europa, Asia og USA (Cherney, 2021).

I senere år har flere amerikanske stater legalisert sportsbetting og DraftKings har stått godt forberedt til å kunne dra fordel av dette. På samme tidspunkt som mange selskaper har stått overfor store finansielle utfordringer som følge av korona, har DraftKings opplevd en blomstring (Rosen, 2021). Likevel hadde koronaviruset innvirkning på selskapets drift ved at sportsarrangementer ble avlyst - hvilket ledet til en reduksjon i forbruk fra deres kundebase (Cherney, 2021).

Medio oktober handles DraftKings sine aksjer på Nasdaq for omlag 49 dollar per aksje - hvilket er en økning på 402%. Den vertikalt integrerte selskapskombinasjonen mellom DraftKings og SBTech har trolig vært bidragsytende til å kunne kapre større markedsandeler. Videre kan det argumenteres for at en faktor til suksessinvesteringen har vært at DraftKings allerede var et forholdsvis modent selskap med en godt utarbeidet businessplan og vesentlige markedsandeler i et raskt voksende segment (Cherney, 2021).

A1.2 En amerikansk SPAC-fiasko

Et eksempel på en SPAC som derimot har gått dårlig er fusjonen mellom Landcadia Holdings Inc og Waitr Inc. Landcadia Holdings Inc var SPAC-selskapet, og Waitr Inc er et selskap som tilbyr online matleveranse. I det følgende vil SPAC-selskapet introduseres gjennom en kort beskrivelse av struktur, sponsorer og aktører bak. Videre vil målselskapet introduseres, og avslutningsvis vil situasjonen rundt fusjonen og negative virkninger utdypes.

SPAC - Landcadia Holdings Inc

Landcadia Holdings Inc ble opprettet i 2008 i Delaware. I sin SEC søknad fra 2016 ble det beskrevet at SPACen ønsket å identifisere et potensielt mål ved fokus på servering, spill eller underholdningsbransjen. Årsaken til dette fokusområde var at ledelsen og sponsorene hadde betydelig erfaring med slike investeringer og bransjer, og følgelig mente de kunne bidra til å drive slike selskaper på en tilfredsstillende måte. Bak Landcadia Holdings Inc finner stod restauranteieren og billionæren Tilman Fertitta, og Jefferies Group's CEO Richard Handler. Følgelig var det kjente og erfarne navn som hadde rollen som sponsorer. Det ble hevdet at Fertitta skulle veilede og administrere målselskapet grunnet sin unike ekspertise i restaurantmarkedet (Vulnerable og Oakdale, 2021).

Målselskap

Målselskapet Waitr Inc ble etablert i 2008 i Louisiana av Chris Meaux. Selskapet er tilbyder av et digitalt bestillingssystem for mat og drikke, og har videre to kundegrupper; restauranter og privat kunder. Restaurantene får mulighet til å samarbeide med plattformen, slik at de når ut til flere kunder enn de som besøker restauranten fysisk. Kunder kan bestille og betale for retter fra en flere restauranter, og deretter få dette levert hjemme. Konseptet er allerede eksisterende, og markedet inkluderer eksempelvis den etablerte aktøren Foodora (Waitr, 2021).

Struktur

SPAC-selskapet var strukturert slik at hver unit hadde en tilbudspris på \$10, og besto av en A-aksje og en warrant. Når det gjelder sistnevnte ga enhver warrant innehaveren rett

til å kjøpe en halv A-aksje til en pris på \$5.75 per halve aksje, samt \$11.50 per hel aksje, med forbehold om justeringer. Tilretteleggingsgebyrer, rabatter og provisjoner tilsvarte \$0.55 per unit, mens proveny var \$9.45. SPACen besto av 30 000 000 units, og hadde ambisjon om å hente inn \$300 000 000. I utarbeidelen bisto Deutsche Bank og Jefferies LLC som finansielle rådgivere, mens Winston & Straw opererte med juridisk ekspertise (SEC, 2021b).

Utfall

Waitr hadde imidlertid ikke tilsvarende ressurser og posisjon som sine konkurrenter, og manglet både en plan for lønnsomhet og teknologisk fordel. I tillegg fremkommer det at Waitr Inc økte profitten gjennom ulovlige handlinger, som å eksempelvis bryte kontrakter og nekte å betale sjåfører for kjøreutgifter. På tross av dårlige fremtidsutsikter har likevel enkelte investorer også fått inntrykk av større synergieffekter gjennom fusjonen, da det som nevnt ble påstått at Fertitta ville få en spesiell rolle i selskapet. Dette ble imidlertid ikke tilfellet (Vulnerable og Oakdale, 2021). Selskapet ble likevel notert gjennom fusjonen 15. November 2018.

Da den to-årige tidsfristen for SPACs gikk mot ende kan det dermed tyde på at SPAC sponsorene forhastet seg for å opprettholde deres rykte og høste inn fortjenestene ved en sammenslåing. Konsekvensene av å ikke gjennomføre en fusjon ville være å likvidere selskapet, og med dette tilbakebetale 100% av sine aksjonærer kontant til 10 dollar per aksje, i tillegg til eventuelle påløpte renter. Følgelig kan de ha utarbeidet feilaktige og misledende utsagn om Waitr Inc, for å sikre seg at SPACen ble gjennomført (Vulnerable og Oakdale, 2021). I det påfølgende året etter at fusjonen var utført mistet Waitr Inc rundt 96% av sin markedsandel. I samme periode byttet de ut sin CEO to ganger, aksjen ble verdsatt til under \$1 og sto ovenfor å bli avnotert på Nasdaq. Dette resulterte i store tap for investorene (Baker, 2021).

Situasjonen resulterte følgelig i en rettsak, hovedsakelig grunnet opphav til krav i henhold til seksjon 10(b) and 14(a) i Exchange Act. Følgelig tilsier søksmålet at optimistiske uttalelser om målselskapets økonomiske tilstand, samt risiko fusjonen innebar må anses som feilaktige. Dommeren måtte dermed vurdere i hvilken grad sponsorer av disse virksomhetene kan holdes ansvarlig for villedende informasjon. Verken Landcadia, Waitr, Fertitta og Handler

så seg skyldige og oppfordret dommeren til å avvise saken. Saken skulle vurderes den 16.mars 2021, og saksøkerne krevde jury. Saken er følgelig fortsatt under vurdering (Vulnerable og Oakdale, 2021).

A2 Case fra Sverige

Videre vil vi beskrive et eksempel på en SPAC fra Sverige for å illustrere tilnærmingen til reglementet i praksis. Dette eksempelet er relativt representativt for hvordan SPAC-strukturen kan se ut i Norge. Følgelig vil det ikke være av stor betydning at selskapet enda ikke har fusjonert med et målselskap, da det vil være tilstrekkelig å beskrive selskapet og tilhørende investeringsstrategi og struktur for å få inntrykk av utformingen. Seksjonen vil derfor utdype historien og strukturen til Creaspac ved å først beskrive informasjon om SPACen, deretter ønsket målselskap og investeringsstrategi og avslutningsvis foreslått struktur (Creaspac, 2021a).

SPAC - Creaspac

Creaspac er en svensk SPAC som ble etablert etter initiativ fra det private investeringsselskapet Creades i mars 2021. Creades har over lenger tid investert i selskaper både på det børsnoterte og det unoterte markedet, som eksempelvis Avanza, Tink, StickerApp, Klarna. Videre ønsker de å utvikle et selskap gjennom en SPAC, skape verdi for sine aksjonærer og ser for seg et langsiktig eierskap (Creaspac, 2021a).

Selskapets organisasjon består av selskapets styre og selskapets daglige ledelse, med John Hedberg som CEO. Strukturen anses kostnadseffektiv når selskapet ser etter et målselskap å kjøpe. Creades vil som sponsor hjelpe Creaspac med å identifisere, evaluere og fullføre et oppkjøp. Selskapet består av erfarne og kompetente personer, hvorav de fleste har vært ansatt i Creades i flere år. De har lang erfaring innen investeringer, og de fleste har også tidligere styreerfaring (Creaspac, 2021c).

Målselskap

Creades har formulert enkelte krav for ønsket målselskap. Investeringsstrategien omhandler å kjøpe et selskap med potensiale og evne til å generere vekst, uten at dette medfører betydelig risiko. Potensielle målselskaper inkluderer primært nordiske, unoterte selskaper.

Det er videre ønskelig med en egenkapital på ca. SEK 2-5 milliarder, eksklusive gjeld. Det påpekes også at målselskapet skal ha relativ forutsigbar virksomhet med tanke på egenskaper som kundeferd, bransjestruktur og teknologiutvikling (Creaspac, 2021a).

Videre understrekes det at Creaspac ikke ønsker et målselskap som opererer innen bransjer som omfatter olje, gass, kull, tobakk, alkohol, våpen, eiendom, veddemål, avansert bioteknologi eller gruvedrift. I tillegg til dette er det ikke ønskelig at målselskapets verdi i stor grad er avhengig av varepriser eller andre eksogene makrofaktorer, samt dersom selskapet er utsatt for stor politisk eller regulatorisk risiko. Foruten dette har ikke Creaspac utpekt spesielle sektorer eller industrier de foretrekker at målselskapet skal operere i. Samtidig er det nevneverdig at Crespacs sponsorer tidligere har spesiell erfaring med selskaper innen finansielle tjenester, e-handel SaaS-selskaper, spill og industribedrifter innen forbruksvarer (Creaspac, 2021a).

Et annet viktig moment i evaluering av målselskap er selskapets bærekraftfokus. Creaspac ser viktigheten av bærekraftig utvikling og mener dette dermed øker attraktiviteten til et potensielt oppkjøp. I vurderingen av hvorvidt et potensielt målselskap er bærekraftig vil etterlevelsen av lover og regler og hvordan oppkjøpsobjektet forholder seg til FNs Global Compacts ti prinsipper bli vurdert av Creaspac (Creaspac, 2021a).

Videre har Crespac utarbeidet retningslinjer for utvikling av målselskapet. Det første punktet omhandler vekstplanen, hvor de skal øke veksten og utvidelsen av markedet til nye kundegrupper, salgskanaler og geografiske områder. Videre er driftsforbedringer neste punkt, og dette inkluderer eksempelvis effektivisering av produksjon, reduisering av produksjonskostnader eller øke målbarhet. Deretter er strukturelle endringer et annet moment, der sponsorene vil forbedre strukturen i selskapet gjennom eksempelvis oppkjøp og salg av divisjoner. Avslutningsvis er økonomiske endringer et viktig punkt for utviklingen av målselskapet. Sponsorene vil bistå med forslag til endringer av kapitalstrukturen med formål om å øke aksjonærverdi og oppnå bedret konkurransefortrinn (Creaspac, 2021a).

Struktur

Strukturen til SPACen vil beskrives ytterligere med utgangspunkt i Creaspac sitt prospekt⁷. Først vil det skildres potensielle risikoaspekt som nevnes innledningsvis i prospektet. Deretter vil tilbudet tilknyttet kostnader og verdiskapning forklares. Avslutningsvis vil

selve fusjoneringen og aksjonærenes rettigheter beskrives.

I sitt prospekt skildrer Creaspac risikomomentene som oppstår tilknyttet en investors investering i SPAC-selskapet. I seksjonen blir det fremhevet at Creaspac ikke kan garantere at de finner et egnet målselskap innen den gitte fristen. Et annet risikomoment som trekkes frem er at noteringsformen ikke er utbredt i Sverige. Dette medfører at Creaspac kan påvirkes av negative holdninger til fenomenet, eller eventuelle justeringer i reglementet. Eksempelvis påpeker Creaspac at det kan påløpe ekstra kostnader for å tilfredsstille Nasdaq sine listingskrav, noe som videre vil resultere i at målselskapet ikke anser Creaspac som en attraktiv kjøper. Videre trekkes det også frem generelle risikoaspekt slik som foreløpig ukjent målselskap, ingen virksomhet og aksjonærenes innflytelse.

Creaspacs tilbud tilsvarer 2.48 milliarder aksjer, og prisen er satt av styret sammen med SEB til 100 SEK per aksje. Transaksjonskostnadene som påløper for noteringen tilsvarer 40 millioner SEK, og vil bestå av kostnader tilknyttet opptak til handel av selskapets aksjer på Nasdaq Stockholm og provisjon til ledere og rådgivere. Etter å ha trukket fra de nevnte kostnadene er det forventet at fusjonen vil oppnå en verdiskapning på 2440 millioner SEK. Creaspac har videre en plan om å sette inn 2.25 milliarder SEK på en escrow-konto som deretter brukes for fusjoneringer. Resterende midler etter dette tilsvarer arbeidskapital for selskapet.

Som beskrevet under seksjonen med Nasdaq sine reguleringer så har en SPAC totalt 36 måneder på å finne et egnet målselskap før investorene vil få tilbakebetalt investeringen. Før en potensiell fusjonering med et målselskap skal styret presentere fusjonen for aksjonærene på en generalforsamling. Deretter må generalforsamlingen godkjenne fusjonen før det kan gjennomføres.

Aksjonærer som ikke stemmer for fusjonen vil på bestemte vilkår ha rett til å få innløst aksjene sine. Som beskrevet under seksjonen med Nasdaq sine reguleringer så vil en innløsning være begrenset til minimum 10% av det totale antall utestående aksjer på tidspunktet for innkallingen til generalforsamlingen.

Enhver warrant gir aksjonærene rett til å tegne én aksje med innløsningskurs på 100 SEK i selskapet, i tillegg en løpende akkumulert økning på 7.5 prosent årlig fra godkjenningsdatoen. Warrants representerer imidlertid ingen aksjonærrettigheter

⁷Seksjon for "Struktur" bruker prospektet (Creaspac, 2021b) som kilde dersom ikke annet er oppgitt.

i selskapet for innehaveren. Søknad om utøvelse av warrants kan skje fra og med godkjenningsdatoen til og med datoen som inntreer fem år etter godkjenningsdatoen (Creaspac, 2021d).

A3 Case fra Norge

Avslutningsvis er det ønskelig å beskrive et norsk case, da dette er mest representativt for hvordan struktur og praksis potensielt kan se ut i Norge. Dette vil bli beskrevet på tilsvarende måte som tidligere caser.

SPAC - Viking Venture ACQ

Viking Venture er en ledende B2B og “Software as a service” (SaaS) investor i Norge. Ledelsen i selskapet består av Erik Fjellvær Hagen som ledende partner, Jostein Vik, Eivind Bergsmyr og Joar Welde som partnere. Viking Venture har tidligere hatt suksess med selskap som eksempelvis Merzell og EcoLine, og utnytter et spesialforetak (SPV). De har fokusert på selskaper med rundt 30-50 millioner i årlig tilbakevendende inntekt (ARR), der de har investert rundt 100-150 millioner (VikingVenture, 2021).

Viking Venture opplever imidlertid interesse for flere spennende selskaper som allerede er større enn hva den eksisterende investeringsmodellen er kapabel til å investere i. Dette tilsvarer selskaper med mer enn 75 millioner i tilbakevendende inntekter (ARR), der de ønsker å investere mer enn 500 millioner. Tidligere i 2021 annonserte Viking Venture følgelig at de ønsker å etablere Norges første SPAC for å møte dette behovet, samt for at muligheten til å jobbe med både SPACs og SPV gir de bredere utgangspunkt for videre utvikling. I tillegg til dette har selskapet erfaring med å investere i SPACs, og observert at investeringer har økt fra 450 millioner NOK til 2.5 billioner NOK (VikingVenture, 2021).

Dermed har selskapet opprettet en SPAC kalt Viking Venture ACQ, med Pareto Securities som finansiell rådgiver. Thommessen er juridisk rådgiver for SPACen, mens CLP er juridisk rådgiver for Viking Venture (VikingVenture, 2021). Gjennom Pareto Securities har de hentet inn 600 millioner kroner til SPAC-selskapet, hvor halvparten kommer fra Lugard Road Capital. Sistnevnte er en del av Luxor, som er et selskap kjent for investorer innen nordiske tech-børsnoteringer (Grini, 2021).

Målselskap

SPAC-selskapet har identifisert 500 potensielle målselskap i Norden og Nederland. Det er som nevnt ønskelig med selskaper har mer enn 75 millioner i tilbakevendende inntekter, og sponsorene har tidligere erfaring med SaaS selskaper (VikingVenture, 2021)

Struktur

SPAC-selskapet er strukturert gjennom to aksjeklasser, og disse betegnes som A og B aksjer. A aksjer er ordinære aksjer for investorer priset til 10 kr per aksje, mens sponsorene får B aksjer. Gjennom units får innehaverne av A og B aksjene tildelt warrants, som videre har forskjellig struktur. For enhver A-aksje vil aksjonærene motta 0.5 warrants, slik at eksempelvis 1 millioner units med A-aksjer gir 500 000 warrants. Disse har videre en innløsningskurs på 11.5 kr, og dermed 15% over tegningskurs. Sponsorene investerte 12.5 millioner kroner ved opprettelse av SPAC-selskapet. Videre fikk de tildelt 11 millioner warrants med innløsningskurs på 11.5 kr, hvor prisen per warrant var 1 kr. Som B-aksjonærer har de imidlertid ingen rett til å beholde sine warrants, og har en tidsfrist på 5 år. Videre har Viking Venture ACQ 2 år som tidsfrist for å fusjonere med et målselskap. For at fusjonen skal finne sted kreves minst 50% av stemmene. Dersom en aksjonær stemmer mot har vedkommende krav på å få tilbakebetalt investert kapital. Om fusjonen finner sted vil alle aksjene omdannes til A-aksjer, og det vil foreligge en 12 måneders "lock-up" for sponsorene (Fjellvær Hagen og Welde, 2021).

Viking Venture ACQ vil listes på Euronext Growth Oslo så fort regelverket er klargjort for noteringsmekanismen (Grini, 2021).