



Lønner det seg å SPACulere?

*En studie av SPACer i det amerikanske markedet og relevans
for Norge*

Hedda Roscher Torp & Lena Christine Rasmussen Schrödter

Veileder: Jøril Mæland

Masteroppgave, 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 inntar for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Et SPAC (Eng. = Special Purpose Acquisition Company) er et selskap som opprettes og børsnoteres med intensjonen om å identifisere et målselskap, og børsnotere dette gjennom et oppkjøp. Sammenlignet med fjoråret har antall SPAC-noteringer på amerikanske handelsplasser mer enn doblet seg. Interessen for dette børsnoteringsalternativet har spredt seg til Europa, inkludert Norge. Denne masteroppgaven har til formål å diskutere et SPAC som investeringsobjekt og som alternativ til tradisjonell børsnotering. I tillegg vurderes muliggjøringen av SPAC-noteringer i Norge basert på disse funnene. Ettersom SPACets popularitet nylig oppstod, er det begrenset tilgang til både forskningslitteratur og kvantitativ data. For å besvare problemstillingen benyttes derfor en kombinasjon av intervjuer og sekundærdata.

I vurderingen av et SPAC som investeringsobjekt ble det identifisert skjeve insentiver og asymmetrisk informasjon mellom SPACets ulike investorgrupper, samt moralsk risiko mellom de ikke-profesjonelle investorene og SPACets initiativtaker. Som en konsekvens, får de profesjonelle investorene og SPACets initiativtaker en positiv avkastning på bekostning av de ikke-profesjonelle investorene. Dette skyldes i stor grad SPACets kapitalstruktur, og da særlig aksjenes innløsningsrettighet og warrantenes vilkår. Kapitalstrukturen fører til utvanning av aksjeverdi og usikkerhet tilknyttet tilgjengelig kapital, for både investorer, initiativtaker og målselskapet. I tillegg opplever flere målselskaper en påfølgende negativ kursutvikling. Disse særegne kostnadene i en børsnotering via et SPAC, fører i de fleste tilfeller til at en tradisjonell børsnotering er å foretrekke. I vurderingen av et SPAC som børsnoteringsalternativ kan instrumentet imidlertid bidra med en raskere, mer forutsigbar og fleksibel prosess for et bredere spekter av selskaper. For enkelte selskaper kan disse fordelene oppveie ulempene. Denne vurderingen er imidlertid usikker når børsnoteringsmetoden velges.

Med hensyn til vurderingen om SPACer bør kunne børsnoteres i Norge identifiseres SPACenes verdi i det norske markedet, dog er ikke denne like fremtredende som i USA. Verditilførselen trekker i retning av at SPAC-noteringer bør muliggjøres, men med utgangspunkt i foreslåtte endringer: Å illegge handelsplassene et større ansvar i forbindelse med målselskapets kvalitet og pålegge SPACene strukturelle endringer. Følgelig reduseres de skjeve insentivene og informasjonsasymmetrien.

Forord

Denne oppgaven er en betydelig del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole (NHH) med fordypning i Finansiell økonomi (FIE). Masteroppgaven utgjør 30 studiepoeng og tilsvarer dermed ett semester eller fire ordinære fag.

Valg av tema for oppgaven var nærliggende, da SPACer har vært mye omdiskutert i nyhetsbildet. Kombinert med vår nysgjerrighet og interesse for kapitalmarkedet, ønsket vi å fordype oss innenfor dette området. Da Finanstilsynet og Oslo Børs i sommer uttalte seg angående SPACer i Norge, underbygde dette vår interesse for tema og valg av problemstilling.

Vi ønsker å takke våre intervjurespondenter som har bidratt med verdifull innsikt. Deres engasjement, kunnskap og villighet til å dele informasjon og besvare spørsmål har vært avgjørende for arbeidet med denne oppgaven. Videre ønsker vi å takke familie og venner som har støttet oss underveis i arbeidet, og ikke minst vår veileder Jøril Mæland. Hennes ekspertise og positivitet har vært en betydelig støtte gjennom semesteret og bidratt til en lærerik avslutning på vårt studium ved Norges Handelshøyskole.

Georg Sverdrups Hus, Oslo, desember 2021

Lena Christine Rasmussen Schrödter

Hedda Roscher Torp

Innholdsfortegnelse

1.	INTRODUKSJON	1
1.1	MOTIVASJON FOR OPPGAVEN	1
1.2	PROBLEMSTILLING OG DISPOSISJON	2
2.	BAKGRUNN	4
2.1	HVA ER ET SPAC?	4
2.1.1	Interessenter	4
2.1.2	Kapitalstruktur	6
2.1.3	Prosess	8
2.1.4	Historisk utvikling	11
2.1.5	Hvor kommer dagens SPAC-hype fra?	13
2.2	HVORDAN FUNGERER EN TRADISJONELL BØRSNOTERING?	15
2.2.1	Prosess	15
2.2.2	Børsnoteringsprosessen i Norge	16
3.	LITTERATURSTUDIE	18
3.1	VIKTIGSTE BIDRAGSYTERE	18
3.2	VIKTIGSTE LØSNINGER	18
3.2.1	Fra investorenes perspektiv	18
3.2.2	Fra målselskapets perspektiv	20
3.3	ÅPNE SPØRSMÅL	21
4.	ANALYSE AV DET AMERIKANSKE SPAC-MARKEDET	22
4.1	SPAC, EN INVESTERINGS-SCAM?	22
4.1.1	Poor Man's Private Equity?	22
4.1.2	Skjeve incentiver: Profesjonelle investorer og ikke- profesjonelle investorer	23
4.1.3	Skjeve incentiver: Sponsor og ikke-profesjonelle investorer	27
4.1.4	En risikomotvirkende interessent: PIPE investor	36
4.1.5	Delkonklusjon	37
4.2	SPAC-MAN SPISER BØRSNOTERINGSMARKEDET	38
4.2.1	Hvilke selskaper er egnet for en SPAC-notering?	38
4.2.2	Hva koster en SPAC-notering?	41
4.2.3	Er det forutsigbarhet i en SPAC-notering?	44
4.2.4	Hvor kompleks er en SPAC-notering?	48
4.2.5	Hvordan er utviklingen etter en SPAC-notering?	49
4.2.6	Delkonklusjon	53
5.	ANALYSE AV DET NORSKE SPAC-MARKEDET	54
5.1	HVOR STÅR VI I DAG?	54
5.2	HVILKEN VERDI TILFØRER SPACER DET NORSKE MARKEDET?	56
5.3	UNDER HVILKE VILKÅR BØR SPACER GODKJENNES?	62
5.3.1	Strukturelle endringer	62
5.3.2	Endringer tilknyttet SPACets handelsplass	67
5.4	DELKONKLUSJON	68
6.	KONKLUSJON	70
6.1	FUNN	70
6.2	VIDERE FORSKNING	74
	LITTERATURLISTE	75
	APPENDIKS	83
A1	METODE	83
A1.1	Forskningsdesign	83
A1.2	Datainnsamling	85
A1.3	Dataanalyse	88
A1.4	Metodekvalitet	89

Figurliste

FIGUR 1: ANTALL SPAC-NOTERINGER OG BØRSNOTERINGER I USA 2019-01.12.2021	1
FIGUR 2: SPACETS INTERESSEENTER OG KAPITALSTRUKTUR.....	6
FIGUR 3: MEKANISMENE I EN SPAC-NOTERING, BEARBEIDET FRA: CREDIT SUISSE.....	9
FIGUR 4: UTVIKLINGEN AV ANTALL SPAC-NOTERINGER I USA.....	13
FIGUR 5: SPAC-1 INVESTORENES AVKASTNING	26
FIGUR 6: AVKASTNINGEN TIL SPAC-1 SPONSORENE OG INVESTORENE	30
FIGUR 7: SPAC-NOTERINGER I USA OG NOTERINGER PÅ EURONEXT GROWTH OSLO.....	57
FIGUR 8: UTVANNINGSEFFEKT AV ENDRET WARRANTSTRUKTUR.....	65
FIGUR 9: HENDELSER I 2021 TILKNYTTET SPAC I NORGE	72

Tabelliste

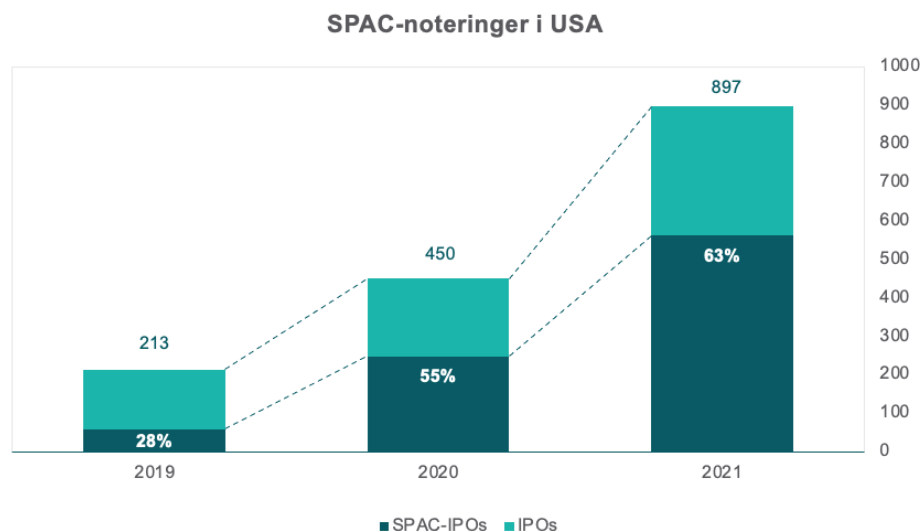
TABELL 1: INVESTORENES INVOLVERING TILKNYTTET FIGUR 3	9
TABELL 2: SAMMENLIGNING AV HOVEDLISTEN OG EURONEXT GROWTH	17
TABELL 3: SPAC-1 KAPITALSTRUKTUR DELKAPITTEL 4.1.2.....	24
TABELL 4: SPAC-1 FORUTSETNINGER DELKAPITTEL 4.1.2	25
TABELL 5: EKSEMPEL TILKNYTTET SKJEVE INSENTIVER MELLOM SPAC-INVESTORENE	25
TABELL 6: SPAC-1 KAPITALSTRUKTUR DELKAPITTEL 4.1.3	28
TABELL 7: SPAC-1 FORUTSETNINGER DELKAPITTEL 4.1.3	28
TABELL 9: SPAC-1 FORUTSETNINGER DELKAPITTEL 4.2.2	42
TABELL 8: SPAC-1 KAPITALSTRUKTUR DELKAPITTEL 4.2.2	42
TABELL 10: SPAC-1 KAPITALSTRUKTUR DELKAPITTEL 4.2.3	46
TABELL 11: SPAC-1 FORUTSETNINGER DELKAPITTEL 4.2.3	46
TABELL 12: INTERESSEKONFLIKTER MELLOM OG INVOLVERING AV SPACETS-INVESTORER.....	70
TABELL 13: FORDELER OG ULEMPER VED EN SPAC-NOTERING	71
TABELL 14: VERDIEN SOM SPACER KAN TILFØRE I NORGE	73
TABELL 15: FORSLAG TIL VILKÅRENDRINGER	73
TABELL 16: OVERSIKT OVER INTERVJURESPODENTER	86

1. Introduksjon

1.1 Motivasjon for oppgaven

Etter at Covid-19 utløste et fritt fall i aksjekursene i Q1 2020, var kapitalmarkedene preget av uvanlig høy aktivitet og rask rehabilitering. I februar og mars 2020 mistet S&P 500-indeksen en tredjedel av sin verdi, men allerede i august 2020 var denne gjenopprettet (Capelle-Blancard & Desroziers, 2020). Nye selskaper fortsatte å strømme til børsen og i 2021 er det notert rekordmange selskaper til rekordpris (Murugaboopathy, 2021). På samme tid førte en lav styringsrente til at investorer søkte etter alternative investeringsobjekter, hvor SPACer ble et attraktivt valg.

Til tross for at denne alternative veien inn på børs oppstod allerede tidlig på 1990-tallet, er det først i de senere årene at bruken av SPACer har fått et oppsving (Riemer, 2007). Spesielt i USA har veksten vært betydelig: Av 897 børsnoteringer per 1. desember 2021 er 562 SPAC-noteringer. Dette er en økning på omtrent 127% sammenlignet med fjoråret (SPAC Analytics, 2021). SPAC-fenomenet har imidlertid også nådd Europa, med SPAC-noteringer i sentrale europeiske markeder som Amsterdam og Frankfurt (Heredia et al., 2021, s. 3).



Figur 1: Antall SPAC-noteringer og børsnoteringer i USA 2019-01.12.2021 (SPAC Analytics, 2021)

Den økende populariteten har også medført kritikk og SPACer har blitt omtalt som både «SCAMs» og «Et lykkespill» (DeChesare, 2021; Aliaj et al., 2020). Bakgrunnen for kritikken er den tilsynelatende høye risikoen for at ikke-profesjonelle investorer taper på investeringen, mens profesjonelle investorer står igjen med en fortjeneste. Dette blir begrunnet ved den omstridte strukturen til et SPAC. Imidlertid blir SPACer også omtalt som «Poor Mans Private Equity», da ikke-profesjonelle investorer får tilgang til investeringsobjekter som vanligvis er forbeholdt profesjonelle investorer (Dimitrova, 2017). Om et SPAC faktisk er en god investering, og for hvilke aktører, er derfor en interessant problemstilling.

I forkant av SPACets oppsving har det amerikanske kapitalmarkedet opplevd en reduksjon av børsnoteringer, men gjennom SPAC-noteringer har aktiviteten tatt seg opp betraktelig (de Fontenay, 2017, s. 454; SPAC Analytics, 2021). Men hva er det som gjør SPAC-noteringen til en populær børsnoteringsvei sammenlignet med en tradisjonell børsnotering?

I Norge er det under vurdering om SPACer bør kunne børsnoteres, og det første norske SPACet er allerede klart for notering på Euronext Growth dersom forespørselen godkjennes (Viking Venture, 2021). SPAC-utviklingen i USA kan derfor også være relevant for Norge og det blir viktig å forstå potensialet og utfordringene en muliggjøring av SPACer vil kunne medføre.

1.2 Problemstilling og disposisjon

Da SPAC er et nytt konsept for mange, foreligger det usikkerhet tilknyttet dets mekanismer, samt fordeler og ulemper. Et SPAC har i tillegg en kompleks kapitalstruktur som gjør lønnsomhetsberegninger kompliserte for både investorer og målselskap, samt reiser spørsmål om asymmetrisk informasjon og mangel på transparens. Denne masteroppgaven bidrar til litteraturen ved å undersøke SPACer fra både et investorperspektiv og perspektivet til SPACets målselskap. Videre henter oppgaven inn ekspertuttalelser angående et relevant og ukjent tema for å undersøke om SPAC-noteringer bør muliggjøres i Norge.

Kapitel 2 gir en innføring i mekanismene i et SPAC og en tradisjonell børsnotering, før kapittel 3 gir en oversikt over litterære bidrag. Kapittel 4 er delt inn i to deler og vurderer fordeler og

ulempene ved et SPAC basert på observasjoner i det amerikanske markedet. Det første delkapittelet belyser SPACer som et investeringsobjekt og besvarer spørsmålet:

I hvilken grad sikrer SPACets vilkår at børsnoteringsprosessen ivaretar interessene til investorene?

Det etterfølgende delkapittelet ser på bruken av SPACer som et børsnoteringsalternativ for målselskapet og besvarer spørsmålet:

I hvilken grad sikrer SPACets vilkår at børsnoteringsprosessen ivaretar interessene til målselskapet fremfor i en tradisjonell børsnotering?

Kapittel 5 tar opp funnene fra det foregående kapittelet, og analyserer med utgangspunkt i avholdte intervjuer deres relevans for det norske markedet:

Bør det være mulig å børsnotere SPACer på norske handelsplasser?

Avslutningsvis fremlegges en konklusjon i kapittel 6, som oppsummerer funnene fra kapittel 4 og 5, samt videre forskning. I appendiks begrunnes de metodiske valgene benyttet i oppgaven.

2. Bakgrunn

Denne seksjonen adresserer involverte interessenter, kapitalstruktur og prosess, samt en historisk kontekst. Formålet er å først gi en innføring i mekanismene i et SPAC, og deretter belyse en tradisjonell børsnotering.

2.1 Hva er et SPAC?

Et SPAC er et børsnotert selskap uten kommersiell virksomhet, med det formål å identifisere et privateid selskap å kjøpe opp¹. Initiativtakerne til et SPAC henter investorer og kapital gjennom en tradisjonell børsnoteringsprosess. SPACets investorer får informasjon om ønsket sektor og størrelsen på det potensielle oppkjøpet, samt en tidshorisont på sondering av målselskaper på to år (PwC, u.å.). Etter at oppkjøpet er gjennomført er målselskapet børsnotert og SPACet opphører. Investorene i SPACet er blitt aksjonærer i det operasjonelle, nå børsnoterte, målselskapet.

SPACets struktur og prosess kan variere og endres underveis i livssyklusen. Det er imidlertid etablert en amerikansk standard og den etterfølgende beskrivelsen av interessentene, kapitalstruktur og prosess er basert på denne.

2.1.1 Interessenter

Sponsorer:

Eierne og initiativtakerne til et SPAC kalles sponsorer. Sponsoren utnevner blant annet SPACets ledelse og som oftest tilfaller dette ansvaret dem selv (Layne et al., 2018). Videre vil

¹ I denne oppgaven brukes «oppkjøp» og «selskapskombinasjon» om hverandre. Imidlertid *fusjonerer* som regel SPACer med privateide selskap, slik at SPAC-aksjonærene står igjen med en minoritetsandel av aksjene i det kombinerte selskapet (Klausner et al., 2021, s. 15). Derav kan bokstaven «A» i SPAC være noe misvisende.

disse to rollene omtaltes som en. Sponsorens første oppgave er å gjennomføre børsnoteringen av SPACet og å identifisere ønsket sektor for målselskapet, videre kalt målsektor. Etter at kapitalen er innhentet er det sponsoren som aktivt sonderer etter mulige målselskap (Ghang et al., 2021, s. 10).

Tilrettelegger:

I likhet med i en tradisjonell børsnotering, brukes det tilretteleggere i SPAC-noteringer. Utover den tradisjonelle rollen identifiserer og innhenter tilretteleggeren i et SPAC tilleggskapital, altså kapital utover det som ble hentet ved børsnotering. Videre blir tilretteleggeren involvert dersom et stort antall investorer trekker sin investering i SPACet etter annonsering av målselskapet². Oppgaven går da ut på å hente inn nye investorer for å minimere kapitaltapet (Auguste et al., 2021). En ytterligere forskjell sammenlignet med en tradisjonell børsnotering er at deler av tilretteleggergebyret tilknyttet en SPAC-notering er betinget på en vellykket selskapskombinasjon (Klausner et al, 2021, s. 62).

Profesjonelle investorer:

De profesjonelle investorene blir hentet inn gjennom børsnoteringsprosessen og er derfor SPACets første eksterne investorer. Dette er typisk institusjonelle investorer og velstående individer (Auguste et al., 2021).

Ikke-profesjonelle investorer:

De ikke-profesjonelle investorene handler sin aksjeposisjon i SPACet gjennom annenhåndsmarkedet. De handler dermed SPACet når det er et børsnotert selskap, men før målselskapet er identifisert.

PIPE investor:

Det er vanlig at SPACet søker etter målselskap som er verdsatt høyere enn tilgjengelig kapital. Som en konsekvens henter 60% av SPACer inn tilleggskapital gjennom en PIPE finansiering: Privat investering i børsnotert egenkapital (eng. = Private Investment in Public Equity) (Brown & Pinedo, 2021). En PIPE investor er som regel en langsiktig, profesjonell investor som har

² Senere vil dette bli omtalt som at aksjonærene innløser sine aksjer. Dette utdypes i kapittel 2.1.2

ekspertise innenfor målselskapets sektor (Brown & Pinedo, 2021). Denne investeringen blir, i motsetning til de tidligere, gjennomført når målselskapet er kjent (Klausner et al., 2021, s. 14).

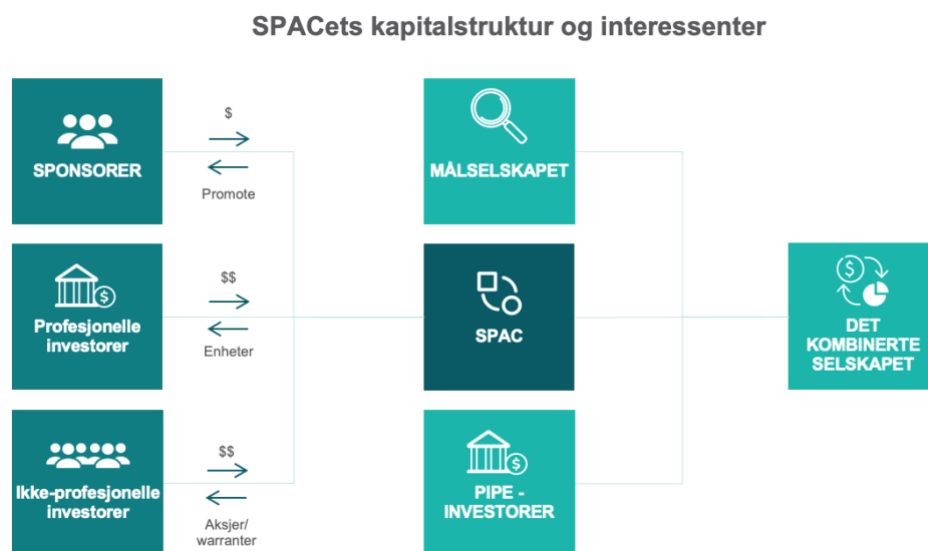
Målselskap:

Målselskapet er det selskapet som blir identifisert av sponsorene og gjennomfører en børsnotering via et SPAC. I tillegg til å spesifisere en målsektor, setter SPACets størrelse begrensninger for størrelsen på målselskapet, ettersom NYSE og Nasdaq krever at minst 80% av tilgjengelig kapital brukes i transaksjonen (NYSE Listed company Manual, 2017, §102.06; Nasdaq Stock Market LLC Rules, 2010, §IM-5101-2). I motsetning til i tradisjonelle børsnoteringer, er det sponsoren som er initiativtaker til målselskapets SPAC-notering.

2.1.2 Kapitalstruktur

Kapitalen i et SPAC deles inn i tre ulike former for eiendeler:

- Enheter
- Warranter
- Aksjer



Figur 2: SPACets interessenter og kapitalstruktur

Ved børsnotering selger SPACet såkalte *enheter* til USD 10,00. En enhet består vanligvis av en stamaksje og en andel «out-of-the-money» warranter, typisk 1/2 eller 1/3 warrant (Layne et al., 2018). Etter et forhåndsbestemt antall dager handles enhetene separat (SEC, 2021).

Andelen warranter blir sett på som kompensasjon for å være en tidlig investor og med det påta seg økt risiko. Denne kompensasjonen tilfaller dermed de profesjonelle investorene.

Ifølge krav fra Nasdaq og NYSE må minst 90% av innhentet kapital ved salg av enheter plasseres på en escrow-konto, som skal eies av en tredjepart (NYSE Listed company Manual, 2017, §102.06; Nasdaq Stock Market LLC Rules, 2010, §IM-5101-2). Det er imidlertid vanlig at kontoen innehar all innhentet kapital (Clifford Chance, 2021, s. 18). Kapitalen på kontoen investeres vanligvis i statsobligasjoner og kan ikke utbetales før oppkjøpstransaksjonen er fullført eller SPACet likvideres (Klausner et al., 2021, s. 11; PwC, u.å.).

En *warrant* er en rett til å få aksjer utstedt og gir muligheten til å kjøpe en aksje til en satt kurs, vanligvis til USD 11,50 (Klausner et al., 2021, s. 25). Dette tilsvarer gjennomsnittlig markedsverdi for en aksje pre selskapskombinasjon (USD 10,00) og en warrant (USD 1,50) når disse handles separat (Klausner et al., 2021, s. 79). Ved utøving av warranten må selskapet utstede nye aksjer. Dette fører til at eierandelen til de eksisterende aksjonærene blir utvannet, altså at kapital per aksje reduseres. Siden prisen på en enhet tilsvarer aksjens børsnoteringskurs, kan det tolkes dithen at warrantene gis ut kostnadsfritt til de profesjonelle investorene (Klausner et al., 2021, s. 16).

Et SPAC har to ulike warranter: Warranter som sponsorene kan kjøpe og de som er tilgjengelige for alminnelige investorer³. En warrant må utøves mot betaling, mens de sponsor-eide warrantene ofte har en såkalt «cash-less» egenskap (Layne et al., 2018). Når betalingen er «cash-less» betaler ikke sponsoren utøvingkurs, men får antall aksjer beregnet etter differansen mellom markedsverdi og warrantenes utøvingkurs⁴. I tillegg vil warranter kunne tilbakekalles av selskapet mot et lite beløp dersom aksjekursen handles til en viss kurs over en

³ Heretter omtales warrantene sponsorene kan kjøpe som «sponsor-eide warranter», mens de tilgjengelig for alminnelige investorer betegnes som «warranter»

⁴ Dersom en sponsor sitter på 1000 warranter som gir rettighetene til 1000 aksjer til en utøvelseskurs på 11,50 USD per aksje, sitter sponsoren igjen med 80 aksjer til en verdi på 1.000 USD (12.500 USD -11.500 USD) dersom markedskursen er på 12,50 USD (Layne et al., 2018). Dette forholdet er gitt av:
$$\frac{\text{Antall warranter}(\text{Aksjekurs}-\text{Utøvingkurs})}{\text{Aksjekurs}}$$

gitt periode (vanligvis USD 18,00). Innehaverne blir da tvunget til å utøve warranten, for ikke å tape hele dens verdi. Med unntak av et «cash less» oppgjør og SPACets mulighet for tilbakekalling, har sponsor-eide warranter og warranter like vilkår (Layne et al., 2018).

Aksjene i et SPAC består av preferanseaksjer og stamaksjer. Preferanseaksjene er forbeholdt sponsorene og som kompensasjon for deres arbeid betaler de kun et lite beløp for disse aksjene (Layne et al., 2018). Denne kompensasjonen tilsvarer 20% av eierskapet og omtales videre som promote. Preferanseaksjene gir enerett til valg av SPAC-ledelsen (PwC, u.å.). På oppkjøpstidspunktet konverteres disse til stamaksjer på en-til-en-basis og er også gjenstand for utvanning ved utøving av warranter (Layne et al., 2018).

Et særegent element ved stamaksjene i et SPAC er at investorene har mulighet til å innløse disse når et SPAC foreslår et målselskap. Dersom investorene ikke godkjenner målselskapet, kan de få tilbakebetalt initialinvesteringen på USD 10,00 per aksje, i tillegg til statsobligasjonenes påløpte rente (Klausner et al., 2021, s. 11). Andelen aksjer som kan innløses fastsettes ved SPACets børsnotering, og vanligvis besitter alle stamaksjer denne egenskapen (Klausner et al., 2021, s. 16). Merk at sponsoren ikke kan innløse preferanseaksjene.

2.1.3 Prosess

Livsløpet til et SPAC kan deles inn i tre faser:

- Børsnotering
- Oppkjøp
- Det kombinerte selskapet



Figur 3: Mekanismene i en SPAC-notering, bearbeidet fra: Credit Suisse, (2020, s. 7)

Involvering av investorgrupper og deres eiendeler

Steg 1	Sponsorens promote deles ut
Steg 1	Involvering av profesjonelle investorer gjennom kjøp av enheter
Steg 2	Enheterne splittes og aksjene og warrantene handles separat
Steg 2-4	Involvering av ikke-profesjonelle investorer gjennom annenhåndsmarkedet
Steg 5	Innløsning av aksjer fra annonsering av målselskap frem til selskapskombinasjon
Steg 7	Utøving av warrant, gitt gjennomført oppkjøp

Tabell 1: Investorenes involvering tilknyttet Figur 3

Fase 1 varer i omtrent 8-10 uker og består av selve børsnoteringen av SPACet (PwC, u.å.). Dette inkluderer blant annet registrering hos US Securities and Exchange Commission (heretter SEC), forhandlinger med tilretteleggere, gjennomføring av roadshow, samt registrering av warrant og stamaksjer. En SEC-registrering av SPACer er en smidig prosess, som kommer av at de ikke har en operasjonell virksomhet. Imidlertid fokuserer SEC på sponsoren og potensielle interessekonflikter. Dette innebærer blant annet at informasjon om sponsorens deltakelse i andre SPACer må fremlegges, samt informasjon om eierandel og innflytelse i oppkjøpet (Auguste et al., 2021).

Til tross for at SPACer allerede ved børsnoteringstidspunktet må identifisere en målsektor, er de ikke forpliktet til å følge opp dette prospektet (SEC, 2021). Imidlertid er det ikke tillatt for SPACet å identifisere et målselskap i forkant av børsnoteringen (Auguste et al., 2021). Aksjonærene som kjøper enheter ved SPACets børsnotering, eller kjøper aksjer eller warranter i annenhåndsmarkedet, setter derfor sin lit til at sponsorens evne til å peke ut et lukrativt målselskap. Investeringen på dette tidspunktet kan dermed sammenlignes med en investering i et aktivt eierfond.

Mens SEC behandler registreringen, utpeker sponsoren ledelse, styre og tilrettelegger, samt skyter inn egenkapital i SPACet (Auguste et al., 2021). Sponsoren finansierer børsnoteringen og SPACets løpende kostnader ved å tilføre aksjekapital og kjøpe sponsor-eide warranter (Layne et al., 2018). Kapitalen sponsoren investerer på dette stadiet blir kalt for «risikokapital», da hele kapitalen går tapt dersom SPACet ikke gjennomfører et oppkjøp og likvideres (Auguste et al., 2021).

I fase 2, de påfølgende 18-24 månedene, er det oppkjøpet som står i fokus for et børsnotert SPAC (PwC, u.å.). Et SPAC har vanligvis en toårsperiode for å identifisere og fullføre en transaksjon, men i enkelte tilfeller har det forekommet at både en kortere og lengre periode er valgt. Dersom SPACet ønsker en forlengelse av den valgte perioden, må dette godkjennes ved avstemning blant aksjonærene (Klausner et al., 2021, s. 11).

Når målselskapet er identifisert, begynner sponsor prisforhandlinger med selskapet og søker tilleggsfinansiering om nødvendig (Layne et al., 2018). I tillegg må sponsoren gjøre nødvendig informasjon om målselskapet tilgjengelig for aksjonærene. Et SPAC kan velge å avholde en avstemning blant aksjonærene om hvorvidt det skal gjennomføres en selskapskombinasjon. Hvis målselskapet blir stemt ned, leter sponsor videre. Om SPACet ikke lykkes med å fullføre et oppkjøp innen den satte tidsrammen, likvideres selskapet (Credit Suisse, 2020, s. 7; SEC, 2021). Ved likvidering vil kapitalen på escrow-kontoen tilbakebetales på pro-rata-basis til investorene og sponsorens investering vil gå tapt (Credit Suisse, 2020, s. 7). SPACet vil dermed slutte å eksistere.

Alle aksjonærer har en innløsningsmulighet tilknyttet sine aksjer. Dersom oppkjøpet gjennomføres på bakgrunn av et flertall i en avstemning, har selv de som stemte for

gjennomføringen mulighet til å innløse sin investering (Ghang et al., 2021, s. 11). Videre får aksjonærene som kjøpte enheter ved børsnotering beholde warranten, selv om de innløser aksjene (Klausner et al., 2021, s. 11).

Da SPACer ofte kjøper selskaper av større verdi enn tilgjengelig kapital, samt taper kapital ved at eksisterende aksjonærer innløser aksjer, kan det være behov for en aksjeemisjon (Auguste et al., 2021). På bakgrunn av dette kontaktes PIPE investorer. En PIPE investor gjør en egen vurdering av målselskapet og får kjøpe aksjer til en fastsatt pris, typisk under markedsverdi. Aksjene som utstedes i denne runden inkluderer ikke innløsningsrettigheter. Imidlertid er det mindre usikkerhet på dette tidspunktet, ettersom målselskapet allerede er identifisert (Credit Suisse, 2020, s. 7).

Oppkjøpet vil altså gjennomføres gitt to betingelser: det ble et flertall i avstemningen (dersom denne kreves) og SPACet har tilstrekkelig kapital. Sistnevnte kan målselskapet stille et minimumskrav til og påvirkes av aksjonærenes innløsningsrate (Ghang et al., 2021, s. 2). SPACet og målselskapet blir nå til et kombinert selskap og er kommet til den siste fasen av børsnoteringsprosessen, *fase 3*.

Etter transaksjonen må SPACet sende inn informasjon om målselskapet og transaksjonen til SEC (Auguste et al., 2021). SPACet endrer navn og ticker tilsvarende målselskapet, og aksjonærene går automatisk over fra å være eiere i SPACet til å være eiere i det kombinerte selskapet. Både PIPE investorene og sponsoren blir begrenset av en lock up-avtale som hindrer dem i å selge sin posisjon før det har gått en viss periode (Credit Suisse, 2020, s. 15; Bazerman & Patel, 2021). For sponsoren er lock up-avtalen vanligvis på ett år og kan omgås dersom markedskursen til det kombinerte selskapet når en satt kurs (Credit Suisse, 2020, s. 15).

2.1.4 Historisk utvikling

Blankosjekkselskap

1980-tallet bød på gode økonomiske tider, og det var i denne perioden at blankosjekkselskaper for første gang opplevde et oppsving. Til tross for at disse selskapene hadde samme formål som dagens SPACer, hadde de den gang en aksjekurs som plasserte dem i markedet for penny stocks. Dette var et OTC-marked (eng. = Over-The-Counter) og aksjene ble handlet via

meglere over telefon. Populariteten med blankosjekkselskaper sammenfalt med billigere telefonpriser, da dette gjorde det lettere for meglerne å nå ut til flere investorer (Zagorsky, 2019; Hiden, 1989). Dette gjorde annenhåndsmarkedet ikke bare mer likvid, men også til en arena for markedsmanipulasjon. Blankosjekkselskapene ble en hjørnestein i den velkjente «pump and dump» svindelen. Dette innebar at selskaper ble opprettet med kun et par meglere og venner involvert. De involverte partene handlet typisk de noterte aksjene seg imellom, for å drive aksjeprisen opp, før de satte ut usanne rykter om et kommende oppkjøp og forventet vekst (Castelli, 2009, s. 246; s. 247). Etter at meglerne til en svimlende kurs solgte aksjene til ikke-profesjonelle investorer, kollapset prisen som kun var basert på feilaktige rykter (Hiden, 1989).

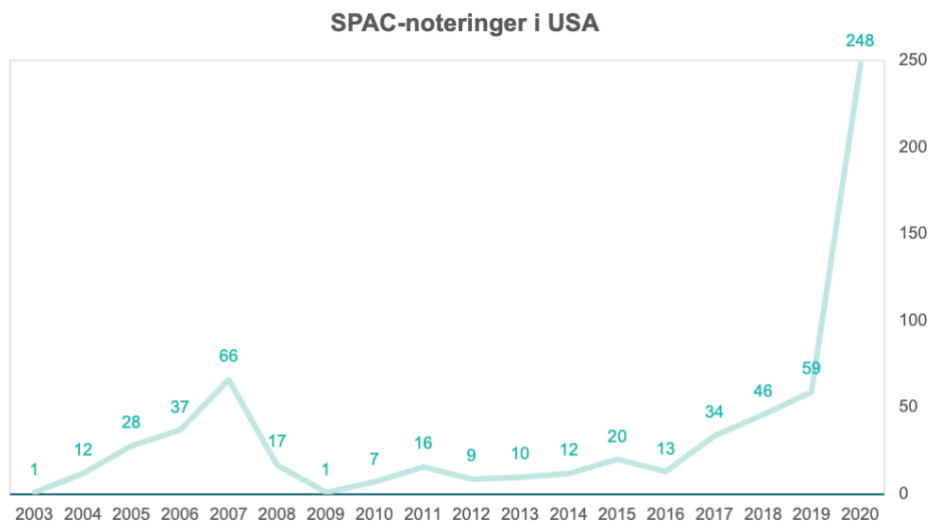
Blankosjekkselskap var i stor grad uregulerte, og stadig flere ble opprettet med uredelige intensjoner (Castelli, 2009, s. 244). Mot slutten av 1980-tallet var 70% av alle aktiva på markedet for penny stocks i blankosjekkselskaper, og «pump and dump» svindelen tilsvarte USD 2 milliarder årlig, før SEC innførte reguleringer (Castelli, 2009, s. 246; s. 239). Reguleringene førte til at bruken av blankosjekkselskap, forgjengeren til SPACer, i stor grad oppphørte (Riemer, 2007, s. 943). Det historiske bakteppet er årsaken til at SPACer i dag kan synes å ha et frynsete rykte.

Utviklingen av SPAC

I 1993 ble det første SPACet opprettet i samsvar med de innførte reguleringene, med en pålydende verdi som plasserte aksjen utenfor penny stock markedet (Greenspan, 2021, s.13). I motsetning til de forhenværende blankosjekkselskapene ble investorenes investering beskyttet frem til et mulig oppkjøp (Greenspan, 2021, s.13). I tillegg definerte SPACet en bestemt industri og geografisk søkefelt, samt hentet inn velrennomerte investorer for å legitimere selskapsformen (Greenspan, 2021, s.14; Riemer, 2007, s. 946). Det første SPACet hadde dermed flere likhetstrekk med SPACene vi observerer i markedet i dag. Den mest fremtredende forskjellen er at de den gang ikke ble børsnotert, men fortsatt handlet OTC (Greenspan, 2021, s.14).

Den videre historien til SPACer har vært preget av økonomiske svingninger. Populariteten opplevd på 1990-tallet avtok i tråd med fremveksten av dotcom-boblen (Greenspan, 2021, s.

15). SPACer fikk igjen økt popularitet da økonomien stabiliserte seg, ettersom markedsplassene nå var skeptiske til vekstselskap, slik at disse søkte alternative børsnoteringsveier. Denne veksten utviklet seg frem til finanskrisen i 2008, hvor rundt 25% av alle børsnoteringer i 2007 var SPACer (Riemer, 2007, s. 947).



Figur 4: Utviklingen av antall SPAC-noteringer i USA

I 2010 ble SPACer godkjent på Nasdaq med forutsetningen om at det holdt å kun ha en innløsningsmulighet tilknyttet aksjene, fremfor å måtte avholde en avstemning blant aksjonærene for godkjenning av oppkjøpet (Nasdaq, 2021; SEC, 2021). Børsnoteringen av SPACer opplevde da økt popularitet, men på et beskjedent nivå (Credit Suisse, 2020, s. 5). Senere, i 2017, tillot også NYSE notering av SPACer (NYSE Listed company Manual, 2017, §102.06). Denne hendelsen virker i retrospekt som en av de utløsende årsakene for eksplosjonen i SPAC-noteringer, som vist i figuren over (Greenspan, 2021, s. 26). Videre skal de bakenforliggende årsakene til dagens SPAC-hype belyses.

2.1.5 Hvor kommer dagens SPAC-hype fra?

Forklaringen bak dagens SPAC-aktivitet kan deles inn i tre komponenter (Credit Suisse, 2020, s. 13):

- Ustabile kapitalmarkeder
- Sterk verdiøkning i aksjemarkedet
- Mye «dry powder»

Utbruddet av Covid-19 førte til *ustabile kapitalmarkeder* (Capelle-Blancard & Desroziers, 2020). I en tradisjonell børsnotering er selskapets verdi betinget på markedets etterspørsel. Verdien til et selskap skal ved en tradisjonell børsnotering reflektere den korrekte markedsverdien og settes derfor dagen før notering. Ved en børsnotering via et SPAC baseres derimot ikke verdivurderingen på etterspørsel i kapitalmarkedet og forhandles direkte mellom selskapet og SPACet (Ghang et al., 2021, s. 15). Ettersom en tradisjonell børsnotering er tidkrevende og utsatt for markedssvingninger, fører metoden for verdsettelse til usikkerhet tilknyttet hvor mye kapital som blir hentet. Ustabile kapitalmarkeder kan derfor ha gjort SPACer mer attraktive (Credit Suisse, 2020, s. 13).

I tillegg har man det siste tiåret observert en *sterk verdiøkning i aksjemarkedet*, gjennom en økning i verdivurdering av børsnoterte selskaper. Denne trenden kan observeres både gjennom multipler som baserer seg på egenkapitalverdi og selskapsverdi, hvor multiplene P/E og EV/EBITDA har mer enn doblet seg de siste ti årene (Credit Suisse, 2020, s. 13; Mackenzie, 2020). Dette impliserer at markedsverdi, i forhold til fundamentalverdi, hos børsnoterte selskaper har økt. Dette er gunstig for selskaper ved kapitalinnhenting. Det må derimot påpekes at en prismultippel tilsvarende dagens verdi, historisk sett ikke har vært vedvarende (Slimmon, 2021). Derfor kan frykten for at forholdene vil snu, føre til at selskaper ønsker å raskt notere seg på børs med dagens verdivurdering. Dette har medført en vekst i markedet for børsnoteringer (Credit Suisse, 2020, s.13). I et allerede hett marked vil en SPAC-notering, som normalt sett har en kortere børsnoteringstid, derfor bli sett på som en lukrativ metode (Credit Suisse, 2020, s.13; Bazerman & Patel, 2021).

I tillegg har profesjonelle investorer i 2020 samlet sett opplevd et historisk høyt nivå av «*dry powder*», med en samlet sum av nær USD 2 trillioner (Credit Suisse, 2020, s.13). «Dry powder» er kapital selskaper har på bok som de har forpliktet seg til å investere, men som enda ikke er allokert (Mercer, 2021, s.2). Dette begrepet blir ofte brukt i sammenheng med aktive eierfond. Som en konsekvens av den globale pandemien, ble styringsrenten i de fleste land satt til et historisk lavt nivå. Dette, sammen med at obligasjonsmarkedene gir lave eller negative renter, førte til at flere aktører måtte se etter nye investeringsobjekter (Mercer, 2021, s.6). SPAC-investeringens allsidighet gjør at investorer kan justere deltakelsen etter ønsket risikoprofil. Dette har ført til at SPACer har vært et attraktivt investeringsobjekt for et mangfold av profesjonelle investorer – alt fra risikovillige aktive eierfond i rollen som sponsor,

til mer risikoaverse pensjonsfond som PIPE investorer (Mercer, 2021, s.6; Deloitte Insight, 2021, s. 2).

2.2 Hvordan fungerer en tradisjonell børsnotering?

Videre belyses prosessen for en amerikansk, tradisjonell børsnotering. Deretter beskrives markedsplassene i Norge. Formålet er å senere vurdere en amerikansk, tradisjonell børsnotering mot en børsnotering via SPACer, og anvende dette til å vurdere verdien av SPAC som børsnoteringsmulighet i Norge.

2.2.1 Prosess

Sammenlignet med en notering via et SPAC finner Bazerman & Patel (2021) at tidslinjen i en tradisjonell børsnotering er 2-3x lengre. Den amerikanske børsnoteringsprosessen regnes som kompleks og det kreves dyktige rådgivere for å gjennomføre en smidig prosess (Mujalovic et al., 2021). Før selve børsnoteringen foreligger det et informasjonsgap mellom de ulike interessentene, og prosessen skal tilrettelegge for at dette informasjonsgapet reduseres. Utstederen vil derfor måtte utarbeide en omfattende beskrivelse av selskapets virksomhet (Maldan et al., 2016). Etter gjennomført due diligence og ferdigstilt prospekt begynner markedsføringen av selskapet (PwC, 2014, s. 13). For at investorer skal fatte interesse for selskapet, arrangerer tilretteleggeren roadshow med analytikere, meglere og potensielle investorer (PwC, 2014, s. 16).

Det påløper betydelige kostnader for utstederen i en børsnoteringsprosess. I selve prosessen medgår det kostnader til blant annet rådgivere og tilrettelegger (PwC, 2014, s. 5). I tillegg kan verdsettelsen utvikle seg til en kostnad ved underprising, ettersom utstederens eiere muligens kunne hentet mer kapital gjennom en høyere pris per aksje (Aliaj et al., 2020). Prisingen av utstederens aksjeemisjon foregår typisk gjennom en såkalt bookbuilding (Green, 2021). Dette vil si at aksjeprisen baserer seg på etterspørsel. I en slik prosess går vanligvis tilretteleggeren ut med et prisintervall til investorene. I retur sender investorene inn ordre med antall aksjer de ønsker å erverve, til en pris innenfor det gitte intervallet. Etter hvert som det avholdes investormøter, registrerer tilretteleggeren ordrene i «boken» slik at det dannes en

etterspørselskurve. Da etterspørselen synker når prisen stiger, blir endelig pris en balanse mellom innhentet kapital og forventet verdsettelse (Euronext, 2019, s. 13).

2.2.2 Børsnoteringsprosessen i Norge

En notering på Oslo Børs er kjent internasjonalt for å være en effektiv prosess (PwC, 2014, s. 19). Avhengig av utstederens forberedelser, kan selve prosessen vare mellom 4-12 måneder og formaliseres ved innsending av den formelle børsnoteringssøknaden til Oslo Børs (PwC, 2014, s. 12 & 20).

Oslo Børs tilbyr to fullt regulerte markedsplasser for notering av aksjer: Oslo Børs og Euronext Expand. Oslo Børs er hovedlisten, mens Euronext Expand regnes som juniorlisten og har mindre strenge noteringskrav (PwC, 2014, s. 19). I tillegg har Norge en såkalt multilateral handelsfasilitet (MTF), Euronext Growth, med mindre omfattende opptakskrav enn de to fullt regulerte markedsplassene (Abrahamsen & Sveen, 2021). Ulikhetene mellom Euronext Growth og hovedlisten er oppsummert i tabellen nedenfor.

	Hovedlisten Oslo Børs	Euronext Growth
Type markedsplass	Regulert markedsplass	Multilateral handelsfasilitet (MTF)
Type selskap	Aksjeselskap, allmennaksjeselskap, egenkapitalbevis, tilsvarende utenlandske selskap	Allmennaksjeselskap, egenkapitalbevis, tilsvarende utenlandske selskap
Min. markedsverdi	NOK 300 millioner	Ingen krav
Likviditet	12 måneder normal drift	12 måneder normal drift
Min. antall aksjonærer	500	303
Min. kapitalbinding per aksjonær	NOK 10 000	NOK 5 000
Min. aksjepris ved notering	NOK 10	NOK 1

Min. krav til fri flyt	25%	15%
Historisk aktivitet	Minst 3 år operasjonell drift	Ingen krav om drift. Minst en revidert halvårs- eller årsrapport.
Behandlingstid av søknad	20-30 handelsdager ⁵	10 handelsdager
Due diligence	Krav til finansiell og juridisk DD, vurdering av ytterligere undersøkelser. Må utføres av en fullstendig uavhengig part	Krever en godkjent ekstern rådgiver. Omfanget av due diligence vurderes ved hvert tilfelle.
Regnskapsstandard	IFRS	Standard godkjent etter norsk lov
Finansiell rapportering	Kreves halvårlig, anbefales kvartalsvis	Kreves halvårlig

Tabell 2: Sammenligning av Hovedlisten og Euronext Growth (Utstederegler, 2021; Regelbok del II, 2021, Notis 2.2, 2021, §3; §7-1(2); Notis 3.4, 2021, §2; §7-1(2))

Som det fremkommer av tabell over, foreligger det færre krav til en børsnotering på Euronext Growth sammenlignet med Hovedlisten. Euronext Growth har derfor blitt en populær markedsplass blant små og mellomstore selskaper. Videre er kravene til due diligence mindre omfattende, hvilket bidrar til å gjøre opptaksprosessen kortere enn en notering på Hovedlisten (Abrahamsen & Sveen, 2021; Utstederegler, 2021; Regelbok del II, 2021; Notis 2.2, 2021, §3; §7-1(2); Notis 3.4, 2021, §2; §7-1(2)).

⁵ I tillegg krever denne prosessen at det leveres en innledende redegjørelse før noteringsprosessen kan begynne. Her er behandlingstiden på 40 handelsdager (Notis 3.4; 2021; §6)

3. Litteraturstudie

Den nylige populariteten til SPAC-noteringer gjenspeiles i litteraturen, da majoriteten er skrevet det siste året og baseres på det amerikanske markedet. Dette litteraturstudiet omhandler viktigste bidragsytere, løsninger, samt uoppklarte spørsmål. Formålet er å få et overblikk over eksisterende litteratur og med det danne grunnlaget for analysen.

3.1 Viktigste bidragsytere

Noen av de viktigste bidragsyterne innenfor SPAC-litteraturen, som også benyttes mye i denne oppgaven, er Klausner et al. (2021), Ghang et al. (2021), Bai et al (2021) og Rodrigues & Stegemoller (2013). Sistnevnte ble publisert på den tiden hvor det moderne SPAC for første gang fikk et betydelig oppsving og beskriver et historisk perspektiv. Artikkelen tar utgangspunkt i en sammenligning av SPACer og aktive eierfond.

Den fremhevede litteraturen fra nyere tid kan knyttes opp mot SPACets økte popularitet det siste året, og Bai et al. (2021) forsøker å forklare bakgrunnen til denne fremveksten. Artikkelen belyser hvordan eksistensen av SPACer fører til effektiv allokering av kapital i det primære kapitalmarkedet, samt adresserer agentproblemer. Klausner et al. (2021) analyserer SPACets kapitalstruktur og vurderer realiteten til flere påstander tilknyttet SPACer. Herunder sammenlignes en børsnotering via et SPAC med en tradisjonell børsnotering og SPACer som investeringsobjekt. I forlengelsen av disse funnene, vurderer Ghang et al. (2021) lønnsomheten til sponsor, investorer og målselskap.

3.2 Viktigste løsninger

3.2.1 Fra investorenes perspektiv

Fra investorenes perspektiv fokuseres det på litteratur som vurderer skjeve insentiver og asymmetrisk informasjon, og sammenligner denne problematikken med aktive eierfond.

Rodrigues og Stegemoller (2013) påpeker i sin forskning likhetene mellom et SPACs struktur og strukturen til aktive eierfond. De fremhever likheter som den begrensede levetiden for

fondet og kompensasjonsordningen til investorene, hvor de poengterer at sistnevnte er det viktigste middelet i aktive eierfond for å begrense agentkostnader. Ghang et al. (2021) utdyper denne sammenligningen ved å ta for seg sponsor-rollen i forhold til general partner (heretter «GP») i aktive eierfond. Han finner at omdømmebekymringen (evnen til å gjennomføre fremtidige avtaler) er mindre betydelig for sponsoren sammenlignet med GP. Dette begrunnes ved at SPAC-investorene er nedsidebeskyttet gjennom innløsningsrettigheten, mens investorene i aktive eierfond er bundet til GPs investeringsavgjørelser og evner. Som en konsekvens, er ikke målselskapets prestasjon like avgjørende for sponsorens rennommé. Ghang et al. (2021) påpeker at dette gir sponsoren et insentiv til å gjennomføre et oppkjøp, uavhengig av målselskapets kvalitet.

Bai et al. (2021) påpeker at de profesjonelle investorenes investering i børsnoteringen av et SPAC kan gi arbitrasjemuligheter. Ettersom enhetsprisen tilsvarer aksjens børsnoteringskurs, tolkes det som at warrantene gis ut kostnadsfritt til de profesjonelle investorene (Bai et al., 2021). Da de profesjonelle investorene mottar en kostnadsfri warrant, gir dette et insentiv til å godkjenne enhver selskapskombinasjon. Dette gjelder ikke de ikke-profesjonelle investorene, da deres avkastning er direkte korrelert med målselskapets prestasjon (Ghang et al., 2021).

Videre blir problematikken rundt skjeve insentiver mellom sponsor og SPAC-investorene belyst av blant annet Klausner et al. (2021) og Bai et al. (2021). Bai et al. (2021) fokuserer på sponsorens risikoprofil. Studien identifiserer at deres kompensasjonsstruktur, gjennom promote og warranter, gir sponsoren et insentiv til å handle i egeninteresse for å oppnå en god avkastning. De finner at dette fører til et økonomisk tap for de ikke-profesjonelle investorene, ved at både SPACet og målselskapet empirisk sett underpresterer. Kompensasjonsordningen fører derfor til skjeve insentiver mellom sponsor og investorene. Klausner et al. (2021) forklarer dette ved at sponsoren har en betydelig større nedsiderisiko, i tillegg til at de får positiv avkastning uavhengig av målselskapets prestasjon. Dette står i motsetning til de øvrige investorene. Følgelig oppstår det problemer rundt asymmetrisk informasjon, da sponsoren har et insentiv til å kun fremlegge overbevisende informasjon om målselskapet.

Når det kommer til konsekvensene av å ha en PIPE investering, er litteraturen splittet. På den ene siden hevder forskning at PIPE investorer kan validere målselskapets kvalitet, som uttrykt av Klausner et al. (2021). På den andre siden viser blant annet Banerjee og Szydlowski (2021) til at det kan ha implikasjoner for avkastningen til både eksisterende investorer og sponsoren.

3.2.2 Fra målselskapets perspektiv

Fra målselskapets perspektiv sammenligner litteraturen en børsnotering via et SPAC med en tradisjonell børsnotering. Det fokuseres på litteratur rundt kostnadsbildet, forutsigbarheten og kompleksiteten til de to metodene, samt utviklingen etter børsnotering.

Når det kommer til sammenligning av kostnaden mellom de to metodene, viser forskning til utvanningseffekten iboende SPACets kapitalstruktur. Denne fører til at innhentet kapital ved selskapskombinasjon er betydelig lavere enn tilgjengelig kapital før innløsning av aksjer (Klausner et al., 2021; Ghang et al., 2021). Klausner et al., (2021) konkluderer videre med at man på generell basis ikke kan anse hverken gjennomføringen eller verdivurderingen gitt av et SPAC som forutsigbar. I forlengelsen av dette finner Ghang et al. (2021) at underprisingen i en børsnotering via et SPAC er mindre enn ved en tradisjonell børsnotering, mens en tidligere studie av Griffin (2018) finner det motsatte. Det bør bemerkes at det er noe tvilsomt at Griffin (2018) hevder at sponsoren ikke blir kompensert, ettersom det virker som generell enighet i litteraturen at de mottar en sjenerøs kompensasjon for deres arbeid.

Videre hevder forskning at det er en større fleksibilitet tilknyttet regelverket i en børsnotering via et SPAC fremfor i en tradisjonell børsnotering (Klausner et al., 2021; Bai et al., 2021). Overordnet hevder Klausner et al. (2021) at det ikke kan argumenteres for at prosessen via et SPAC alltid er raskere (Klausner et al., 2021). Ghang et al. (2021) stiller seg bak det sistnevnte, men argumenterer for at forhandlingene er mer effektive enn i en tradisjonell børsnotering, slik at det i flere tilfeller vil kunne føre til en raskere prosess.

Med hensyn til utviklingen av SPAC-markedet, viser Bai et al. (2021) at motstridende insentiver og informasjonsasymmetri kan føre til at SPACer kjøper målselskap av lav kvalitet. Dette står i strid med Gryglewicz et al. (2021) som hevder at en god prising gitt av et SPAC, gir målselskap av høy kvalitet et insentiv til å velge denne formen for børsnotering. Med hensyn til den negative avkastningen både Klausner et al. (2021) og Ghang et al. (2021) finner, kan det synes at argumentasjonen til Bai et al. (2021) veier tyngst.

3.3 Åpne spørsmål

Til tross for mye tilgjengelig informasjon om SPACer kan majoriteten av denne anses som upålitelig (Banerjee & Szydlowski, 2021, s. 8; Shatalov, 2021 s. 7). Informasjonen er ustrukturert og noen ganger partisk, slik at dette bidrar til å skape forvirring (Shatalov, 2021, s. 7). Det er derfor utfordrende å analysere dagens SPAC-marked basert på tilgjengelig litteratur. Analysen i kapittel 4 vil bidra til litteraturen ved å utfylle og diskutere fordeler og ulemper ved et SPAC, med et spesielt fokus på asymmetrisk informasjon. Funnene fra kapittel 4, sammen med gjennomførte intervjuer, vil danne grunnlaget for analysen av å muliggjøre SPAC-noteringer på norske handelsplasser. På dette området finnes det foreløpig ingen litteratur.

4. Analyse av det amerikanske SPAC-markedet

Denne analysen er delt inn i to deler og vil med utgangspunkt i det amerikanske markedet, undersøke om SPACer ivaretar interessene til involverte interessenter. I første omgang blir investorene adressert. Deretter sammenlignes en børsnotering via et SPAC og en tradisjonell børsnotering fra målselskapets perspektiv. Kapittelet tar utgangspunkt i eksisterende litteratur med utfyllende refleksjoner. Funnene fra dette kapittelet er avgjørende for å analysere muliggjøringen av SPAC-noteringer i Norge.

4.1 SPAC, en investerings-scam?

I denne seksjonen belyses SPACer som investeringsobjekt og besvarer følgende spørsmål:

I hvilken grad sikrer SPACets vilkår at børsnoteringsprosessen ivaretar interessene til investorene?

Dette skal vurderes gjennom analyse av investorenes eksponering for agentproblemer og deres avkastning. Det fokuseres på SPACets kapitalstruktur i sammenheng med agentteori, basert på en sammenligning med aktive eierfond.

4.1.1 Poor Man's Private Equity?

SPACer er omtalt som «Poor Man's Private Equity» og sammenligningen skyldes likhetstrekk med aktive eierfond (Dimitrova, 2017). Både SPACer og aktive eierfond har en passiv investorbase som har tiltro til at en motpart identifiserer et attraktivt målselskap, fremforhandler en god avtale og evner å skape verdi for målselskapet. Riktignok skiller SPACer seg fra aktive eierfond ved at de er børsnoterte. Dette innebærer at de kan handles av ikke-profesjonelle investorer, og SPACer tilgjengeliggjør på så måte et nytt investeringsinstrument for «The Poor Man».

En annen fellesnevner for aktive eierfond og SPACer er at SPACer har adaptert kontraktsforholdene som benyttes av aktive eierfond (Rodrigues & Stegemoller, 2013, s. 851).

Til tross for at kontraktsforholdene for aktive eierfond normalt avverger asymmetrisk informasjon og insentivskjevheter, virker disse problemene å ha implikasjoner for SPACer. Der aktive eierfond krever langsiktig kommitering av kapital, er SPACer børsnoterte instrumenter og investorene i SPACer kan derfor fritt justere sine posisjoner. Sponsorens rolle er inspirert av aktive eierfond, men adaptasjonen av investeringsvilkårene og kompensasjonsordningen skaper ytterligere implikasjoner. Disse forskjellene er interessante og har konsekvenser for den videre vurderingen av SPACer som investeringsobjekt.

4.1.2 Skjeve insentiver: Profesjonelle investorer og ikke-profesjonelle investorer

Et SPAC består før identifisering av målselskapet av to investorgrupper: Profesjonelle- og ikke-profesjonelle investorer. De profesjonelle investorene er de første som involveres ved at de investerer i børsnoteringen av SPACet, mens de ikke-profesjonelle investorene senere involveres gjennom annenhåndsmarkedet. Empiri fra 2019 frem til juni 2020 viser at de profesjonelle investorene, målt gjennom medianen, avhender 98% av de utstedte aksjene før gjennomført selskapskombinasjon (Klausner et al., 2021, s. 21). Dette gjøres gjennom enten å innløse aksjer eller selge de i annenhåndsmarkedet. En så høy avhendingsrate impliserer at det i hovedsak er de ikke-profesjonelle investorene som deltar i selskapskombinasjonen. Med bakgrunn i dette kan en hevde at de profesjonelle investorenes hovedoppgave er å muliggjøre SPACets børsnotering. Dette står i kontrast til de ikke-profesjonelle investorene, som ønsker å dra fordel av prisgevinsten ved å børsnotere et privateid selskap og sponsorenes evne til å skape verdi for målselskapet. Investorgruppene har derfor avvikende investeringshorisont og motivasjon, hvilket fører til ulike insentiver tilknyttet investeringen.

De profesjonelle investorene mottar ved investeringstidspunkt en enhet, tilsvarende en aksje og en andel warrant, til prisen for en aksje. Warranten kan dermed synes å bli delt ut gratis. Dette kan derfor sees på som kompensasjon for tilrettelegging av børsnoteringen. Videre handles aksjer og warranter separat, og de profesjonelle investorene kan selge eller innløse aksjen for så å beholde warranten. Siden alle aksjene innehar en innløsningsmulighet, vil de profesjonelle investorene altså minst kunne motta børsnoteringskursen ved avhending av aksjen. Warranten kan derfor sees på som en kostnadsfri oppsideeksponering. Splitting av enhetene fører til at de ikke-profesjonelle investorene ikke har denne oppsideeksponeringen.

De profesjonelle investorene blir med bakgrunn i dette kompensert med en mulig arbitrasjegevinst.

En respondent fra Arcitc Securities (personlig kommunikasjon, 14. oktober) påpeker at SPACets kapitalstruktur blir utformet i børsnoteringsprosessen, der investorene⁶ sammen med sponsor og tilrettelegger utformer kapitalstrukturen. De profesjonelle investorene har dermed mulighet til å påvirke investeringsvilkårene i egen favør. En implikasjon er at SPAC-investeringen blir vesentlig mer risikabel når aksjer og warrant kjøpes på annenhåndsmarkedet. Dette berører de ikke-profesjonelle investorene. Denne skjevheten i risikoeksponering fører til en ytterligere insentivskjevhet.

Til tross for at de ikke-profesjonelle investorene har mindre gunstige vilkår tilknyttet SPAC-investeringen, tilgjengeliggjøres en normalt lukket investeringsmulighet. Aktive eierfond er forbeholdt en investorgruppe som evner å kommitere større kapitalmengder over en lengre periode. Dette omfatter altså kun de profesjonelle investorene. SPACer tillater imidlertid flere investorer å ta del i verdiøkningen generert av et sponsesteam.

For å illustrere hvordan SPACets karakteristika kan føre til forskjeller i avkastning for profesjonelle- og ikke-profesjonelle investorer, anvendes følgende forenklet eksempel.

SPAC-1 Kapitalstruktur

- 1000 aksjer er totalt utestående
 - 200 av aksjene tilsvarer sponsorenes promote
 - 200 warrant er sponsor-eide
 - 800 enheter ble solgt ved notering til NOK 100, disse består av 1 aksje og ½ warrant.
 - Warrantenes utøvingkurs er på NOK 115
-

Tabell 3: SPAC-1 kapitalstruktur delkapittel 4.1.2

⁶ Ettersom kapitalstrukturen i stor grad blir bestemt ved SPACets børsnotering, er det kun investorene som investerer ved børsnotering som har påvirkningsmulighet.

SPAC-1 Forutsetninger

- ~100% av aksjer utstedt ved SPAC-notering avhendes (Klausner et al., 2021, s. 21)
- ~75% av aksjer utstedt ved SPAC-notering innløses (Klausner et al., 2021, s. 21)
- ~25% av aksjene som avhendes selges derfor til ikke-profesjonelle investorer
- De profesjonelle investorene selger ikke warrantene sine
- Selskapsverdi, «verdi» i tabellen, tar utgangspunkt i tilgjengelig kapital på escrow-konto
- Det antas en stabil kurs på NOK 100 (slik investeringskostnaden er konstant)
- Sponsorens investering settes lik 0, da denne ikke blir tilføyet escrow-kontoen
- Beløpet betalt ved utøving av warranter hensyntas ikke i eksempelet
- Salg av aksjer i annenhåndsmarkedet foretas før innløsning av aksjer
- Kun de profesjonelle investorene benytter seg av innløsningsrettigheten

Tabell 4: SPAC-1 Forutsetninger delkapittel 4.1.2

$$\text{Kapital per aksje} = \frac{\text{Tilgjengelig kapital}}{\text{Totalt antall aksjer}}$$

$$\text{Verdi} = \text{Kapital per aksje} * \text{Antall aksjer}$$

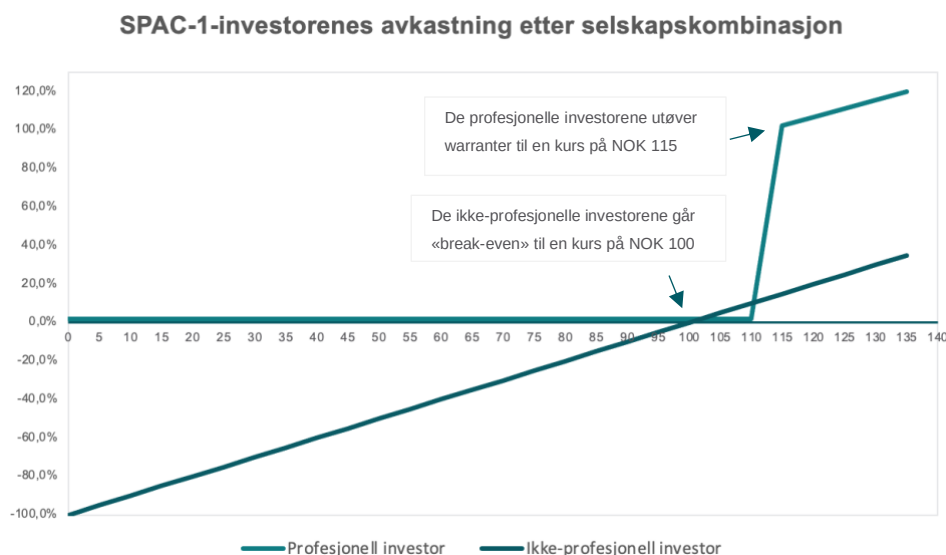
$$\text{Utvanning} = \frac{\text{Pris per aksje} - \text{Kapital per aksje}}{\text{Kapital per aksje}}$$

	Investering	Etter promote		Etter innløsning		Etter warranter	
		Eierskap	Verdi	Eierskap	Verdi	Eierskap	Verdi
Sponsor	0	20%	16 000	50%	10 000	40%	8 000
Profesjonelle	60 000	60%	48 000	0%	0	40%	8 000
Ikke-profesjonelle	20 000	20%	16 000	50%	10 000	20%	4 000
Utvanning	20 000	20%		50%		80%	

Tabell 5: Eksempel tilknyttet skjeve insentiver mellom SPAC-investorene

I tabellen over fremkommer det at de ikke-profesjonelle investorene utvannes grunnet sponsorens promote, innløsning av aksjer og utøving av warranter. Intuisjonen er følgende: (1) Da promote ikke er støttet av kapital, utvannes kapital per aksje ved at antall aksjer øker uten en tilsvarende økning i kapital. Følgelig, utvannes både de profesjonelle og de ikke-profesjonelle investorene med 20%. (2) Som en konsekvens

av at de profesjonelle investorene innløser sine aksjer, utgjør promote en større andel av totalt antall aksjer. Dette fører til at de ikke-profesjonelle investorene utvannes med ytterligere 30%. (3) Når de profesjonelle investorene og sponsoren utøver sine warranter, fører dette til at antall aksjer øker uten en økning i kapital. De ikke-profesjonelle investorenes aksjeverdi tilsvarer nå kun NOK 4 000, sammenlignet med en initiell investering på NOK 20 000.



Figur 5: SPAC-1 investorenes avkastning

Utover utvanningseffekten som primært treffer de ikke-profesjonelle investorene, er det flere forhold som fører til en betydelig forskjell i avkastningen oppnådd av de to investorgruppene. Figuren over illustrerer investorgruppenes avkastning til ulike markedskurser, og antar utøving av warranter når de er «break-even». Den bygger videre på forutsetningene og kapitalstrukturen gitt av henholdsvis Tabell 3 og Tabell 4. Avkastningen til de ikke-profesjonelle investorene er direkte korrelert med aksjekursen ettersom de som kun eier aksjer. De vil derfor kun tjene på investeringen dersom aksjekursen stiger over kostnaden på NOK 100 per aksje. De profesjonelle investorene oppnår en avkastning på minimum 2%, hvilket tilsvarer renten på escrow-konto og mottas ved innløsning av aksjer. Når markedskursen treffer warrantenes utøvingskurs på NOK 115, øker warrantene avkastningen til de profesjonelle investorene fra 2% til 103%. Figuren viser derfor at de profesjonelle investorene har en nedsidebeskyttelse ved at de alltid vil tjene på investeringen, samt at warrantene gir dem en betydelig oppsideeksponering. Sammenlignet med de ikke-profesjonelle investorene tilsier dette en vesentlig skjevhet i risiko.

De ikke-profesjonelle investorenes økonomiske tap, kan forklares med at de ikke nødvendigvis innehar kompetansen til å forstå SPACets risikoer. Viking Venture (personlig kommunikasjon, 14. oktober) sier med et smil at man bør ha et grunnkurs i finans for å forstå SPACets struktur fullt ut. Man kan derfor sette spørsmålstegn ved om de ikke-profesjonelle investorene tar hensyn til utvanningseffekten på investeringstidspunktet og hvorvidt de forstår innløsningsmuligheten. Bakgrunnen for dette er at den nåværende strukturen synes å begunste de profesjonelle investorene og man opplever en «de rike blir rikere effekt». Dette underbygges av de profesjonelle investorenes betydelige bedre avkastning, som vist i Figur 5 og i litteraturen. De ikke-profesjonelle investorene opplever en gjennomsnittlig ett års avkastning på -7,3% som står i motsetning til de profesjonelle investorenes warrantavkastning på 64% (Ghang et al., 2021, s. 24; s. 25). Avkastningen kan dermed sees på som et nullsumspill: Ved utøving av warrantene bærer de gjenværende aksjonærene i SPACet den fulle kostnaden. Det kan derfor diskuteres om investorbeskyttelsen i et SPAC er tilstrekkelig.

For å oppsummere, kan det virke som SPACenes adaptasjon av strukturen til aktive eierfond ikke gagnar de ikke-profesjonelle investorene, utover tilgangen til en ny investeringsmulighet. Kapitalstrukturen synes imidlertid å være fordelaktig for de profesjonelle investorene som deltar i børsnoteringen av SPACet. De har en annen investeringshorisont, større innflytelse og gunstigere vilkår tilknyttet investeringen. Deres stadige gode avkastning går på bekostning av de ikke-profesjonelle investorene. Det kan derfor argumenteres for at SPAC-strukturen, slik den er i dag, ikke er egnet for ikke-profesjonelle investorer.

4.1.3 Skjeve insentiver: Sponsor og ikke-profesjonelle investorer

En direktør i et privat eierfond påpeker at det mest fremtredende problemet med SPACer er de skjeve insentivene og informasjonsasymmetrien mellom sponsor og investorer (Selskap X, personlig kommunikasjon, 13. oktober). Ettersom SPACet tilnærmet bare har ikke-profesjonelle investorer ved selskapskombinasjon, er det de som i hovedsak berøres av denne problematikken.

Videre redegjøres det for insentivskjevheten mellom sponsoren og investorene ved bruk av et eksempel. Denne kommer til uttrykk gjennom sponsorens kompensasjonsordning og investeringsvilkår.

SPAC-1 Kapitalstruktur

- 1000 aksjer er totalt utestående
- 200 av aksjene tilsvarer sponsorens promote
- 200 warranter er sponsor-eide, kjøpt til NOK 10
- 800 enheter ble solgt ved notering til NOK 100, disse består av 1 aksje og ½ warrant
- Warrantenes utøvingkurs er på NOK 115

*Tabell 6: SPAC-1 Kapitalstruktur delkapittel 4.1.3***SPAC-1 Forutsetninger**

- ~100% av aksjer utstedt ved SPAC-notering avhendes (Klausner et al., 2021, s. 21)
- ~75% av aksjer utstedt ved SPAC-notering innløses (Klausner et al., 2021, s. 21)
- ~25% av aksjene som avhendes selges derfor til ikke-profesjonelle investorer
- De profesjonelle investorene selger ikke warrantene sine
- Sponsorens risikokapital investeres utover bruttoproveny og tilsvarer 3,5% av denne (Ghang et al., 2021, s. 11)
- Selskapsverdi tar utgangspunkt i tilgjengelig kapital på escrow-konto
- Det antas en stabil kurs på NOK 100 (slik at investorenes investeringskostnad er lik)
- Beløp betalt ved utøving av warranter hensyntas ikke i eksempelet
- Kun de profesjonelle investorene benytter seg av innløsningsrettigheten

Tabell 7: SPAC-1 Forutsetninger delkapittel 4.1.3

Sponsoren stiller med SPACets risikokapital ved å investere i warranter og et mindre beløp tilknyttet aksjekapitalen. Risikokapital vil si at investeringen går tapt dersom SPACet likvideres. For sponsoren i SPAC-1 tilsvarer dette en investering på NOK 2 800, hvorav NOK 2 000 er tilknyttet warrantene. Intuisjonen er følgende: (1) Gjennom en investering på NOK 800 mottar sponsorene 200 aksjer. Et eierskap på 20% oppnås dermed ved å investere 1% av total aksjekapital. (2) Som en følge av dette har sponsoren en kostnad per aksje på $\text{NOK } \frac{800}{200} = 4$ i motsetning til NOK 100. Sponsoren trenger dermed en langt lavere aksjekurs enn SPACets øvrige investorer for å gå «break-even». (3) Den lave kostnaden tilknyttet sponsorens aksjer har en utvannende effekt på SPACets investorer. Sponsorens aksjeandel fører til at kapital per aksje reduseres fra NOK 100 til NOK 80. Det er de ikke-profesjonelle investorene som bærer kostnaden av sponsorens promote, da de profesjonelle investorene avhender sin investering. Den samlede effekten er en insentivskjevhet mellom sponsor og ikke-profesjonelle investorer.

Videre har sponsoren ulike vilkår tilknyttet de sponsor-eide warrantene. For det første betaler sponsoren for warrantene, mens de øvrige warrantene blir utstedt kostnadsfritt ved børsnotering av SPACet. Betalingen gir SPACet en inntekt. For det andre fører cash-less egenskapen til de sponsor-eide warrantene til mindre utvanning av aksjonærene, da det ved utøving utstedes færre aksjer.

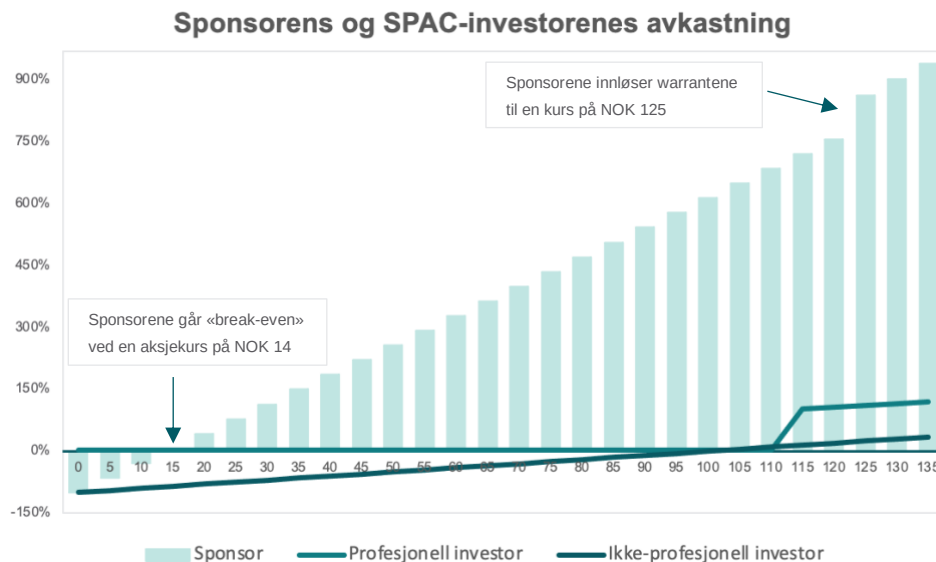
I et cash-less oppgjør mottar sponsoren aksjer tilsvarende den forholdsmessige prisøkningen til aksjene. Antall aksjer blir derfor bestemt gjennom denne utregningen:

$$\frac{\text{Warrantbeholdning}(\text{Aksjekurs} - \text{Utøvingkurs})}{\text{Aksjekurs}} = \frac{200(125 - 115)}{125} = 16$$

Til en aksjekurs på NOK 125 mottar sponsoren 16 aksjer for sine 200 warranter. Til denne prisen tilsvarer warrantenes kostnad ($200 \times 10 = 2\,000$) markedsværdien på aksjene utstedt ($16 \times 125 = 2\,000$), og sponsoren går «break-even».

Det kan imidlertid hevdes at sponsorens warranter bidrar til utvanning av selskapets fundamentalverdi, ettersom de utøves uten betaling og derfor ikke genererer en inntekt for selskapet ved utøving. Totalt sett vil SPACet få en lavere inntekt av de sponsor-eide warrantene, da prisen de betaler for warrantene er lavere enn utøvingkursen. Dessuten kan cash-less egenskapen føre til at sponsorens insentiver blir mer sammenfallende med selskapets kursutvikling. Jo større differansen mellom utøvingkurs og nåværende aksjekurs er, desto flere aksjer vil sponsoren motta ved utøving, gitt av formelen over. Sponsoren kan derfor bli motivert til å aktivt bidra til verdiøkning av selskapet ved å holde på sine warranter og spekulere i prisstigning.

Figuren under illustrerer sponsorens og investorgruppens avkastning til ulike markedskurser, med utøving av warranter ved «break-even». Den bygger videre på forutsetninger og kapitalstruktur gitt av Tabell 6 og Tabell 7, og avkastningen til de profesjonelle og ikke-profesjonelle investorene er tilsvarende Figur 5.



Figur 6: Avkastningen til SPAC-1 sponsorene og investorene

Som vist over har sponsoren en oppsideeksponering, som skiller seg betydelig fra de øvrige SPAC-investorenes potensielle avkastning. I likhet med de ikke-profesjonelle investorene er avkastningen til sponsoren direkte korrelert med aksjekursen. Sponsoren har imidlertid en langt høyere belønning tilknyttet en økt aksjekurs. Mens de ikke-profesjonelle investorene ved en kursøkning på NOK 1 opplever en 1% økning i avkastning, blir sponsoren belønnet med en 7% økning. Til tross for at begge opplever et fullstendig tap ved en selskapsverdi på NOK 0, oppnår sponsoren langt raskere «break-even» og høyere avkastning. Sammenlignet med de ikke-profesjonelle investorene er derfor sponsoren mindre avhengig av målselskapets prestasjon, hvilket gir en skjevhet i risikoeksponering og insentiver.

Videre har sponsoren også en vesentlig større potensiell nedside enn investorene. Dette kommer av at de ved likvidering vil oppleve et rent tap av investeringen. I kontrast til dette, er de øvrige investorene nedsidebeskyttet gjennom escrow-kontoen og er garantert tilbakebetaling av deres investering i sin helhet. Dette, sammen med ulikhetene i oppsideeksponering, fører til at investorene og sponsoren har ulik avkastningskurve. Følgelig har de også skjeve insentiver når det gjelder gjennomføringen av en selskapskombinasjon. Ettersom det er sponsoren som er ansvarlig for å identifisere og forhandle frem en avtale med et målselskap, samt at de sitter med større beslutningsmyndighet, er forholdet mellom sponsoren og de ikke-profesjonelle investorene preget av moralsk risiko.

Moralsk risiko er et agentproblem som oppstår når prinsipalen og agenten ikke har sammenfallende interesser, og prinsipalen ikke kan overvåke handlingene til agenten (Thomsen & Conyon, 2019, s. 43). Agentproblemet ligger i agent-prinsipal-forholdet, der en part, prinsipalen, delegerer arbeid til en annen som utfører arbeidet, agenten (Eisenhardt, 1989, s. 58). Den manglende overvåkingen medbringer risiko for at agenten handler i egeninteresse fremfor i prinsipalens interesser (Larcker et al., 2007, s. 964). I dette tilfellet regnes sponsoren som en agent, gjennom ansvaret for å gjennomføre en selskapskombinasjon. Prinsipalen er de ikke-profesjonelle investorene, ettersom de er investorene i SPACet ved selskapskombinasjon og derfor berøres av agentens beslutninger. Interessekonflikten fremkommer på følgende vis: En sponsor vil høste positiv fortjeneste tilnærmet uavhengig av hvordan det kombinerte selskapet presterer (Fondsfinans, Personlig kommunikasjon, 1. oktober). De ikke-profesjonelle investorene er derimot avhengige av at selskapet presterer etter oppkjøp. De to partene har av den grunn ulike interesser. Det foreligger derfor en risiko for at sponsor vil inngå en avtale som sikrer en selskapskombinasjon, men som er ugunstig med hensyn til målselskapets fremtidige prestasjon. Sponsoren vil tjene på det dette, mens de ikke-profesjonelle investorene sitter igjen med svarteper.

Aktive eierfond virker å unngå den ovennevnte problematikken som et følge av to sentrale forhold:

- Vilkårene tilknyttet sponsorens⁷ nedsideeksponering og oppsideeksponering fører til at de har lik risikoeksponering som investorene
- Aktørene involvert i aktive eierfond har et langvarig forhold og det er preget av tillit, ettersom fondet er lukket

⁷ I aktive eierfond kalles innehaverne av sponsorens rolle for general partner, GP og investorene i fondet for limited partners, LP. For enkelhetsskyld benyttes rollebenevningene sponsor og investor for å unngå forvirring

Den første karakteristikken baserer seg på at sponsoren har «skin in the game⁸». Dette gir sponsoren et insentiv til å identifisere målselskaper av god kvalitet, ettersom større personlig risiko medfører mer sammenfallende insentiver (Bai et al., 2021, s. 19). For at sponsoren i aktive eierfond skal være tilstrekkelig nedsideeksponert, investerer de 1% av total innhentet kapital i fondet. SPAC-sponsoren investerer imidlertid i snitt mer enn hva som er vanlig i aktive eierfond. Bienz et al. (2016, s. 1) påpeker at det for aktive eierfond er vilkårene tilknyttet investeringen som fører til en lik risikoeksponering. I aktive eierfond er nedsiderisikoen til sponsoren direkte korrelert med investorenes, ved at de investerer i samme aksjeklasse. Dette står i kontrast til SPACer hvor sponsoren ved en potensiell likvidering taper hele investeringen, mens investorene blir tilbakebetalt sin forpliktelse. Som en konsekvens har sponsoren et insentiv til å gjennomføre en selskapskombinasjon, ettersom de opplever et betydelig tap ved likvidering. En enda tyngre investering foretatt av sponsoren, under de nåværende vilkårene, vil derfor kunne føre til at denne skjevheten i insentivene blir ytterligere forsterket.

Når det gjelder oppsideeksponering, er sponsoren i aktive eierfond avhengig av at målselskapet presterer, da deres kompensasjon er betinget på målselskapets realiserte gevinst (Rodrigues & Stegemoller, 2013, s. 864; s. 863). SPAC-sponsorer får derimot 20% eierskap i kompensasjon for å gjennomføre selskapskombinasjonen. Gevinsten er derfor ikke avhengig av det kombinerte selskapets prestasjon. Deres investering kan derfor være lønnsom til tross for at det kombinerte selskapet underpresterer på børs. Da SPAC-sponsorene, i større grad enn sponsorene i aktive eierfond, har «skin in the game» synes ikke dette å være årsaken til de opplevde skjeve insentivene mellom sponsor og investor. Problematikken som reises kan derimot være en følge av vilkårene tilknyttet sponsorenes investering og kompensasjonsordning.

Det andre forholdet ved aktive eierfond som motvirker moralsk risiko, er at sponsor og investor har en langsiktig relasjon med hyppig profesjonell kontakt (Rodrigues & Stegemoller, 2013, s. 864; s. 863). Vissheten om at begge aktørene jevnlig møtes fører til tillit, da det å

⁸ Å ha «skin in the game» vil si å ha en personlig risiko tilknyttet utfallet. Ofte referer personlig risiko til en finansiell eksponering.

handle i ren egeninteresse vanskeliggjør videre involvering i aktive eierfond (Rodrigues & Stegemoller, 2013, s. 853). Ved at SPACer børsnoteres er investorbasen både utvidet og i stadig endring. Partene har derfor ikke nødvendigvis tillit til at de involverte partene ikke vil handle opportunistisk. Det kan derfor argumenteres for at aktørene i et SPAC i større grad handler utfra egeninteresse.

Til tross for at det ikke eksisterer samme tillitsforholdet mellom aktørene i et SPAC som i aktive eierfond, er sponsorens rykte fremdeles av betydning. 60% av utvalget i Klausner et al. (2021b, s. 33) er opprettet av sponsorer med tidligere SPAC-erfaring. I studien fremheves det at sponsoren er avhengig av et godt renommé for å opprette etterfølgende SPACer (Klausner et al, 2021b, s. 57). Direktøren i et aktivt eierfond (personlig kommunikasjon, 13. oktober) påpekte at man som sponsor påtar seg et ansvar for et investormiljø og ved en feilvurdering vil sponsoren holdes ansvarlig. Ettersom sponsoren er avhengig av fornøyde investorer for å kunne opprette etterfølgende SPACer, har de et insentiv til å identifisere målselskaper av god kvalitet. I tillegg vil de være avhengige av å gjennomføre en transaksjon med vilkår, slik at aksjonærene ikke føler seg lurt. På denne måten er viktigheten av et godt omdømme en faktor som gjør insentivene mer sammenfallende.

I tillegg bør det bemerkes at alle intervjurespondentene som ble spurt om de anså et SPAC som et attraktivt investeringsobjekt, bemerket at sponsoren var avgjørende. Til tross for at forholdet mellom sponsor og ikke-profesjonell investor synes å være sterkt preget av informasjon- og insentivskjevhet, virker investorene å ha tillit til sponsorer med et godt renommé. Denne tilliten kan igjen føre til en lavere innløsningsrate, som har fordeler for alle involverte parter.

Imidlertid presterte gjennomførte selskapskombinasjoner i 2020 gjennomsnittlig 20,9% dårligere enn markedet (Ghang et al., 2021, s. 24). Ghang et al. (2021, s. 10) har i tillegg observert at oppkjøp som gjennomføres nær likvideringstidspunktet underpresterer i enda større grad enn SPACer generelt. Ettersom målselskapene etter selskapskombinasjon underpresterer tyder dette på at sponsorens frykt for tapt omdømme ikke er tilstrekkelig for å motvirke den moralske risikoen. Imidlertid kan det virke som at sponsoren tar hensyn til sin egen økonomiske situasjon. I tur kan det argumenteres for at sponsorene heller ønsker å gjennomføre en mindre god transaksjon enn å likvidere SPACet. Riktignok kan dette føre til et dårlig omdømme og redusere muligheter for opprettelse av fremtidige SPACer.

I aktive eierfond er investeringene låst over fondets levetid og investorene er derfor priset sponsorens evne til å gjennomføre verdigenererende transaksjoner (Rodrigues & Stegemoller, 2013, s. 909). SPACets investorer har derimot en innløsningsmulighet og kan få tilbakebetalt investeringen. Denne egenskapen reduserer omdømmerisikoen til sponsoren, ettersom aksjonærene har mulighet til få tilbakebetalt kommitert kapital dersom de ikke anerkjenner målselskapet. Det kan derimot settes spørsmålstegn ved om investorene mottar tilstrekkelig informasjon om målselskapet til å foreta en slik vurdering. Innløsningsmuligheten kan også ha en effekt på sponsorens renommé dersom SPACet likvideres. En likvidering signaliserer at sponsoren ikke har evnet å gjennomføre en selskapskombinasjon. Med hensyn til sponsorens ønske om fremtidige SPACer kan dette signalet veier tyngre enn risikoen for en høy innløsningsrate som følge av et lite attraktivt målselskap.

Videre er det problematisk at sponsoren besitter mer informasjon om målselskapet enn investorene. Flere SPACer i begynnelsen av 2021 hadde en kanskje noe overdrevet verdsettelse av målselskapene, da sponsorens promote var helt avhengig av dette i de tidligere SPACene, og en gjennomført selskapskombinasjon var nødvendig for å disponere denne (Carnegie Sverige, personlig kommunikasjon, 1. oktober). Dette underbygges av at to tredjedeler av gjennomførte oppkjøp mellom 2019 og juni 2021 hadde et kursfall på 26%, mens sponsorene fortsatt hadde en positiv avkastning (Burnett, 2021; Klausner et al., 2021b, s. 20). Forskjellen i prestasjonen til de ikke-profesjonelle investorene og sponsoren kan tyde på at det er et tilfelle av betydelig asymmetrisk informasjon rundt prisforhandlinger med målselskapet og tilhørende transaksjonsgjennomføring.

Et annet problem tilknyttet asymmetrisk informasjon er ufullstendig tilgjengelig informasjon om målselskapet. Ettersom målselskapene typisk er tidligfase-selskaper har de sjeldent historiske prestasjoner og drift å vise til (Sorkin, 2021). Dessuten fremlegger sponsoren prognoser for målselskapets utvikling som innsalgsargument til investorene (Sorkin, 2021). Dette forsterker informasjonsskjevheten da investorene sjeldent har tilstrekkelig informasjon til å vurdere prognosene og om de tilhørende antagelsene er rimelige. Investeringsbeslutningen må derfor i stor grad baseres på tillit til sponsesteamet. Denne tilliten går ut på hvorvidt de har benyttet sin markedskompetanse til å prise selskapet korrekt og ikke handlet i ren egeninteresse.

Prognosene virker imidlertid å ofte være vel positive. Empiri viser at målselskaper med høye vekstprognoser underpresterer som et kombinert selskap, i forhold til de med mer edruelige prognoser (2021, s. 19; s. 21). Dambra et al (2021, s. 18) observerer i tillegg at gode prognoser er forbundet med at ikke-profesjonelle investorer foretar en tyngre investering, mens prognosene ikke påvirker de profesjonelle investorene. Dette kan tolkes dithen at prognosene kun påvirker de som ikke allerede besitter god kunnskap om markedet. At et positivt fremtidssyn kan sees i sammenheng med både dårligere prestasjoner og økt investering av ikke-profesjonelle investorer, fører til at de ikke-profesjonelle investorene blir enda hardere rammet av en eventuell underprestering. De vil derfor med økt sannsynlighet lide et større økonomisk tap, mens sponsoren fortsatt vil oppleve en positiv avkastning. Dette viser til viktigheten rundt investorvern og informasjonsutveksling. De ikke-profesjonelle investorene hadde trolig avhendet deres aksjeposisjon dersom risikoen ved målselskapets prestasjoner hadde blitt tydelig formidlet.

For å motvirke informasjonsasymmetrien og vise investorene at de har tillit til målselskapets verdsettelse, har sponsoren som regel en lock up-periode. På denne måten har markedet tid til å korrigere selskapsverdien før sponsoren har mulighet til å selge seg ut. For å maksimere sin avkastning har sponsoren dermed et insentiv til å prise selskapet korrekt. Flere SPACer har derimot vilkår som gjør det mulig for sponsoren å omgå lock up-perioden. Dersom aksjen handler over et visst nivå, som regel 20% over børsnoteringskurs i 20 av 30 dager, fritas sponsoren fra lock up-perioden (Sorkin, 2021). Følgelig viser denne tilleggsbestemmelsen at sponsoren ikke nødvendigvis planlegger å være langsiktig eier i målselskapet. Dermed begrenses lock up-periodens effekt på informasjonsskjevheten. Det er enda mer problematisk at tilleggsbestemmelsen er formulert slik at de ikke-profesjonelle investorene ikke fanger opp dette signalet. Dermed er de ikke er klar over sponsorens interesse.

For å oppsummere, fører dagens struktur til at det både er skjev risikofordeling og skjeve beslutningsinsentiver, samt betydelig informasjonsasymmetri. Dette er grunnet sponsorens investerings- og betalingsstruktur, i forhold til de ikke-profesjonelle investorenes vilkår. Ulike faktorer forebygger deler av denne skjevfordelingen, men hverken frykten for omdømmesvikt eller å ha «skin in the game» har samme virkning som for aktive eierfond.

4.1.4 En risikomotvirkende interessent: PIPE investor

Å hente inn en PIPE investor som en del av en SPAC-transaksjon har i mange tilfeller vært avgjørende for å få gjennomført en selskapskombinasjon (Ghang et al., 2021, s. 33). Dette kommer av at SPACet ofte søker større selskaper enn tilgjengelig kapital (Ghang et al., 2021, s. 37). Involvering av en PIPE investor har nærmest blitt en markedsstandard til tross for at dette ikke er påkrevd (Arctic, personlig kommunikasjon, 14. oktober). Dette virker å være til stor fordel for sponsoren. En av de største risikoene tilknyttet sponsorens rolle er deres avhengighet av SPACets tilgjengelige kapital for å kunne gjennomføre en selskapskombinasjon. Uten en kapitaltutt investering ved oppkjøpstidspunktet hadde sponsoren vært avhengig av en lav innløsningsrate for å møte målselskapets kapitalkrav. Ved å hente inn en PIPE investor fjernes betydningen av dette kravet. Sponsoren er derfor kun avhengig av å overbevise en tredjepart om målselskapets attraktivitet fremfor alle SPACets investorer.

Klausner påpeker at investorene i en privat plassering får tilgang til konfidensiell informasjon før de aksepterer investeringen (Klausner et al., 2021, s. 53). Av den grunn har PIPE investorene mulighet til å gjennomføre en grundigere selskapsgjennomgang enn SPACets øvrige investorer. Ettersom en PIPE investor kun gjennomfører investeringen dersom de går god for sponsorens verdsettelse av målselskapet, påpeker en respondent fra Arctic (personlig kommunikasjon, 14.oktober) at denne private plasseringen for SPACets aksjonærer kan bli sett på som en verifisering av målselskapets attraktivitet. En inkludering av PIPE investorer kan derfor sees på som en metode for å motvirke deler av investorenes risiko. Dette kommer av at informasjonsasymmetrien blir redusert ved at en tredjepart, som har tilgang til konfidensiell informasjon, velger å delta i investeringen. På denne måten vil investorene kunne forsikre seg om at de investerer i et attraktivt målselskap, og bli oppmuntret til å ikke innløse aksjer. En lavere innløsningsrate vil igjen føre til økt lønnsomhet ettersom de gjenværende investorene blir mindre utvannet.

Investeringen til en PIPE investor blir imidlertid underpriset med en median på 5,5% i forhold til kursen satt i SPAC-noteringen (Klausner et al., 2021, s. 14). Da gjennomsnittlig PIPE investering er på om lag 40%, er det en betydelig andel av SPACets aksjer som underpriser (Klausner et al., 2021, s. 21). Følgelig, vil deltakelsen av en tredjepartsinvestor ha en utvannende effekt på aksjonærene. Denne underprisen kan derimot bli sett på som

aksjonærenes betaling for at PIPE investorene anvender egne ressurser til å gjennomføre en validerende vurdering av målselskapet. Valideringen kunne også blitt gjennomført ved å benytte en tilrettelegger i kapitalinnhenting. Da en tilrettelegger gjennomsnittlig ville tatt 5,5% av SPACets bruttoproveny for dette arbeidet, synes ikke underprisen å være av urimelig størrelse (Klausner et al, 2021, s. 27).

Videre finner Banerjee & Szydlowski (2021, s. 30) at sponsoren tildeler PIPE investorene rundt 34% av deres aksjer for å bedre PIPE investorenes vilkår. Denne andelen øker i takt med økt innløsningsrate. Det kan derfor virke som om det å inkludere en tredjepartsinvestor også reduserer sponsorens oppsideeksponering ved at deres kompensasjon minker. PIPE investorer kan med bakgrunn i dette føre til mer sammenfallende insentiver mellom sponsor og investorer.

For å oppsummere, kan PIPE investorene foreta en fullverdig selskapsgjennomgang ved at de får tilgang til konfidensiell informasjon om målselskapet. Dersom de foretar en investering kan SPACets aksjonærer tolke det dithen at dette er et selskap en tredjepart, med mindre lukrative vilkår enn sponsoren, er villig til å investere i. En tilleggsinvestering gir en uavhengig tredjepartsvurdering av avtalen, og motvirker med det deler av risikoen tilknyttet den asymmetriske informasjonen og de skjeve insentivene.

4.1.5 Delkonklusjon

Fra investorenes synspunkt finnes det både fordeler og ulemper ved dagens SPAC-struktur. Dersom man ser på et SPAC i sin helhet er det en sikker investering, ettersom alle aksjonærene har muligheten til å innløse sine aksjer og bli tilbakebetalt de investerte midlene. Problemet med SPACer kan derimot sies å være at de har benyttet en struktur som er basert på aktive eierfond, og at denne strukturen ikke er velegnet for et børsnotert selskap. Som en konsekvens er det derfor betydelig tilstedeværelse av skjeve insentiver og asymmetrisk informasjon. Denne svakheten går i hovedsak på bekostning av de ikke-profesjonelle investorene som investerer via annenhåndsmarkedet, og ikke innehar nødvendig kompetanse for å forstå risikoen tilknyttet investeringen. Gjennomgående ser de derfor ut til å være den tapende parten. En PIPE investor ser derimot ut til å motvirke insentiv- og informasjonsskjevheten ved at de

validerer målselskapets attraktivitet. På bakgrunn av dette er det en diskusjon om hvorvidt SPACer tilstrekkelig ivaretar investorvern og informasjonstransparens.

4.2 SPAC-man spiser børsnoteringsmarkedet

I denne seksjonen belyses bruken av SPACer som en børsnoteringsmulighet og besvarer spørsmålet:

I hvilken grad sikrer SPACets vilkår at børsnoteringsprosessen ivaretar interessene til målselskapet fremfor ved en tradisjonell børsnotering?

Dette analyseres ved å sammenligne fordeler og ulemper for målselskapet ved å børsnoteres via et SPAC fremfor en tradisjonell børsnotering. Det fokuseres på kostnadsbildet, forutsigbarhet og kompleksiteten til de to metodene, samt hva som kjennetegner selskap som er egnet for en børsnotering via et SPAC fremfor å gå den tradisjonelle veien. Avslutningsvis diskuteres utviklingen til det kombinerte selskapet etter en gjennomført børsnotering. Videre brukes «SPAC-notering» om en børsnotering til et målselskap via et SPAC og ikke om børsnoteringen av selvet SPACet.

4.2.1 Hvilke selskaper er egnet for en SPAC-notering?

Bai et al. (2021) hevder at selskaper som går veien via en SPAC-notering gjennomsnittlig er mindre enn de som tar i bruk den tradisjonelle børsnoteringsmetoden. Gryglewicz et al. (2021, s. 29) tilføyer at et optimalt målselskap for et SPAC er mindre enn for et aktivt eierfond. Representanter fra investeringsbanken Carnegie poengterte at børsnoteringsprosessen kan være omfattende for mindre selskaper, da det krever en del ressurser å gå gjennom en tradisjonell børsnoteringsprosess (Carnegie Norge, personlig kommunikasjon, 29. september; Carnegie Sverige, personlig kommunikasjon, 1. oktober). Dette underbygges av finansdirektøren i NetNordic Group som tilføyer at en SPAC-notering kan virke hensiktsmessig for de selskaper som ikke har nok erfaring og/eller kapasitet til å ta fokus bort fra den operasjonelle driften (NetNordic Group, personlig kommunikasjon, 26. september). Basert på denne innsikten, kan SPAC-noteringer synes å være egnet for mindre selskaper enn de som typisk går på børs den tradisjonelle veien.

For å konkretisere størrelsen, har noteringen av SPACer ført til en enorm vekst i børsnoteringer av mellomstore selskap, med kapitalinnhenting på USD 100-500 millioner og gjennomsnittlig bruttoproveny på om lag USD 336 millioner i 2020 (Potter, 2021a; SPAC Analytics, 2021). Til sammenligning var gjennomsnittlig bruttoproveny i en tradisjonell børsnotering på USD 475 millioner i samme periode (SPAC Analytics, 2021). En gjennomsnittlig fri flyt på 20% indikerer en omtrentlig selskapsverdi på i snitt USD 2 375 millioner (Mackintosh, 2021). Da det er lovfestet at et SPAC minimum skal bruke 80% av kapitalen hentet i børsnoteringen, har målselskapet en nedre grense for selskapsverdi. I tillegg setter SPACet ofte et minstekrav for eierskap i målselskapet, hvor eksempelvis Viking Venture har satt 20% (Viking Venture, personlig kommunikasjon, 14. oktober). Gjennomsnittlig SPAC-proveny på USD 336 millioner, vil basert på de nevnte kravene, dermed tilsvare en nedre og øvre grense for målselskapets verdi på USD 269-1 680 millioner. Innenfor dette betydelige spennet vil SPACer strebe etter å kjøpe et større selskap for å redusere utvanningseffekten som påvirker SPACets aksjonærer. Jo mindre SPACets andel utgjør av målselskapet, desto mindre vil eierandelen bli utvannet av en høy innløsningsrate. Den estimerte snittverdien for selskaper i en tradisjonell børsnotering er imidlertid fortsatt høyere enn det gitte spennet. Dette tyder på at målselskaper i en SPAC-notering typisk er mindre enn de i en tradisjonell børsnotering.

Uavhengig av størrelsen, må ethvert SPAC spesifisere innenfor hvilken sektor de planlegger å søke etter målselskap. Advokater i Wikborg Rein nevnte at de fleste SPAC-initiativene er tilknyttet sektorer hvor det generelt er enklere å hente kapital, altså sektorer med generell høy aktivitet (Wikborg Rein, personlig kommunikasjon, 27. september). Denne antakelsen underbygges av empiri, da finans både utgjorde den mest populære målsektoren for SPAC-noteringer, samt den mest fremtredende sektoren med hensyn til all børsnoteringsaktivitet i 2020 (FactSet, 2021b). Imidlertid stod SPACer for 93% av all aktivitet innenfor finans (FactSet, 2021b; FactSet, 2021c). Dermed kan det tyde på at SPAC-noteringer også er bakgrunnen for at denne sektoren har hatt fremtredende aktivitet i 2020.

Når flere SPACer utnevner samme målsektor, fører det til økt konkurranse om å finne attraktive målselskaper. Da de ikke er bundet til deres tiltenkte målsektor, har dette ofte resultert i selskapskombinasjoner med selskap fra andre sektorer (NYSE, 2021). Derav kan målsektor og faktisk sektor være ulike. Dette motvirker noe av risikoen som ligger i at sponsor har hentet kapital og spesialisert seg på en sektor som er «i vinden», men som i løpet av søkeperioden viser seg å møte «på motvind». Ifølge NYSE (2021) var detaljhandel, teknologi

og helse de mest populære sektorene for SPACenes selskapskombinasjoner mellom januar 2019 og januar 2021. Den mest fremtredende børsnoteringsaktiviteten i USA i 2020 var innenfor finans, helseteknologi og teknologitjenester, der 87% av børsnoteringene kategoriseres innenfor disse sektorene (Potter, 2021b). Dette tilsier at SPACer, med bakgrunn i deres fleksibilitet har muligheten til å børsnotere selskaper innenfor sektorer med fremtredende aktivitet selv om dette ikke er innenfor den satte målsektoren. SPACer synes derfor å spesialisere seg på en målsektor med fremtredende aktivitet, samt justere faktisk sektor «etter vinden» ved oppkjøpstidspunktet. Imidlertid kan det være lønnsomt å spesialisere seg i en nisjesektor hvor det ikke er så stor konkurranse om målselskapene.

Da en SPAC-notering lar målselskapet dele sine prognoser med investorer, kan vekstsektorer, som teknologi og bioteknologi, være egnet for dette alternativet (Heredia et al, 2021, s. 8). Partner i Arctic Securities (personlig kommunikasjon, 14. oktober) nevner at en av fordelene ved en SPAC-notering er at SPACer har muligheten til å satse på sektorer som ennå ikke har et marked. Partner i Altor utdyper dette ved å foreslå sektorer hvor investorer typisk har splittede meninger, som eksempelvis olje og gass (Altor, personlig kommunikasjon, 14. oktober). En SPAC-notering kan derfor passe for selskaper med en uvanlig virksomhet og få sammenlignbare selskaper og/eller annen kompleksitet. Slike karakteristikk vil gjøre prissetting i en tradisjonell børsnoteringsprosess vanskelig, da denne baserer seg på etterspørsel og et godt sammenligningsgrunnlag. Ved prising i en SPAC-notering forhandles derimot verdsettelsen direkte mellom målselskapet og SPACet, som er fordelaktig for overnevnte selskaper.

Videre kan en SPAC-notering være egnet for selskaper som ønsker å dra nytte av sponsorens aktive eierskap. Viking Venture (personlig kommunikasjon, 14. oktober) ytrer fordelene ved at målselskapet får tilgang til en kompetent sponsor som er med på å videreutvikle selskapet etter oppkjøp (Viking Venture, personlig kommunikasjon, 14. oktober). I den første analysedelen, har man imidlertid sett at flere sponsorer omgår lock up-perioden og selger seg ut av det kombinerte selskapet. Videre påpeker Viking Venture (personlig kommunikasjon, 14. oktober) at «ei god sag i hånda på en dårlig snekker, det blir dårlig arbeid». Det kan derfor argumenteres for at rollen sponsoren tar, samt hva sponsoren greier å utrette, varierer med sponsorens «snekkerferdigheter». Imidlertid vil en involvert, kompetent sponsor trolig ha en positiv innvirkning på målselskapets utvikling.

Basert på litteratur og empiri, kan det synes å være mellomstore selskaper i sektorer med mye aktivitet som synes å være mest populære for SPAC-noteringer, samt bidrar til å drive aktivitet i disse sektorene. I tillegg vil selskaper i vekst og/eller med en kompleks virksomhet, kunne dra nytte av en prissetting i en SPAC-notering. For selskaper som ønsker et aktivt eierskap, vil en SPAC-notering kunne fremstå som mer attraktiv enn en tradisjonell børsnotering.

4.2.2 Hva koster en SPAC-notering?

Kostnaden av en tradisjonell børsnoteringsprosess inkluderer blant annet betaling til rådgivere og tilrettelegger, samt bruken av interne ressurser både ved og i etterkant av notering for å møte rapporteringskrav fra børsen. Ifølge intervjurespondentene krever en tradisjonell børsnotering mye ressurser og utgjør en betydelig kostnad for selskapet (Carnegie Norge, personlig kommunikasjon, 29. september; NetNordic Group, personlig kommunikasjon, 26. september 2021). Det er tilretteleggeren som står for den største direktekostnaden tilknyttet børsnoteringsprosessen. Basert på 829 børsnoteringer i USA mellom 2015 og 2020 varierer denne kostnaden fra 3,5%-7% av bruttoproveny (Bellin & Thomson, 2021). Bruttoproveny refererer til den totale kapitalen hentet i emisjonen uten å ta hensyn til transaksjonskostnader. Det bør dog bemerkes at børsnoteringsprosessens totale kostnad varierer med omfanget av prosessen og derfor er vanskelig å estimere. Videre skjer forberedelsesarbeidet i god tid før børsnoteringen og tilhørende kostnad er vanskelig å estimere uavhengig av noteringsmetode. Videre fokuseres det på særegne kostnader tilknyttet en SPAC-notering.

I en SPAC-notering har tilretteleggergebyret en annerledes betalingsstruktur hvor en andel av gebyret er avhengig av en vellykket selskapskombinasjon (Carnegie Sverige, personlig kommunikasjon, 1. oktober). Det initielle gebyret dekkes av sponsorens risikokapital, mens gebyret betinget på et oppkjøp betales av det kombinerte selskapet. Siden tilretteleggergebyret er den største direktekostnaden i en børsnotering og kun en andel tilfaller målselskapet, virker en SPAC-notering som et rimeligere alternativ enn en tradisjonell børsnotering.

Aksjenes innløsningsrettighet ved oppkjøp må dog tas i betraktning. Følgelig argumenterer Klausner et al. (2021 s. 28) for at tilretteleggergebyret, som andel av reell kapitalinnhenting, blir betydelig høyere. Fra perspektivet til målselskapet representerer dette gebyret en kostnad i form av at selskapet henter mindre kapital. Det vil si at jo flere investorer som innløser

aksjene sine, jo større blir ulempen for målselskapet og desto større er kostnaden av faktisk tilretteleggergebyr.

I tillegg til det faktiske tilretteleggergebyret, vil warrantene i SPACets kapitalstruktur og sponsorens promote utgjøre en kostnad gjennom utvanning av aksjeverdien til det kombinerte selskapet (Klausner et al., 2021, s. 25). Når aksjer innløses, utgjør sponsorens promote en større andel av totalt antall aksjer og dens utvannende effekt får økt betydning. Etter selskapskombinasjon er det mulig å utøve warrantene, som fører til en utvanning av aksjonærene i det kombinerte selskapet. Dette inkluderer også målselskapets opprinnelige aksjonærer (Klausner et al., 2021, s. 25). I likhet med innløsningsrettighetenes effekt på tilretteleggergebyret, har de nok en gang en forsterkende effekt; jo flere aksjer som innløses, desto mer betydelig bli utvanningseffekten av warrantene og sponsorens eierandel på aksjene som ikke innløses (Klausner et al., 2021, s. 23; s. 25). Denne utvanningen utgjør en ytterligere kostnad for målselskapet da dets aksjonærer får redusert kapital per aksje.

For å illustrere et SPAC sine særegne kostnader tilknyttet børsnotering, kan det tas i bruk et forenklet eksempel:

SPAC-1 Kapitalstruktur

- 1000 aksjer er totalt utestående
- 200 av aksjene tilsvarende sponsorens promote
- 800 enheter ble kjøpt til NOK 100, disse består av 1 aksjer og ½ warrant

Tabell 8: SPAC-1 Kapitalstruktur delkapittel 4.2.2

SPAC-1 Forutsetninger

- Tilretteleggergebyr er 5% av bruttoproveny (hvorav 2% er betinget på et oppkjøp). I eksempelet er tilretteleggergebyr I på 3% og tilretteleggergebyr II er på 2%
- ~75% av investorene innløser aksjene sine (Klausner et al., 2021, s. 16)
- Ifølge nye krav fra SEC, balanseføres warranten som «gjeld». Dette reduserer tilgjengelig kapital (Klausner et al., 2021, s. 7)
- Det sees bort i fra sponsor-eide warranten
- Det sees bort i fra inntekt tilknyttet utøving av warranten
- Warrantene har en verdi på NOK 15. Dette tar utgangspunkt i en gjennomsnittlig markedskurs på USD 1,50 (Klausner et al., 2021, s. 79)

Tabell 9: SPAC-1 Forutsetninger delkapittel 4.2.2

$$\text{Bruttoproveny} = \text{Aksjer utstedt} * \text{Pris per aksje}$$

$$\text{Nettoproveny} = \text{Bruttoproveny} - \text{Tilretteleggergebyr I}$$

$$\text{Verdi warrant} = \text{Antall warrant} * \text{Pris per warrant}$$

$$\text{Tilgjengelig kapital} = \text{Nettoproveny} - \text{Verdi warrant} - (\text{Aksjer innløst} * \text{Innløsningskurs})$$

$$\text{Faktisk tilretteleggergebyr} = \frac{\text{Tilretteleggergebyr I} + \text{Tilretteleggergebyr II}}{\text{Bruttoproveny} - (\text{Antall aksjer innløst} * \text{Innløsningskurs})}$$

SPAC-1 sitt brutto- og nettoproveny er på henholdsvis NOK 80 000 og 77 600 etter børsnotering. Dette gir en kapital per aksje på NOK $\frac{77\,600 - 6\,000}{1\,000} = 71,6$. SPAC-1 identifiserer så et målselskap hvor 75% av aksjonærene ikke ønsker å være med videre og innløser sin investering mot NOK 100 per aksje. Dette utgjør et kapitaltap på NOK $100 * 0,75 * 800 = 60\,000$. Tilretteleggergebyr II blir beregnet utfra bruttoproveny og påvirkes ikke av innløsningsrettighetene. Når oppkjøpet gjennomføres, mottar dermed tilrettelegger resten av sin betaling på NOK 1 600. **Det faktiske tilretteleggergebyret er i dette tilfellet $\frac{4000}{20000} = 20\%$ av bruttoproveny fratrasket innløst kapital.**

I utgangspunktet utgjorde sponsorens promote 20% av aksjene i SPAC-1. Etter innløsning av 75% av aksjene, utgjør kompensasjonen på 200 aksjer uten støttet kapital imidlertid enn større andel. Utestående aksjer er nå gitt av sponsorens promote på 200 aksjer og resterende aksjer etter innløsning på $800 * (1 - 0,75) = 200$. **Sponsorens promote, etter innløsning av aksjer, er dermed på $\frac{200}{200+200} = 50\%$.** Sponsorens økte eierskap impliserer at målselskapet kombineres med et SPAC som nå har mindre kapital per aksje.

$$\text{Tilgjengelig kapital} = \text{Nettoproveny} - \text{Verdi warrant} - (\text{Aksjer innløst} * \text{Innløsningskurs})$$

$$\text{Kapital etter innløsning og utøving av warrant} = \text{Tilgjengelig kapital} - \text{Tilretteleggergebyr II}$$

Etter oppkjøp kan warrantene utøves. Gitt at alle warranter utøves, må SPAC-1 utstede 400 nye aksjer, slik at totalt antall aksjer blir 800. Imidlertid betyr dette at verdien per aksje utvannes. Kapital per aksje, etter warrantene er utøvd, er nå NOK $\frac{77\,600 - 60\,000 - 1\,600}{800} = 20$. Dette er en betydelig reduksjon i kapital per aksje før innløsning som var på NOK 71,6.

Innløsning av aksjer og utøving av warrant fører dermed til reduksjon i kapital per aksje på 72%.

Slik illustrert i eksempelet over, er det flere særegne kostnader tilknyttet en SPAC-notering. Forutsatt at aksjonærene i målselskapet er velinformerte og opptrer rasjonelt, vil de kun inngå i en selskapskombinasjon hvis forventet fortjeneste fra avtalen er stor nok til å dekke kostnaden. Da fortjenesten er vanskelig å forutsi, samt utvanningseffekten vanskelig kan beregnes før andelen innløste aksjer er kjent, vil aksjonærer i målselskapet kunne gjennomføre verdireduserende transaksjoner.

For å oppsummere, er det utfordrende å estimere den nøyaktige kostnaden både ved en tradisjonell børsnotering og ved en SPAC-notering. I begge tilfeller utgjør forberedelser en kostnad, i form av bruken av interne ressurser og innleide rådgivere. Imidlertid er det enklere å estimere den faktiske kostnaden til tilretteleggeren i en tradisjonell børsnotering, fremfor i en SPAC-notering. I tillegg til det faktiske tilretteleggergebyret, vil warrantene i SPACets kapitalstruktur og sponsorens promote utgjøre en kostnad gjennom utvanning av aksjeverdien til det kombinerte selskapet. Utvanningseffekten forsterkes av aksjonærenes innløsningsrettigheter.

4.2.3 Er det forutsigbarhet i en SPAC-notering?

En av fordelene som nevnes ved en SPAC-notering er forutsigbarhet knyttet til verdivurderingen (Klausner et al, 2021, s. 51). Ved tradisjonell børsnotering er verdivurderingen i det primære kapitalmarkedet et mye omdiskutert tema, og da særlig agentproblemene tilknyttet tilretteleggerens rolle (Pollock et al., 2004, s. 54).

Et selskap som forbereder seg på en børsnotering engasjerer en tilrettelegger som agent. Deres rolle er blant annet å verdsette og markedsføre selskapet til investorer. Imidlertid har tilretteleggeren også en langsiktig relasjon til, og er agent for, disse investorene. Eksempelvis fastslår Carnegie Norge at de har lange kunderelasjoner med sine investorer, i mange tilfeller over flere tiår (Carnegie Norge, personlig kommunikasjon, 29. september). På en side har tilretteleggeren derfor et insentiv til å maksimere profitt, altså å maksimere tilretteleggergebyret som avhenger direkte av mengden kapital hentet. På den andre siden,

ønsker tilretteleggeren å opprettholde et godt rennommé, og et godt forhold til investorene sine for å øke sannsynligheten for å bistå i børsnoteringer i fremtiden (Pollock et al., 2004, s. 54). For å opprettholde et godt forhold til investorene, har tilretteleggeren et insentiv til å underprise aksjene i børsnoteringen (Arthurs et al., 2008, s. 277). En underprising av aksjer fører til at investorene får en solid avkastning på investert kapital i løpet av første handelsdag. Denne avkastningen refereres ofte til som «IPO pop» og representerer forsømt kapital, altså kapital som selskapet potensielt kunne hentet ved børsnoteringen.

Ettersom gjennomsnittlig «IPO pop» i USA i 2020, ekskludert SPAC-noteringer, var på 38%, kan det synes at tilretteleggers langsiktige forhold til investorene er mer fremtredende enn det kortvarige forholdet til selskapet (Mackintosh, 2021). Ved stor grad av asymmetrisk informasjon mellom tilrettelegger og selskap, tillater dette tilretteleggeren å handle i egeninteresse (Arthurs et al., 2008, s. 281). Denne interessekonflikten omgås i en SPAC-notering da SPACet og selskapet forhandler verdivurderingen direkte. Spesielt for selskaper med betydelig informasjonasymmetri kan en prising gjennom et SPAC være attraktiv. Dette gjelder eksempelvis selskaper med en kompleks virksomhet eller lite historikk.

Ifølge Ramkumar (2021) har flere selskaper til tross for lav inntekt blitt priset til flere milliarder dollar i en selskapskombinasjon med et SPAC. Dette underbygges av intervjuobjektene, da verdivurderingen i et SPAC forespeiles å være attraktiv for målselskapet (NetNordic Group, personlig kommunikasjon, 26. september). En mulig forklaring på denne prisingen er at flere profesjonelle investorer må overbevises om selskapsverdien i en tradisjonell børsnotering. Dersom målselskapet i en SPAC-notering derimot klarer å finne en sponsor som overvurderer reell selskapsverdi, leder dette til en overvurdering av målselskapet. I tillegg går sponsoren «break-even» selv om målselskapet overvurderes og kursen etter børsnotering faller. Derav har sponsoren et insentiv til å prise målselskapets aksjer høyt for å sikre en gjennomføring av transaksjonen før SPACet likvideres.

Underprising av målselskapet i SPAC-noteringer mellom februar 2015 og januar 2021, er på 13% og 3,6%, for henholdsvis gjennomsnitt og median (Ghang et al., 2021, s. 8). Dette er beregnet som forholdet mellom enhetsprisen på USD 10 og markedsprisen når oppkjøpet er gjennomført (Ghang et al., 2021, s. 8). Markedsreaksjonen på prisingen er betydelig mindre enn i en tradisjonell børsnotering. Dog tar ikke dette estimatet hensyn til kapital målselskapet går glipp av tilknyttet sponsorenes eierandel (Ghang et al., 2021, s. 8). I tillegg er faktisk

kapital per aksje lavere enn USD 10, slik at reell underprising er mer betydelig. Endelig verdivurdering er derfor ikke nødvendigvis så attraktiv som den forespeiler seg å være.

Videre kan en sammenligne når endelig verdivurdering blir satt i en tradisjonell børsnotering og i en SPAC-notering. I en tradisjonell børsnotering blir prisingen først avgjort dagen før selve børsnoteringen. Det er imidlertid noe omdiskutert hvor tidlig verdsettelsen i et SPAC fastsettes, altså hvor forutsigbar den faktisk er. Oppkjøpsavtalen blir nemlig ofte endret i forhandlingene med PIPE investorer, som er med i brorparten av alle oppkjøp (Bazerman & Patel, 2021). I følge Klausner et al. (2021, s. 56) oppnås en forutsigbar prising i beste fall først etter at endelig oppkjøpsavtale med PIPE investorer inngås, som kan være bare noen få uker før selskapskombinasjonen. Deloitte (2020, s. 3) hevder imidlertid at verdsettelsen i stor grad er bestemt måneder før transaksjonen blir gjennomført. Med hensyn til ovennevnte refleksjoner, kan det på generell basis antas at forhandlingene pågår i lengre tid før den endelige avtalen er inngått. Dermed vil målselskapet ved en SPAC-notering få informasjon om verdsettelsen tidligere enn i en tradisjonell børsnotering, til tross for at endelig prising ikke blir satt før PIPE investorene har inngått avtalen.

Selv etter den endelige oppkjøpsavtalen er inngått, kan aksjonærenes innløsningsrettigheter føre til usikkerhet tilknyttet hvor mye kapital som faktisk blir hentet (Klausner et al., 2021, s. 57). Dette påpeker også FREYR (personlig kommunikasjon, 20. oktober) som et risikomoment ved en SPAC-notering. Målselskapets usikkerhet ved innhentet kapital kan illustreres ved se på innløsningsrettigheten effekt, gjennom en forenkling av eksempelet gitt i delkapittel 4.2.2.

SPAC-1 Kapitalstruktur

- 1000 aksjer er totalt utestående
 - 200 av aksjene tilsvarer sponsorens promote
 - 800 av aksjene er offentligeide, kjøpt til NOK 100
-

Tabell 10: SPAC-1 Kapitalstruktur delkapittel 4.2.3

SPAC-1 Forutsetninger

- ~75% av investorene innløser aksjene sine (Klausner et al., 2021, s. 16)
 - Det sees bort ifra warranter
-

Tabell 11: SPAC-1 Forutsetninger delkapittel 4.2.3

$$\text{Kapital før innløsning} = \text{Antall aksjer utstedt} * \text{Pris per aksje}$$

$$\text{Kapital etter innløsning} = \text{Kapital før innløsning} * (1 - \text{Innløsningsrate})$$

Etter sponsorens promote er kapital per aksje på NOK $\frac{80\,000}{1\,000} = 80$. Gitt at målselskapet går med på et en-til-en aksjebytteforhold i fusjonen, forventer målselskapet at en SPAC-1 aksje tilsvarer NOK 80. Dette vil imidlertid ikke være tilfellet grunnet innløsningsrettighetene. Dersom 75% av aksjene innløses, vil SPAC-1 ha 400 aksjer utestående. Kun 200 av disse er støttet av kapital, ettersom sponsorenes promote på 200 aksjer ikke innløses. **Kapital per aksje i SPAC-1 ved oppkjøp er da på NOK $\frac{20\,000}{400} = 50$ fremfor de forventede NOK 80.**

Intervjuobjektene nevner at en SPAC-notering kan bidra til økt forutsigbarhet i perioder hvor det generelt er utfordrende å børsnotere selskap (Viking Venture, personlig kommunikasjon, 14. oktober). Dette utdypes av Carnegie Sverige (personlig kommunikasjon, 1. oktober) som påpeker at det er en fordel å ha SPACer som fokuserer på forskjellige bransjer, ved at dette skaper muligheter for at ulike selskaper kan hente kapital og gå på børs selv i et dårlig marked. Dette underbygges av at SPAC-noteringer har reversert børsnoteringstørken opplevd i USA de siste 20 årene (de Fontenay, 2017, s. 454). Ettersom SPACer henter midler i forkant av identifiseringen av et målselskap, vil det være en viss forutsigbarhet med hensyn til innhentet kapital. Det bør dog bemerkes at PIPE investorer ofte investerer en betydelig andel av totalt innhentet kapital, slik at det fortsatt vil være en gjenværende usikkerhet knyttet til om det er en interesse for en tilleggsinvestering.

For å oppsummere, vil agentproblematikken i en tradisjonell børsnotering kunne føre til en lavere bruttoproveny. Selv om denne problematikken ikke er like fremtredende i en SPAC-notering, vil ikke verdsettelsen nødvendigvis være så attraktiv ved nærmere betraktning. Grunnet sponsorens eierandel og aksjonærenes innløsningsmulighet, er det usikkerhet vedrørende innhentet kapital. Imidlertid vil målselskapet tidligere kunne få et anslag på verdivurderingen, til tross for at denne ikke vil være i tråd med faktisk kapitalinnhenting. Det kan dog argumenteres for at det er en viss forutsigbarhet tilknyttet innhenting av kapital i et dårligere marked.

4.2.4 Hvor kompleks er en SPAC-notering?

Da SPAC-noteringer er underlagt fusjonsreglementet har de to regulatoriske fordeler sammenlignet med en tradisjonell børsnotering (Bai et al., 2021, s. 3):

- Målselskapet kan gi prognoser i eksempelvis fullmaktserklæringen, årsregnskapet og andre SEC-dokumenter
- SPACet, målselskapet og tilretteleggeren er underlagt mindre risiko i henhold til feilinformering og utelatelse av informasjon gitt i forbindelse med børsnotering jamfør §11 og §12 i Securities Act. (Klausner et al., 2021, s. 66).

Gitt av den første fordelen, kan friheten til å inkludere prognoser være avgjørende ved overbevisning av investorer, for selskaper som står overfor utfordringer tilknyttet informasjonsasymmetri (Klausner et al., 2021, s. 67). Med hensyn til den andre fordelen, kan den reduserte risikoen føre til at tilretteleggere er villige til å rådgi de ovennevnte selskapene i en SPAC-notering, men ikke i en tradisjonell børsnotering. For målselskapet uttrykker denne regulatoriske forskjellen mellom en tradisjonell børsnotering og en SPAC-notering økt fleksibilitet.

I tillegg til økt fleksibilitet setter tidsrammen til et SPAC en øvre grense for tiden brukt på en SPAC-notering. I praksis kan det dog være vanskelig å måle om tidslinjen i en SPAC-notering er kortere enn i en tradisjonell børsnotering, da begge prosessene stort sett involverer det samme forberedende arbeidet (PwC, u.å.). Bazerman & Patel (2021) finner at tidslinjen er redusert til omtrent halvparten av tidslinjen i en tradisjonell børsnotering. En raskere børsnoteringsprosess, er også det finansdirektøren i NetNordic Group oppfatter som en av fordelene ved en SPAC-notering (NetNordic Group, personlig kommunikasjon, 26. september). Litteraturen peker dermed i retning av at selve børsnoteringsprosessen kan synes å være akselerert, men at det er utfordrende å estimere nøyaktig hvor mye raskere prosessen er. I tillegg kan det ikke generaliseres, ettersom tidsrammen til børsnoteringsprosessen i stor grad er avhengig av selskapets forberedelser og kompleksitet.

En hurtigere børsnoteringsprosess stiller imidlertid strengere krav til ledelsen i målselskapet, da de samme forberedelsene må gjøres over en kortere tidsperiode. Finansdirektør i NetNordic Group (personlig kommunikasjon, 26. september) poengterer at det stilles mange krav til å

være et børsnotert selskap, og uttrykker at den korte tidslinjen til en SPAC-notering derav også kan være utfordrende med hensyn til forberedelser. Freyr (personlig kommunikasjon, 20. oktober) uttrykker derimot at til tross for strenge rapporteringskrav, har de levert i henhold til reglementet. Hvordan en akselerert tidslinje påvirker kompleksiteten i børsnoteringsprosessen er dermed vanskelig å måle i praksis.

For å konkludere har en SPAC-notering, sammenlignet med en tradisjonell børsnotering, økt fleksibilitet i form av mindre regulatoriske krav. I tillegg synes tidsrammen i en SPAC-notering å være akselerert, men hvor mye er imidlertid uvisst. Det er dog usikkerhet knyttet til om den kortere tidsrammen gjør børsnoteringsprosessen mindre kompleks, ettersom de samme forberedelsene kreves av målselskapet, bare i løpet av et kortere tidsrom.

4.2.5 Hvordan er utviklingen etter en SPAC-notering?

Av selskap som ble børsnotert via SPACer mellom januar 2015 og februar 2021, har 29% en avkastning lavere enn -90% de tre første årene. Sammenlignet med tradisjonelle børsnoteringer i samme periode er det kun 9% som har tilsvarende utvikling (Ghang et al., 2021, s. 10). Et kursfall etter børsnotering kan føre til at det er vanskeligere å hente kapital i senere emisjoner, samt skifter de ansattes fokus bort fra driften (NetNordic Group, personlig kommunikasjon, 26. september). Bellin og Thomson (2021) uttrykker at det derfor er kritisk at selskapet presterer til investorenes forventninger den første tiden etter børsnotering. Kombinert med den tilsynelatende attraktive verdivurderingen målselskapet har fått, bidrar dette til at et kursfall ikke er utenkelig. På generell basis uttrykker dermed litteraturen at kursutviklingen til selskaper som har børsnotert seg via SPACer, er dårligere enn kursutviklingen til de selskaper som har benyttet den tradisjonelle veien på børs.

Imidlertid finner litteraturen at det er enkelte karakteristikk ved SPACer som gir en økt sannsynlighet for god utvikling. En av disse karakteristikkene er at sponsorene er av «høy

kvalitet».⁹ Av selskapskombinasjoner mellom januar 2019 og juni 2020 hadde SPACer med en høykvalitets-sponsor en ett års avkastning på 64,7% og 8,1%, angitt som henholdsvis gjennomsnitt og median. For SPACer uten høykvalitetssponsor i samme periode var avkastningen derimot på henholdsvis -28,4% og -47% (Klausner et al., 2021, s. 35). Det kan tenkes at denne forskjellen kommer av at markedet har økt tillit til en høykvalitetssponsor. Følgelig tiltrekker de seg målselskap av høyere kvalitet og har mindre usikkerhet tilknyttet tilgjengelig kapital.

Videre finner Ghang et al. (2021, s. 5) at en høyere innløsningsprosent og sen timing på oppkjøpet innenfor SPACets tidsramme, har en negativ effekt på kursutvikling. Innløsningsprosenten kan derfor tenkes å illustrere kvaliteten på målselskapet, og timingen på transaksjonen kan indikere en presset sponsor. I tillegg stiller målselskapet typisk et minimumskrav til kapital hentet i transaksjonen. Dette minimumskravet synes å ha hatt en betydelig effekt på selskapets utvikling i etterkant av børsnotering for selskapskombinasjoner mellom januar 2019 og oktober 2020 (SPAC Research, 2020). Faktisk er det slik at dersom et målselskap ikke satte et minimumskrav på minst 50% av kapitalen i escrow-kontoen, samt at kravet ikke ble oppfylt, handlet ikke selskapet over den opprinnelige enhetsprisen i etterkant av oppkjøpet (SPAC Research, 2020). Det kan tenkes at dersom flere enn 50% innløser sine aksjer og kapitaltapet ikke dekkes av en PIPE-investor, signaliserer det et målselskap av lavere kvalitet. På generell basis kan det derfor argumenteres for at kursutviklingen til målselskapet etter en SPAC-notering i hovedsak peker nedover, men at enkelte karakteristikk kan bidra til å øke sannsynligheten for en bedre utvikling.

Kursutviklingen til SPAC-noterte selskap kan delvis forklares gjennom ugunstig utvalg (Bai et al., 2021). Ugunstig utvalg er et agentproblem som kan oppstå dersom agenten har informasjon som prinsipalen ikke innehar (Thomsen & Conyon, 2019, s. 44). Det mest kjente eksempelet tilknyttet et ugunstig utvalg er bruktbilmarkedet, og det var her George Akerlof (1978) introduserte begrepet *the lemon problem*. The lemon problem går i korte trekk ut på at

⁹ Klausner et al. (2021, s. 29) kategoriserer en høykvalitets-sponsor som en person som er tilknyttet et fond oppført i PitchBook med forvaltningskapital på minimum USD 1 milliard, og/eller en person med tidligere erfaring som administrerende direktør eller en seniorstilling fra et Fortune-500-selskap.

den asymmetriske informasjonen mellom kjøper og selger fører til et marked som kun tiltrekker seg lavkvalitetsprodukter, et *lemon market* (Carpentier & Suret, 2018, s. 125).

Ifølge Black (2001, s. 786) er aksjemarkedet et kanskje enda tydeligere eksempel på nettopp et lemon market. Han argumenterer for at bruktbilkjøpere kan observere bilen, ta en prøvetur, få en mekaniker til å inspisere bilen og spørre andre om deres erfaringer med samme bilmodell. Til sammenligning er aksjer, når selskapet først blir børsnotert, som en uobserverbar bil, hvor investorer får informasjon som de ikke kan bekrefte (Black, 2001, s. 786). Som beskrevet i den første delen av analysen er det stor grad av asymmetrisk informasjon mellom investorene og sponsoren ved selskapskombinasjon, og det finnes ytterligere asymmetri mellom investorene og målselskapet.

Grunnet informasjonsasymmetrien vet ikke investorene om målselskapet er av høy eller lav kvalitet. Ifølge teorien, medfører denne usikkerheten at alle aksjene skal gis en rabattert verdi (Black, 2001, s. 786). I henhold til SPACer vil investorene basert på denne risikoen kreve økt kompensasjon for å gå inn i transaksjonen. Denne får de i form av warranter og innløsningsrettigheter. Ettersom kompensasjonen har en utvanningseffekt på målselskapets opprinnelige aksjonærer, kan det argumenteres for at et målselskap som kunne hentet samme mengde kapital ved en tradisjonell børsnotering, vil foretrekke denne metoden. Dette vil typisk være høykvalitetsselskaper.

Det at selskaper av høyere kvalitet tenderer til å forsvinne fra markedet, forverrer lemon market situasjonen (Black, 2001, s. 787). Informasjonsasymmetri i SPACer vil dog ikke lokke bort målselskaper som er av lavere kvalitet. Dette kommer av at de inngår en relativt sett gunstig avtale, til tross for en ugunstig kompensasjonsstruktur. Som en effekt vil det i snitt være lavere kvalitet på selskapene i SPAC-markedet. Det kan derfor tenkes at rasjonelle investorer vil reagere på dette ved å kreve ytterligere kompensasjon. Denne utviklingen kan observeres ut fra warrantdekning og innløsningsrate. Gjennomsnittlig warrantdekning, altså andelen warranter per aksjer utstedt, har økt til 1/2 warrant per enhet for SPACer i Q3 2021. Dette representerer en økt kompensasjon sammenlignet med en warrant dekning på 1/3 mellom Q4 2020 og Q1 2021 (Klausner et al., 2021, s. 79). Andelen innløste aksjer ved selskapskombinasjon har sett en lignende utvikling. I perioden Q4 2020 til Q1 2021 var gjennomsnittlig andel innløste aksjer på 22%, sammenlignet med 57% i perioden mellom juli og november 2021 (Klausner et al., 2021, s. 78). Dette underbygger at investorene antagelig

har redusert sin forventning til målselskapene, og krever derfor økt kompensasjon gjennom en bedre warrantdekning.

Det kan derfor argumenteres for at et lemon market oppstår av to grunner:

- På grunn av kompensasjonen SPAC-investorene får, vil kvalitetsselskaper foretrekke en tradisjonell børsnotering gitt at de får hentet like mye kapital
- Selskap av lav kvalitet vil tiltrekkes av informasjonsasymmetri som bidrar til en relativt sett god verdsettelse

Noe som forsterker argumentet for at et lemon market oppstår, er at SPAC-markedet mangler visse mekanismer som forebygger informasjonsasymmetri. Black (2001, s. 790) refererer til «sterke markeder», som et motstykke til et lemon market, og påpeker mekanismer som motvirker informasjonsasymmetri i slike markeder. Han trekker blant annet frem et regelverk som pålegger både tilrettelegger og målselskapet risiko og ansvar dersom det blir fremlagt feilaktig informasjon (Black, 2001, s. 795; s. 796). Videre nevner Black (2001, s. 797) mekanismer som forhindrer målselskapets insentiver til å sminke prognoser. Som nevnt tidligere, er SPAC-noteringer mer fleksible når det kommer til det regulatoriske. Selskapet og tilretteleggeren i en SPAC-notering er blant annet underlagt mindre risiko i henhold til §11 og §12 i Securities Act. I tillegg kan målselskapet under fusjonsregelverket gi prognoser basert på begrenset informasjon. På bakgrunn av denne fleksibiliteten mangler SPAC-noteringer mekanismer som forebygger informasjonsasymmetri og kan bidra til at et lemon market oppstår.

Et lemon market bør forsvinne dersom investorer ikke avviker fra rasjonell oppførsel og kjøper aksjer med negativ forventet avkastning (Carpentier & Suret, 2018, s. 125; s. 139). Dette vil ikke være en bekymring så lenge investorene klarer å vurdere verdien på investeringen (Carpentier & Suret, 2018, s. 138). Da det er de ikke-profesjonelle investorene som hovedsakelig utgjør SPACets investorbase ved selskapskombinasjon, kan det argumenteres for at de ikke innehar kompetansen til å vurdere hvorvidt målselskapet er et attraktivt investeringsobjekt. Så lenge de ikke-profesjonelle investorene opptrer irrasjonelt og målselskaper etterspør denne form for børsnotering, kan det dermed antas at markedet vil vedvare.

For å oppsummere, ser det ut til at kursutviklingen etter en SPAC-notering i all hovedsak er negativ. Faktorer som har en innvirkning på denne utviklingen er en lavkvalitetssponsor, en sen selskapssammenslutning, et lavt minimumskrav og en høy innløsningsprosent. Grunnet kursutviklingen og informasjonsasymmetrien kan det argumenteres for at SPAC-markedet ser ut til å utvikle seg til et lemon market, som ikke tiltrekker seg selskaper av høy kvalitet. Dette underbygges ved at SPAC-markedet mangler visse mekanismer som forebygger informasjonsasymmetri, da SPAC-noteringer har en bredere fleksibilitet når det kommer til underlagt regelverk.

4.2.6 Delkonklusjon

Det finnes både fordeler og ulemper ved en SPAC-notering fremfor en tradisjonell børsnotering. En SPAC-notering synes å være best egnet for mellomstore selskaper i sektorer med høy aktivitet og hvor prissetting i et SPAC er å foretrekke. Sistnevnte inkluderer sektorer hvor investormeningene strider og hvor vekstprognoser er avgjørende. Dessuten vil SPAC-noteringer kunne være fordelaktig for selskaper som ønsker et aktivt eierskap. Kostnadene som skiller seg ut i en SPAC-notering, er det faktiske tilretteleggergebyret og utvanningseffekten gjennom warranter og sponsorenes eierandel, som forsterkes av aksjonærenes innløsningsrettigheter. Forutsigbarheten påvirkes også av SPACets kapitalstruktur, da innløsningsrettighetene og sponsorens eierandel påvirker målselskapets kapitalinnhenting. Det er dog en viss forutsigbarhet tilknyttet innhenting av kapital, og da særlig i et dårligere marked. I forhold til kompleksitet har en SPAC-notering økt fleksibilitet med hensyn til det regulatoriske, samt en akselerert tidsramme. Det er imidlertid usikkerhet tilknyttet om den kortere tidsrammen gjør børsnoteringsprosessen mindre kompleks, ettersom de samme forberedelsene kreves av målselskapet. For utviklingen etter en SPAC-notering, synes denne å være preget av kursnedgang og markedet tenderer mot et lemon market.

5. Analyse av det norske SPAC-markedet

Analysen vil ta opp refleksjonene fra SPACer i det amerikanske markedet og analysere dets relevans for det norske markedet. Denne delen vil besvare spørsmålet:

Bør det være mulig å børsnotere SPACer på norske handelsplasser?

Først redegjøres det for hvor Norge står i dag med hensyn til å børsnotere sitt første SPAC. Deretter sees det nærmere på om SPACer tilfører verdi i Norge, før det belyses hvilke endringer som bør gjennomføres for å oppnå mer sammenfallende interesser blant interessentene. Analysen tar utgangspunkt i avholdte intervjuer.

5.1 Hvor står vi i dag?

Oslo Børs sendte 8. mars en henvendelse til Finanstilsynet angående mulig opptak til handel av SPACer på Euronext Growth. Etter en vurdering svarte Finanstilsynet i et brev den 3. juni hvor det pekes på særlig to områder: Ivaretagelse av investorvern og loven om alternative investeringsfond (heretter AIF) (Finanstilsynet, 2021, s. 1).

I brevet henviste Finanstilsynet til et formål med verdipapirhandelloven angående tilretteleggelse av en sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, samt sikring av investorvern (Finanstilsynet, 2021, s. 3). Det ble stilt spørsmål ved om SPACer i seg selv er egnet som investeringsobjekt for ikke-profesjonelle investorer, grunnet dets kompleksitet. Videre ble det påpekt at søsterselskap av Euronext Growth har notert SPACer på et eget segment som er forbeholdt profesjonelle investorer (Finanstilsynet, 2021, s. 4). I så tilfellet vil SPAC som instrument være utilgjengelig for ikke-profesjonelle investorer.

Med hensyn til loven om AIF, er dette et rammeverk som gjelder enhver investeringsstruktur som tar imot kapital fra et antall investorer og investerer kapitalen i samsvar med en angitt

investeringsstrategi til fordel for disse investorene¹⁰ (Finanstilsynet, 2021, s. 2). Ifølge Finanstilsynet (2021, s. 2) må det gjøres en vurdering av hvorvidt hvert enkelt SPAC faller innenfor dette lovverket, og påpeker videre at den tradisjonelle SPAC-strukturen har kjennetegn som i utgangspunktet oppfyller kriteriene til et AIF.

Ifølge BAHR faller ikke et typisk SPAC innenfor AIF regelverket (Hammerich et al., 2021). Dessuten uttaler Wikborg Rein at et SPAC vanligvis faller under et lovfestet unntak for holdingselskaper, som innebærer at SPACer ikke er regulerte investeringsfond (Rasmussen & Nordmo, 2021). Dersom et SPAC skulle falle innenfor AIF-regelverket vil det kommersielt sett bli mindre attraktivt, for både initiativtakere og investorene, siden det gjør både markedsføringen og børsnoteringsprosessen mer kompleks¹¹ (Wikborg Rein, personlig kommunikasjon, 27. september). En partner i BAHR (personlig kommunikasjon, 14. oktober) stiller seg bak at denne kategoriseringen vil føre til en økt kompleksitet og en økt kostnadsramme.

På tross av Finanstilsynets uttalelser, annonserte Viking Venture i juni at de danner Norges første SPAC, har hentet kapital og har intensjon om å notere seg på Euronext Growth så snart det er praktisk mulig. De har hentet NOK 600 millioner og ønsker å kjøpe opp et B2B programvareselskap i vekst, ettersom Viking Venture har ekspertise innenfor dette området (Viking Venture, 2021). Imidlertid er ikke Viking Venture den eneste norske aktøren som har fattet interesse for SPAC-markedet. Den norske batteriprodusenten FREYR gikk på den

¹⁰ En UCITS klassifisering vil unnlate fond fra AIF rammeverket. UCITS er en benevnelse på verdipapirfond som omfattes av EUs verdipapirfondsdirektiv (Finanstilsynet, 2021, s. 2).

¹¹ Kategoriseringen som et AIF vil blant annet innebære krav til konsesjon fra Finanstilsynet, eventuelt utpeking av en ekstern forvalter med konsesjon fra Finanstilsynet, som igjen medfører begrensinger i markedsføring av aksjene uten tillatelse fra Finanstilsynet, særskilte kapitalkrav, krav om rapportering til offentlige myndigheter, krav til særskilt organisering med ansatte for risikostyring og compliance, krav til internkontroll, begrensinger i adgangen til utkontraktering, mv. I tillegg til de praktiske konsekvensene dette medfører, vil naturlig nok kostnadene øke betraktelig (Wikborg Rein, personlig kommunikasjon, 27. september).

amerikanske børsen ved at SPACet Alussa Energy Acquisition Corp. 9. juli gjennomførte en selskapskombinasjon (FREYR, personlig kommunikasjon, 20. oktober).

Videre kom ESMA (European Securities and Markets Authority) med en uttalelse den 15. juli angående retningslinjer for prospekt og investorvern i SPAC-noteringer (ESMA, 2021). Disse retningslinjene vil trolig bli hensyntatt i vurderingen av SPACer i Norge. Imidlertid er det ikke krav til prospekt på Euronext Growth, og det er denne handelsplassen som Oslo Børs i utgangspunktet henvendte seg til Finanstilsynet på angående handel av SPACer. Det kan derfor argumenteres for at punktene tilknyttet investorvern blir av størst betydning.

Med hensyn til dagens status, er det ifølge Finanstilsynet (personlig kommunikasjon, 21. oktober) enighet om at ballen nå ligger hos Oslo Børs.

5.2 Hvilken verdi tilfører SPACer det norske markedet?

Dette skal analyseres gjennom de identifiserte fordelene ved å vurdere hvordan disse vil utspille seg i det norske markedet, samt markedsaktørenes interesser og behov.

I kapittel 2, nevnes det tre grunner for at SPAC-noteringer har fått et oppsving i USA:

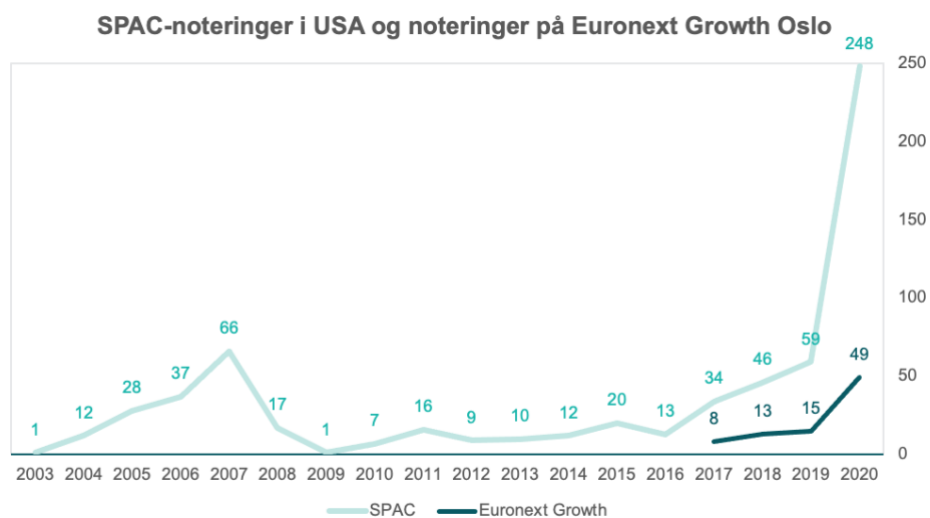
- Et ustabilt kapitalmarked etter Covid-19 har skapt usikkerhet rundt verdivurdering
- Sterk verdiøkning i aksjemarkedet har gjort det attraktivt å gå på børs
- Mye «dry powder» og en lav styringsrente har ført til at investorer søker alternative investeringsmuligheter

SPACer tilførte derfor verdi i det amerikanske markedet ved å tilby en ny investeringsmulighet, samt et raskere børsnoteringsalternativ hvor verdsettelsen blir satt utenom etterspørsel i kapitalmarkedet. I Norge har man sett lignende markedssituasjon: Med hensyn til det første punktet, tilsier et oljeprisfall og et kraftig fall på Oslo Børs i mars 2020, at også det norske markedet ble påvirket av Covid-19 (Iversen, 2020). Videre poengterte en av intervjurespondentene at han synes vekst er overpriset i det norske markedet i dag, og utdypet videre at det virker som vi er høyt oppe på optimismeaksen når det kommer til verdsettelse av selskaper (Altor, personlig kommunikasjon, 14. oktober). Dette er i tråd med

punkt to angående attraktiviteten til å gå på børser. Med hensyn til punkt tre, ble den norske styringsrenten satt ned til 0,25% i mars 2020, for så å ytterligere bli redusert til 0% i mai (Norges Bank, 2021). Dessuten nevner intervjurespondentene at det er mye tilgjengelig kapital i markedet som søker avkastning (Fondsfinans, personlig kommunikasjon, 1. oktober; Viking Venture, personlig kommunikasjon, 14. oktober).

Selv om det norske markedet har sett lignende tendenser som i USA, medfører ikke dette et direkte behov for SPAC-noteringer. Med hensyn til hvilke behov SPAC-noteringer dekket i USA, ser det ut til at Euronext Growth dekker lignende behov i Norge. Dette bekreftes av en direktør i et aktivt eierfond som uttrykker «Jeg tror vi har en snarvei allerede» (Selskap X, personlig kommunikasjon, 13. oktober). Dessuten hevdet investeringsdirektør i Nordea at prisingen på Euronext Growth er «helt i verdenstoppen» (Nilsen, 2021d). Fra målselskapets perspektiv dekkes dermed både behovet for en rask børsnoteringsprosess og en attraktiv verdivurdering av vekstselskap. Fra investorenes synspunkt kan det hevdes at det alltid vil være interesse for nye, gode investeringsalternativer. På bakgrunn av dette kan det argumenteres for at SPACer i Norge ikke vil tilføre samme verdi som SPACer i USA.

Den historiske utviklingen av antall SPAC-noteringer, nevnt i kapittel 2, tyder på at SPACer er et fenomen som kommer ved gode tider og forsvinner ved dårligere tider, gitt av figuren nedenfor. Det vises også at Euronext Growth har hatt en lignende utvikling, hvilket underbygger at denne handelsplassen har tjent det behovet SPACer har dekket i USA.



Figur 7: SPAC-noteringer i USA og noteringer på Euronext Growth Oslo (SPAC Analytics, 2021; Euronext, 2021; Haugen 2020, Slettedal, 2020)

Det er flere antydninger på at vi går mot mer normale tider nå som blant annet rentebanen til den norske styringsrenten peker oppover, og USA har varslet en nedtrapping av kvantitative lettelsener (Norges Bank, 2021; Magnus et al., 2021). Federal Reserve har siden juni 2020 kjøpt statsobligasjoner og andre statlige rentepapirer for å bidra til å stimulere økonomien. I november varslet de imidlertid en innstramning, i lys av en bedring av økonomien (Magnus et al., 2021). Når de kvantitative lettelsene strammes inn og styringsrenten settes opp, tyder dette på at markedskarakteristikkene som har tilrettelagt for en oppblomstring av SPACer, er på vei til å opphøre. En av intervjurespondentene hevder til og med «Jeg tipper at i 2024 så er det like mange SPACer som det var 2016» (Fondsfinans, personlig kommunikasjon, 1. oktober). Imidlertid ble det tidligere konkludert at en SPAC-notering kan bidra til økt forutsigbarhet i perioder hvor det generelt er utfordrende å børsnotere selskaper. Denne fleksibiliteten uttrykker Viking Venture (personlig kommunikasjon, 14. oktober) ved at de allerede har hentet kapital og venter på grønt lys til å enten notere seg på Euronext Growth eller eventuelt en annen internasjonal markedsplass, uavhengig av situasjonen i økonomien. En viss sikkerhet knyttet til innhentet kapital vil kunne utgjøre en fordel i et dårligere marked.

Flere av intervjurespondentene nevner at deres oppfatning er at mange selskaper går på børs via SPACer i USA grunnet kompleksiteten i den tradisjonelle børsnoteringsprosessen (Carnegie Norge, personlig kommunikasjon, 29. september; Carnegie Sverige, personlig kommunikasjon, 1. oktober; PwC, personlig kommunikasjon, 14. oktober). En trend sett i USA er at privateide selskap forble privateide i lengre tid fremfor å gå på børs. I Norge derimot, har man sett rekordmange børsnoteringer i 2021, uten muligheten for SPAC-noteringer. Av 54 børsnoteringer i Norge i 2020, var 91% tilknyttet markedsplassen Euronext Growth, og totalantallet spås enda høyere i 2021 (Abrahamsen & Sveen, 2021; Nilsen, 2021a). Daglig leder i Viking Venture (personlig kommunikasjon, 14. oktober) anerkjenner at behovet for en mindre kompleks børsnoteringsprosess i Norge ikke er like relevant som i USA. Det kan derfor argumenteres for at Norge allerede har en mindre kompleks børsnoteringsvei for små og mellomstore selskaper i vekst. Basert på dette synes ikke SPAC-noteringer i Norge å tilføre verdi i like stor grad som i USA.

Videre nevner flere av intervjurespondentene at en såkalt omvendt overtakelse/fusjon¹² (eng. = reverse takeover/merger) har likhetstrekk med en SPAC-notering og historisk har håndtert behovet for en raskere børsnoteringsprosess i Norge (Selskap X, personlig kommunikasjon, 13. oktober; Carnegie Norge, personlig kommunikasjon, 29. september). En omvendt overtakelse er i korte trekk når små, tomme selskaper på børs kjøper unoterte selskap mot betaling i aksjer (Valderhaug, 2020). På det vis kan det unoterte selskapet bli børsnotert, uten å gå veien om den formelle søknadsprosessen.

Direktør ved Oslo Børs, Øivind Amundsen, nevner imidlertid at han ikke er tilhenger av slike «bakdørsnoteringer» (Grini, 2020). Det nevnes videre at han er opptatt av at selskaper som børsnoteres, skal gjennom en formell prosess med søknad og due diligence. Han stiller derfor krav til slike selskaper: «De skal ikke få være skall i lang tid. Og ny virksomhet må oppfylle vilkårene. Ellers vil de bli strøket» (Grini, 2020). Denne bakdørsnoteringen har tydelige likhetstrekk med en SPAC-notering, slik som en rask børsnoteringsprosess gjennom oppkjøp av et selskap uten kommersiell virksomhet. Øivind Amundsen uttaler seg senere om at han er opptatt av at SPAC-noteringer ikke skal bli en ny bakdørsnotering, og lover en streng børsnotering og omfattende informasjon til investorene om det kombinerte selskapet (Solheimsnes, 2021). Antakeligvis vil en eventuell SPAC-notering i Norge dermed kunne omfatte krav som påvirker SPAC-noteringens kompleksitet. Økt kompleksitet vil igjen kunne redusere fordelene ved en SPAC-notering.

Videre kan en stille spørsmål ved markedsaktørenes interesser for SPAC-noteringer. I kapittel 4.2 ble det konkludert med at SPAC-noteringer er best egnet for mellomstore selskaper innenfor vekst og komplekse sektorer, hvor prissetting basert på etterspørsel i kapitalmarkedet er utfordrende.

Når det kommer til SPACets størrelse, antar Arctic Securities (personlig kommunikasjon, 14. oktober) at den kommer til å stabilisere seg på i overkant av NOK 500 millioner, ekskludert PIPE investor. Dette er i tråd med Viking Venture sin kapitalinnhenting på 600 millioner (Viking Venture, 2021). Målselskapet i et SPAC vil dermed være større enn de tradisjonelle

¹² Videre vil dette omtales som omvendt overtakelse

Euronext Growth noteringene, slik at det er rom for både SPAC-noteringer og Euronext Growth noteringer i det norske markedet (Arctic Securities, personlig kommunikasjon, 14. oktober). Dette forsterkes av at det har vist seg å være vanskelig å hente større mengder kapital i en Euronext Growth notering, enn det som er vanlig i dag. Dessuten kan en SPAC-notering være å foretrekke for selskaper som er mindre enn de som vanligvis går veien om en tradisjonell børsnotering. Videre kan SPAC-noteringer fange opp selskaper som er for store for tidligfase-fondene og for tidligfase for infrastruktur-fondene (Arctic Securities, personlig kommunikasjon, 14. oktober). Dette innebærer at markedet ikke fanger opp en viss selskapsstørrelse, slik at SPACer kan fylle et «tomrom» i kapitalmarkedet. På bakgrunn av dette, kan det argumenteres for at SPAC-noteringer med hensyn til målselskapets størrelse, kan tilføre verdi i det norske markedet.

Som påpekt vil selskaper i vekst og/eller med en kompleks virksomhet kunne dra nytte av en prissetting i et SPAC fremfor i en tradisjonell børsnotering. I forbindelse med dette foreslo intervjuobjektene sektorer som ennå ikke har et marked, samt sektorer hvor investorer typisk har splittede meninger (Arctic Securities, personlig kommunikasjon, 14. oktober; Altor, personlig kommunikasjon, 14. oktober). I Norge er det blant annet interesse for selskaper innenfor fornybar energi, teknologi, helse og sjømat, i tillegg til vekstselskaper (Nilsen, 2021a). Slike selskaper har foretrukket Euronext Growth som stiller mindre strenge krav til noteringen og prognoser i opptaksdokumenter (Nilsen, 2021a; Nilsen, 2021b; Abrahamsen & Sveen, 2021). Overnevnte selskaper av større skala vil dermed kunne dra fordel av en SPAC-notering, til tross for Euronext Growth.

Med hensyn til SPACets profesjonelle investorer og sponsorer, eksisterer de i stor grad i det norske markedet gjennom aktive eierfond, venture capital, family offices og bjellesauer (Selskap X, personlig kommunikasjon 13. oktober). Altor (personlig kommunikasjon, 14. oktober) utdyper dette ved å påpeke at det er naturlig at sponsorer kommer fra aktive eierfond eller lignende, da de driver med en lignende forretningsmodell. I tillegg er Viking Venture sitt SPAC et eksempel på at sponsorer etterspør SPAC-noteringer i det norske markedet. Videre har flere uttrykt interesse til Oslo Børs om å notere et SPAC (Solheimsnes, 2021). Det kan derfor argumenteres for at interessen for SPAC-noteringer finnes i sponsormiljøet i Norge. Videre eksisterer det et investormiljø, dog er det usikkert om de har interesse for en SPAC-investering. Dette underbygges av at brorparten av kapitalen i SPACet til Viking Venture er investert av en amerikansk investorbase (Viking Venture, 2021).

Som nevnt tidligere, synes 11 av 15 spurte intervjurespondenter at et SPAC fremstod som et attraktivt investeringsobjekt. Tall fra Q1 2021 viser at det er rekordmange ikke-profesjonelle investorer som eier aksjer på børsens markedsplasser. I tillegg investerer ikke-profesjonelle investorer i stadig større grad på Euronext Growth (Nilsen, 2021c). Da denne markedsplassen er tilknyttet investeringer i tilsvarende sektorer som SPACer, kan det antas at det finnes interesse for SPAC-investeringer blant nordmenn. Imidlertid kan det tenkes at en større andel ikke-profesjonelle investorer i markedet stiller strenge krav til investorvern. Med hensyn til de to hovedområdene Finanstilsynet nevner i brevet til Oslo Børs, inkluderer *investorvern* en egnethetsvurdering jamfør krav i verdipapirhandelloven (Finanstilsynet, personlig kommunikasjon, 21. oktober). Det må derfor vurderes om et komplekst instrument, slik som et SPAC, er egnet for en ikke-profesjonell investorbase, selv om interessen skulle være til stede.

Selv om SPACer ikke skulle tilført en betydelig verdi til det norske markedet, kan det vurderes som en konkurranseulempe at det ikke tillates (Carnegie Norge, personlig kommunikasjon, 29. september). I tillegg uttrykker Wikborg Rein at uten SPACer i det norske markedet, går norske bedrifter glipp av en viktig kilde til kapital for nye investeringer (Rasmussen & Nordmo, 2021). Imidlertid må en ikke overvurdere betydningen av geografi, da ingenting forhindrer en i å kjøpe et norsk selskap med et amerikansk SPAC (Altør, personlig kommunikasjon, 14. oktober). I en globalisert verden, kan investorer, selskaper og sponsorer benytte seg av SPAC-instrumentet, selv om det ikke tillates i Norge. Imidlertid går Oslo Børs, norske tilretteleggere og rådgivere glipp av en mulig inntektskilde, samt at norske markedsplasser kan ansees som mindre aktuelle ved å ikke tillate nye finansielle instrumenter.

For å oppsummere, med hensyn til markedsvilkårene som la grunnlag for en oppblomstring av amerikanske SPACer, synes Norge å ha hatt lignende kår. Imidlertid har ikke Norge opplevd samme børsnoteringstørke, hvor majoriteten av børsnoteringer er på Euronext Growth. Denne markedsplassen kan synes å dekke behovet for en raskere noteringsprosess og attraktive verdivurderinger av vekstselskap i Norge. Det kan derimot argumenteres for at målselskaper i SPAC-noteringer er av større skala enn noteringene på Euronext Growth, slik at SPACer kan fylle et «tomrom» i markedet. I tillegg kan SPACets fleksibilitet muliggjøre kapitalinnhenting for et bredere spekter av selskaper. Videre har omvendt overtakelse historisk sett dekket behovet for en rask børsnoteringsprosess. Sittende direktør i Oslo Børs misliker denne form for «bakdørsnoteringer» og vil trolig gjøre både omvendt overtakelse og SPAC-

noteringer mer komplekse. Utover dette synes det å være interesse for SPAC-noteringer blant mulige sponsorer og målselskaper i Norge. Det er imidlertid en økt andel ikke-profesjonelle investorer i det norske markedet, som igjen bør stille strengere krav til investorvern. Disse kravene må vurderes mot konkurranseulempen ved å ikke ha SPACer i Norge. Det kan derfor konkluderes med at SPACer tilfører verdi.

5.3 Under hvilke vilkår bør SPACer godkjennes?

Med hensyn til muliggjøringen av SPACer i Norge vektlegges særlig investorbeskyttelse, og da i hovedsak beskyttelsen av de ikke-profesjonelle investorene. For å bedre investorbeskyttelsen redegjøres det for to fremgangsmåter: Endringer tilknyttet SPACets struktur og endringer tilknyttet SPACets handelsplass.

5.3.1 Strukturelle endringer

For at SPACer skal kunne børsnoteres på norske handelsplasser bør de ha en kapitalstruktur som bedre ivaretar interessene til de ikke-profesjonelle investorene. For å oppnå den ønskede effekten, må implikasjonene rundt moralsk risiko løses ved å redusere den påpekte informasjonsasymmetrien og insentivskjevheten mellom aktørene.

En direktør i et aktivt eierfond fremhever to løsninger for å redusere den observerte informasjons- og insentivskjevheten (Selskap X, personlig kommunikasjon, 13. oktober). Intensjonen bak disse forslagene er å i større grad motivere sponsoren å handle i samsvar med investorenes interesser, og på den måten oppnå økt investorvern.

- Det første forslaget går ut på at sponsoren har tilstrekkelig med kapital investert
- Det andre forslaget baserer seg på korrelert avkastning mellom sponsor og investor

Med hensyn til det første forslaget, stiller SPAC-sponsoren i snitt med en risikokapital på 3,5% av bruttoproveny (Ghang et al., 2021, s. 11). For aktive eierfond sies sponsoren å ha tilstrekkelig risikoeksponering ved en investering på 1% av investert kapital (Rodrigues & Stegemoller, 2013, s. 864). Det virker derfor ikke som om problemet er tilknyttet at SPAC-sponsoren har for lite «skin in the game», men heller vilkårene forbundet med investering og

kompensasjon. I tråd med teorien, virker dermed løsningen heller å være endrede investeringsvilkår og belønningssystem (Thomsen & Conyon, 2019, s. 44).

Tilknyttet det andre forslaget er det flere investorer som har bemerket seg en skjevfordeling i avkastning. Denne problematikken påpekes også i ESMA sin uttalelse, ved å bemerke sponsorenes nedsiderisiko tilknyttet en eventuell likvidering av SPACet (ESMA, 2021). Dette kan forebygges ved å endre sponsorenes investeringsvilkår, og dermed redusere den moralske risikoen. Aktive eierfond synes i stor grad å ha løst denne problematikken ved at sponsoren investerer under samme vilkår som de øvrige investorene. Hvordan denne problematikken kan løses for SPACer, fremgår av formlene under. Endringene i formlene, i forhold til den tradisjonelle strukturen, fremheves med fet skrift.

$$\textit{Tilgjengelig kapital} = \textit{Bruttoproveny} + \textbf{\textit{Sponsors investering}}$$

$$\textit{Kapital på escrow-konto} = \textit{Tilgjengelig kapital} - \textbf{\textit{Arbeidskapital}}$$

For SPACet, vil sponsorens investering da inngå i tilgjengelig kapital, i motsetning til risikokapital. Det vil derfor være avsatt arbeidskapital, fremfor risikokapital, som dekker SPACets børsnoterings- og løpende kostnader. Sponsoren vil som en konsekvens få en nedsidebeskyttelse lik investorenes, da sponsoren ved likvidering nå vil motta sin pro-rata andel av beløpet på escrow-kontoen. Investorer vil fortsatt motta sin pro-rata andel av beløpet på escrow-kontoen ved likvidering og/eller innløsning av aksjer. Men dette vil ikke lenger tilsvare deres fulle investering.

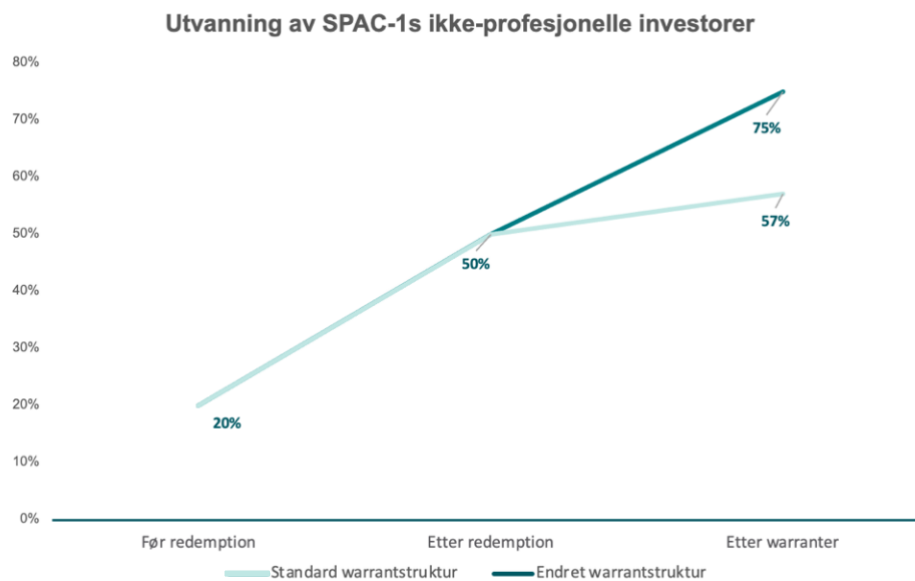
Dette har dermed to effekter: For det første blir risikoen mellom sponsor og investorer mer sammenfallende. Følgelig, vil det ikke inngås avtaler med målelskaper av lavest kvalitet, da sponsoren ta hensyn til den reduserte nedsiderisikoen. For det andre vil en redusert utbetaling ved innløsning av aksjer føre til at investorene får en økt risiko tilknyttet sin investering. Dette vil fjerne de profesjonelle investorenes arbitrasjelignende investeringsvilkår, ettersom warranten ikke lenger kan ansees som kostnadsfri. En lavere innløsningsrate vil trolig bli observert som en følge av dette. Det foreslås derfor at sponsoren investerer under samme vilkår som de øvrige investorene.

En representant fra Carnegie (Carnegie Sverige, personlig kommunikasjon, 1. oktober) forteller at det i respons til et ønske om en mer sammenfallende modell har oppstått strukturendringer. En av strukturendringene er at sponsoren i større grad er avhengig av målselskapets prestasjon. Ettersom investorenes avkastning er direkte tilknyttet målselskapets prestasjon, vil det føre til at sponsorens og investorenes avkastning blir mer korrelert. Forslaget er derfor å gjøre sponsorens kompensasjon betinget av målselskapets prestasjon etter oppkjøp. Sponsoren vil da motta sin promote trinnvis, hvor aksjer mottas ettersom aksjekursen stiger og når fastsatte nivåer. Da sponsorens promote utgjør majoriteten av sponsorens avkastning, vil dette tiltaket gjøre kompensasjonen avhengig av at målselskapet presterer etter selskapskombinasjon. Sponsoren er derfor avhengig av å identifisere et målselskap av god kvalitet, samt en korrekt prising. Med dette tiltaket forskyves deler av risikoen fra investor til sponsor. Dette reduserer bekymringene rundt sponsorens insentiver ved at insentivene blir mer sammenfallende med målselskapets prestasjon, og dermed også med investoren.

Det er imidlertid flere måter å gjøre avkastningen mer korrelert på. En struktur som har forekommet er at sponsoren lover bort deler av sin promote til enkelte investorer dersom de ikke innløser sin posisjon i SPACet (Carnegie Sverige, personlig kommunikasjon, 1. oktober). Denne strukturelle endringen har 3 virkninger. (1) Sponsorens bekymringer angående tilgjengelig kapital reduseres ved at de mest kapitaltunge investorene nå har et insentiv til å beholde sin aksjeposisjon. Dette fører til økt sikkerhet tilknyttet hvilke målselskaper som er innenfor SPACets kjøpekraft. (2) Sponsoren vil få en redusert oppsideeksponering da de etter selskapskombinasjon besitter en lavere eierandel i det kombinerte selskapet. En redusert kompensasjon vil i større grad gjøre sponsorens avkastning betinget av målselskapets prestasjon. (3) Ved at de mest kapitaltunge investorene ikke innløser sin eierandel, vil innløsningsraten reduseres. Dette har en særlig implikasjon for de ikke-profesjonelle investorene som da vil oppleve betydelig mindre utvanning. Det foreslås derfor at sponsoren deler sin promote med enkelte profesjonelle investorer som velger å ikke ta i bruk sin innløsningsrettighet.

Videre kan det settes spørsmålsteget ved dagens warrantstruktur, ettersom de profesjonelle investorene i dag foretar en tilnærmet risikofri investering, på bekostning av lønnsomheten til de ikke-profesjonelle investorene. Aligro Planet Acquisition Company (APAC), et svensk SPAC, har benyttet seg av en annerledes warrantstruktur: Enheten utstedt ved børsnotering av SPACet splittes først etter gjennomført selskapskombinasjon (APAC, 2021, s. 6). Warranten

følger på den måten investorene som deltar i selskapskombinasjonen og bortfaller dersom aksjen innløses. De profesjonelle investorene vil på den måten bli belønnet for å beholde sin posisjon fremfor kun å legge til rette for SPACets børsnotering. Som en konsekvens kan man anta at innløsningsraten reduseres og dermed blir investeringen mer lønnsom for alle investorer som er involvert i selskapskombinasjonen. Videre fører dette tiltaket til at skillet mellom de profesjonelle og ikke-profesjonelle investorene i stor grad viskes ut, ved at alle investorene får warranter. Under sammenlignes størrelsen på utvanningseffekten gitt av den alternative warrantstrukturen og den tradisjonelle strukturen gjennom å se på SPAC-1:



Figur 8: Utvanningseffekt av endret warrantstruktur

Figuren over baserer seg på SPAC-1s kapitalstruktur og antagelser fra kapittel 4.1. Videre antar figuren at innløsningsraten holdes konstant. Som illustrert over kan man se at den alternative warrantstrukturen fører til en reduksjon i utvanning på 18%, fra 75% til 57%. Kostnaden til de ikke-profesjonelle investorene tilknyttet SPACet vil derfor reduseres betydelig. Ettersom alle aksjonærene mottar warranter tilsvarende deres eierandel, vil ikke eierandelen bli redusert som en konsekvens av de utstedte warrantene. Derfor er det kun de sponsor eide-warrantene som nå vil ha en utvannende effekt. Da det antas at denne strukturen også vil føre til mindre aksjeinnløsning, kan det argumenteres for at investorene kommer enda bedre ut av situasjonen enn det som er illustrert over. På bakgrunn av dette, foreslås det at enhetene forblir intakte og at warrantene ikke blir utstedt før etter gjennomført selskapskombinasjon.

En respondent fra Finanstilsynet (personlig kommunikasjon, 21. oktober) påpeker at formålet med å ha en grundig børsnoteringsprosess blant annet er å medvirke til at all relevant informasjon formidles til markedet. I en selskapskombinasjon, hvor flere målselskaper ikke har historikk, virker prognosene å være den informasjonsformidlingen som er av størst betydning. Ettersom sponsoren ofte har mulighet til å selge seg ut før målselskapets verdi korrigeres i markedet, har de lite insentiv til å formidle edruelige prognoser. For å korrigere dette, foreslås det at sponsorens eierandel er låst ut den perioden de har predikert. En lengre lock up-periode vil gjøre sponsoren mer avhengig av målselskapets langsiktige prestasjon. Dette kan motivere til å levere mer moderate prognoser, da dårlige resultater i forhold til forventning ofte fører til en reduksjon i markedsverdi. På denne måten vil investorene bli formidlet mer troverdig informasjon og informasjonsasymmetrien reduseres.

Flere intervjurespondenter påpekte at det er investorvennlig at strukturen til et SPAC er universell. På den måten er strukturen oversiktlig og forutsigbar. Investorene kan derfor lettere identifisere involverte risikoer og være klare over hvilke elementer det er viktig å undersøke. Fra perspektivet til en ikke-profesjonell investor kan det derimot hevdes at det er elementer ved den universelle strukturen som ikke ivaretar deres interesser. I tillegg kan strukturen i flere tilfeller være så kompleks at det er vanskelig å få et overblikk. Finanstilsynet (personlig kommunikasjon, 21. oktober) presiserer at vurderinger rundt investorbeskyttelse alltid er viktige. Økt kompleksitet i et instrument vil ofte medføre at disse vurderingene får ytterligere betydning. Med bakgrunn i dette er det derfor essensielt å foreta en vurdering om investorene er tilstrekkelig beskyttet og hvorvidt nødvendig informasjon formidles tydelig.

For å redusere informasjonsasymmetrien og gjøre sponsorens og investorenes insentiver mer sammenfallende, foreslås det at sponsorens lock up-periode er like lang som perioden de har gitt ut prognoser for og at sponsorens promote er stegvis betinget av det kombinerte selskapets markedskurs. I tillegg foreslås det at sponsorens promote deles med tungt investerte investorer betinget av at de ikke benytter innløsningsrettigheten, samt at sponsoren og investorene investerer under samme vilkår. For å gjøre investorgruppenes insentiver mer sammenfallende foreslås det at enhetene forblir intakt og at warrantene ikke blir utstedt før etter gjennomført selskapskombinasjon.

5.3.2 Endringer tilknyttet SPACets handelsplass

For et tradisjonelt SPAC er handelsplassene lite involvert i vurderingen av hvorvidt målselskapet egner seg på børs. En respondent fra Selskap X (personlig kommunikasjon, 13. oktober) påpeker at man gjennom en tradisjonell børsnoteringsprosess forsikrer at selskapet har god rapporteringsskikk og informasjonsutveksling. Et forslag til hvordan dette kan gjøres er å opprette et eget SPAC-segment, slik som i Danmark (Laursen & Jepsen, 2021). SPACet handles dermed i dette segmentet og det kombinerte selskapet må søke om godkjennelse for å bli overført til en av børsens handelsplasser. En overføring vil kun bli godkjent dersom det kombinerte selskapet oppfyller alle kravene til handelsplassen. En sponsor vil med bakgrunn i dette, kun identifisere målselskaper hvor dette er tilfelle. Investorene er på den måten sikret at målselskapet er av tilstrekkelig kvalitet. Dette motvirker i tillegg problematikken rundt lemon market da målselskapet må oppfylle alle gjeldende krav for å kunne børsnoteres.

Det er stilt spørsmål om hvorvidt SPACer er et så komplekst instrument at ikke-profesjonelle investorer ikke innehar kompetansen til å foreta en utdannet investering. Dette underbygges av at de ikke-profesjonelle investorene har en nedsidebeskyttelse gjennom innløsningsrettigheten, som de ikke virker å benytte seg av, samt at de normalt sett taper på en SPAC-investering. En mulig løsning er derfor å kun gjøre SPACer, som investeringsobjekt, tilgjengelig for profesjonelle investorer. Dette har blitt gjennomført i Frankrike, hvor de har et segment forbeholdt profesjonelle investorer (Finanstilsynet, 2021, s. 4). På det vis kan man unngå at SPACer begunstiger de profesjonelle investorene og sponsoren, på bekostning av de ikke-profesjonelle investorene. I tillegg kan det stilles mindre strenge krav til investorbeskyttelse ettersom man kan anta et høyere kompetansenivå. Denne løsningen vil imidlertid utelukke de ikke-profesjonelle investorene fra en ny investeringsmulighet.

Det kan vanskelig sies at det er en korrekt måte å løse problemene SPACer står overfor. Det man derimot har sett er at det er en bevissthet rundt SPACer sine utfordringer knyttet til informasjonsasymmetri, investorvern og skjeve insentiver. I vurderingen av handelsplassens involvering fremlegges det et forslag om å gjøre SPACer utilgjengelige for ikke-profesjonelle investorer eller å ilegge handelsplassen et ansvar for målselskapets kvalitet. Førstnevnte synes å være en enkel utvei. Imidlertid fører dette til at investeringsalternativet blir helt utilgjengelig for ikke-profesjonelle investorer og skaper et ytterligere skille mellom profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer. På bakgrunn av dette, vurderes forslaget om et eget SPAC-segment

og en påfølgende «up-listing» som et bedre alternativ. Selv om dette til en viss grad sikrer målselskapets kvalitet, bør dette ikke erstatte de overnevnte strukturelle endringene som bidrar til å redusere insentivskjevheten. Det kan også tenkes at dersom de strukturelle endringene fungerer til sin hensikt, at det ikke er nødvendig å ilegge handelsplassene et ansvar for målselskapets kvalitet.

5.4 Delkonklusjon

For å oppsummere, har Finanstilsynet reist spørsmål tilknyttet investorvern i SPACer og kategoriseringen av SPACer som AIF. Imidlertid hevder norske advokatselskaper at et typisk SPAC ikke faller innunder AIF-regelverket, som hadde gjort SPACer kommersielt lite attraktive. I dag er det fortsatt under vurdering om SPACer skal kunne børsnoteres, og det synes å være investorvern som er den største bekymringen i vurderingen.

Når det kommer til verdien av SPAC-noteringer i Norge, analyseres markedsvilkår, eksisterende børsnoteringsalternativer og interesse blant aktørene. Med hensyn til markedskårene som la grunnlag for at amerikanske SPACer opplevde en oppblomstring, synes Norge å ha opplevd en lignende situasjon. Imidlertid har ikke Norge hatt samme reduksjon av børsnoteringer. I Norge synes både omvendt overtakelse og spesielt Euronext Growth å dekke flere av behovene som SPACer dekker i USA. Det kan dog argumenteres for at målselskaper er av større skala enn typiske Euronext Growth noteringer. Ved å muliggjøre SPAC-noteringer kan dermed også større selskaper dra nytte av en rask børsnoteringsprosess og en verdsettelse utenom etterspørsel i kapitalmarkedet. I tillegg kan SPACets fleksibilitet muliggjøre kapitalinnhenting for et bredere spekter av selskaper. Videre er sittende direktør i Oslo Børs opptatt av at SPAC-noteringer ikke blir en ny form for såkalte «bakdørsnoteringer». En norsk SPAC-notering vil derfor kunne omfatte strengere krav enn en standard amerikansk SPAC-notering. Utover dette synes det å være interesse for SPACer blant mulige sponsorer og målselskaper i Norge. Det er imidlertid en økt andel av ikke-profesjonelle investorer i det norske markedet, som igjen stiller strenge krav til investorvern. Disse kravene må vurderes mot konkurranseulempen ved å ikke ha SPACer i Norge, sammen med hvilke vilkår som ivaretar interessene til involverte aktører.

Med hensyn til sistnevnte, analyseres det under hvilke vilkår SPACer bør kunne børsnoteres basert på utfordringene tilknyttet asymmetrisk informasjon og skjeve insentiver. I arbeidet med å overkomme utfordringene er det to ulike innfallsvinkler: Å ilegge handelsplassene et større ansvar i forbindelse med målselskapets transparens og kvalitet og å pålegge SPACer strukturelle endringer. Førstnevnte har blitt gjennomført i enkelte europeiske land, ved å gi handelsplassene en godkjenningmyndighet, samt i enkelte tilfeller kun la profesjonelle investorer ha tilgang til instrumentet. Til tross for at dette kan redusere informasjonsasymmetrien og delvis motvirke et «lemon market», vil det ha mindre effekt på de skjeve insentivene og skjevfordelingen i avkastning. For å forbedre dette, må SPACets struktur modifiseres. Dette vil best gjøres gjennom ulike tiltak som endrer sponsorenes og de profesjonelle investorenes insentiver og kompensasjon. Det foreslås en betinget promote, en forlenget lock up-periode, like investeringsvilkår, en endret warrantstruktur og at sponsoren deler sin promote med enkelte investorer.

6. Konklusjon

Denne masteroppgaven har undersøkt lønnsomheten til SPACer fra både investorenes og målselskapets perspektiv, og utfra dette og avholdte intervjuer vurdert om SPAC-noteringer bør muliggjøres i det norske markedet. Dette siste kapittelet oppsummerer oppgavens viktigste funn og fremmer forslag om videre forskning innenfor temaet.

6.1 Funn

Oppgavens funn er tredelt, i tråd med de tre presenterte problemstillingene tilknyttet SPACer og presenteres i tabellene og figurene under.

Den første delen vurderte hvordan kapitalstrukturen ivaretar de ulike interessentene. Ved å diskutere investorenes posisjon i lys av identifiserte interessekonflikter og en sammenligning med aktive eierfond, har følgende problemstilling blitt besvart:

I hvilken grad sikrer SPACets vilkår at børsnoteringsprosessen ivaretar interessene til investorene?

Interessenter	Interessekonflikter
De profesjonelle investorene og de ikke-profesjonelle investorene	– Ulik investeringshorisont – Ulik påvirkningsevne i forhold til kapitalstrukturen – Ulike investeringsvilkår – Ulikt kompetansenivå
Sponsor og de ikke-profesjonelle investorene	– Ulik risikoeksponering – Ulikt avkastningsgrunnlag – Asymmetrisk informasjon tilknyttet målselskapet – Ulik beslutningsmyndighet
	Effekt av involvering på interessekonfliktene
PIPE-investor	+ Øker sikkerheten tilknyttet disponibel kapital + Validerer målselskapets verdsettelse + Reduserer innløsningsraten – Utvanner aksjonærer

Tabell 12: Interessekonflikter mellom og involvering av SPACets-investorer

Basert på denne tabellen kan man konkludere med at det er betydelige interessekonflikter, hvor majoriteten av disse har utgangspunkt i skjeve insentiver og/eller asymmetrisk informasjon mellom partene. Ved nærmere analyse av disse interessekonfliktene kan avkastningen til SPACer sees på som et nullsumspill. På generell basis tjener sponsoren og de profesjonelle investorene, dog til ulik grad, på bekostning av de ikke-profesjonelle investorene. Imidlertid vil en del av denne problematikken forbedres ved at PIPE investorer involveres. Avslutningsvis kan det derfor konkluderes med at SPACets kapitalstruktur tilstrekkelig ivaretar interessene til de profesjonelle investorene og sponsoren, men derimot ikke interessene til de ikke-profesjonelle investorene.

For å besvare den andre problemstillingen ble fordeler og ulemper ved en børsnotering via et SPAC sammenlignet med en tradisjonell børsnotering. Dette ble vurdert gjennom målselskapets kostnadsbilde, forutsigbarhet og kompleksitet tilknyttet de to metodene, samt hva som kjennetegner selskaper som er egnet for en børsnotering via et SPAC fremfor å gå den tradisjonelle veien.

I hvilken grad sikrer SPACets vilkår at børsnoteringsprosessen ivaretar interessene til målselskapet fremfor i en tradisjonell børsnotering?

Fordeler	Ulemper
+ Noteringsmulighet for mindre selskaper	– Faktisk tilretteleggergebyr er høyere
+ Verdsettelse som ikke baseres på etterspørsel – Fordelaktig spesielt for selskaper i vekst, med høy kompleksitet og få sammenlignbare selskaper	– Promote utvanner aksjeverdien
+ Vekst gjennom aktivt eierskap	– Warranter utvanner aksjeverdien
+ Akselerert tidsramme	– Aksjeinnløsning forsterker utvanningen
+ Regulatorisk fleksibilitet	– Uforutsigbar mengde hentet kapital
+ Forutsigbarhet tilknyttet børsnotering ved dårligere markedsvilkår	– Negativ kursutvikling etter børsnotering
	– Markedssvikt: lemon market

Tabell 13: Fordeler og ulemper ved en SPAC-notering

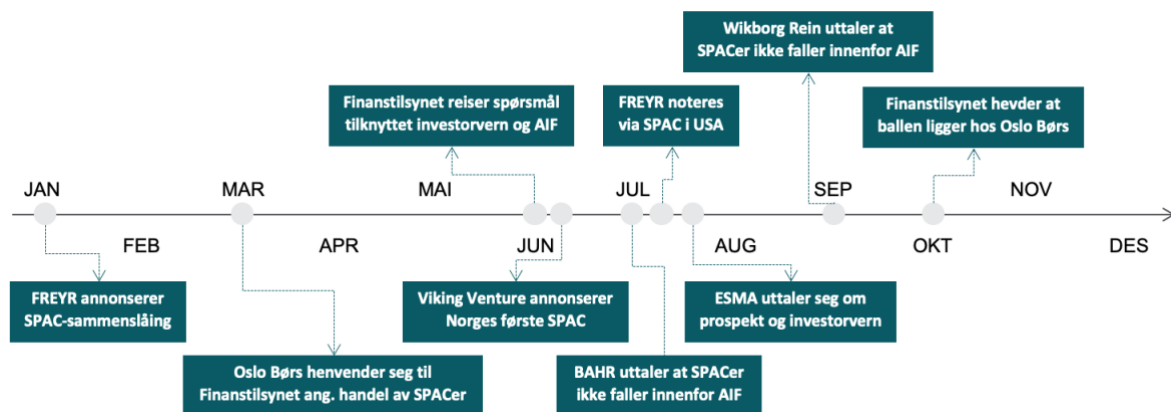
På bakgrunn av dette kan det konkluderes med at SPAC-noteringens fordeler for enkelte selskaper kan veie tyngre enn dets ulemper. Dette gjelder i utgangspunktet for selskaper, som

på bakgrunn av deres størrelse, ikke har muligheten til å børsnoteres på annet vis. I tillegg er en SPAC-notering fordelaktig for selskaper som drar nytte av at verdsettelsen ikke baseres på etterspørsel i kapitalmarkedet. Imidlertid vil disse fordelene måtte veies opp mot de nevnte ulempene, som i flere tilfeller kan være utfordrende å estimere ved tidspunktet for valg av børsnoteringsmetode. Overordnet kan det derfor konkluderes med at SPACets vilkår til en viss grad ivaretar interessene til målselskapet i børsnoteringsprosessen sammenlignet med i en tradisjonell børsnotering.

I kapittel 5 ble det redegjort for hvor Norge står med hensyn til å børsnotere sitt første SPAC. I tillegg ble det vurdert om SPACer tilfører verdi i Norge og hvordan SPACer bør reguleres. Kapittelet forsøkte overordnet å besvare:

Bør det være mulig å børsnotere SPACer i Norge?

I 2021 har det vært flere hendelser som har tilknytning til SPACer i det norske markedet:



Figur 9: Hendelser i 2021 tilknyttet SPAC i Norge

I skrivende stund er det fortsatt under vurdering om SPACer skal kunne børsnotere seg på en norsk handelsplass og det er uvisst når det kommer ytterligere informasjon om dette. Under følger en tabell som oppsummerer verdien SPACer kan tilføre til det norske markedet.

SPACer kan bidra med:

-
- + En mindre ressurskrevende børsnoteringsprosess for kapitalinnhenting større enn typiske Euronext Growth noteringer og mindre enn hovedlistenoteringer
 - + En kapitalinnhentingsmulighet for selskaper som faller mellom investeringsstrategiene til tidligfasefondene og infrastrukturfondene
 - + En verdivurderingsmetode som foretrekkes av selskaper i vekst og/eller komplekse sektorer
 - + Forutsigbarhet tilknyttet børsnotering ved dårligere markedskår
 - + Å imøtekomme interesse blant potensielle sponsorer og målselskaper
 - + Inntekt for rådgivere, tilrettelegger og Oslo Børs
-

Tabell 14: Verdien som SPACer kan tilføre i Norge

SPACer synes å tilføre mer verdi i det amerikanske markedet, enn i det norske. Imidlertid vil SPAC-noteringer tilføre verdi også i Norge. Imidlertid må fordelene ved en muliggjøring av SPAC-noteringer veies opp mot ivaretagelsen av investorene. For å imøtekomme et bedre investorvern foreslås endrede vilkår for å redusere den asymmetriske informasjonen og de skjeve insentivene mellom investorene og sponsoren:

Forslag til vilkårsendringer

-
- + Gjøre sponsorens promote i større grad betinget av målselskapets prestasjon i etterkant av selskapskombinasjon
 - + Forsterke de profesjonelle investorenes insentiv til å ikke innløse aksjene ved å gi dem økt eierskap gjennom sponsorens promote
 - + La enhetene forbli intakte frem til gjennomført selskapskombinasjon
 - + Forlenge sponsorens lock up-periode
 - + Gjøre investeringsvilkårene til sponsor og investorer like
 - + Vurdere om handelsplassene bør ilegges et ansvar relatert til målselskapets kvalitet
-

Tabell 15: Forslag til vilkårsendringer

Studiens viktigste bidrag er tilknyttet hvorvidt SPACer bør kunne børsnoteres i Norge. Oppgaven identifiserer SPACenes fordeler i Norge, dog er disse betydelig mindre enn i USA gitt Oslo Børs' aktivitetsnivå og tilgjengelige tjenester. Verditilførselen trekker i retning av at SPAC-noteringer bør muliggjøres, men med utgangspunkt i de overnevnte vilkårsendringene.

6.2 Videre forskning

Selv om SPAC-bølgen har bidratt til mer litteratur på temaet, er det flere aspekter som foreløpig ikke har blitt undersøkt. Dette gjelder særlig markeder hvor SPAC-noteringer nylig har blitt lovliggjort, slik som i flere europeiske land. Ettersom utvalget av SPACer øker i Europa, kunne det der vært interessant å gjøre lignende studier i disse markedene. En idé er å foreta like studier som tidligere er gjennomført i USA. I forlengelsen av dette kunne man sammenligne reguleringer og kapitalstrukturer mellom land og sett om dette har en påvirkning på kursutviklingen. Videre kunne det eksempelvis vært interessant å se nærmere på hva som kategoriserer SPACer som har god kursutvikling fremfor de som har en negativ kursutvikling. I forbindelse med dette kunne det vært spennende å vurdere effekten av sponsorens tidligere erfaring med SPACer og dens utvikling.

Med hensyn til SPACer i Norge står forskningen delvis på vent til Oslo Børs gir grønt lys for børsnotering av SPACer. I det nåværende stadiet kunne det vært interessant å gjøre en kvantitativ analyse av behovet for SPACer. I forbindelse med dette kunne en tallfestet effektiviteten til dagens kapitalmarked og vurdert om enkelte selskap ikke opplever optimal kapitaltilgang. Videre kunne en kartlagt potensielle målselskaper i Norge og hentet inn data fra et større utvalg for å forstå deres behov tilknyttet SPAC-noteringer. Dessuten kunne det vært interessant å sammenligne forslagene fremmet i denne oppgaven og se hvilke endringstiltak som er mest effektive med hensyn til å redusere insentiv- og informasjonsskjevheten. Imidlertid er SPAC-markedet foreløpig et prematurt marked og flere innehar begrenset informasjon angående tema. Dermed vil det kunne være utfordrende å hente inn et fullverdig datasett basert på et større utvalg av målselskaper. I takt med SPAC-markedets utvikling blir det spennende å følge videre forskning.

Litteraturliste

- Abrahamsen, T. & Sveen, L. M. (2021, 14. januar). *Dette bør du vite i tilknytning til en notering på Euronext Growth*. Thommesen. <https://thommessen.no/aktuelt/euronext-growth>
- Akerlof, G. A. (1978). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
https://jstor.org/stable/1879431?seq=1#metadata_info_tab_contents
- Aliaj, O., Indap, S. & Kruppa, M. (2020, 13. August). *Can Spacs shake off their bad reputation?* *Financial Times*. <https://ft.com/content/6eb655a2-21f5-4313-b287-964a63dd88b3>
- Aligro Planet Acquisition Company AB (“APAC”). (2021). *Invitation to acquire Class A shares in Aligro Planet Acquisition Company AB (publ) and admission to trading on Nasdaq Stockholm*. [Prospekt]. <https://apac.se/listing>
- Arthurs, J. D., Hoskisson, R. E., Busenitz, L. W. & Johnson, R. A. (2008). Managerial agents watching other agents: Multiple agency conflicts regarding underpricing in IPO firms. *Academy of Management Journal*, 51(2), 277-294.
<https://jstor.org/stable/pdf/20159509.pdf>
- Auguste, S. C., Herman, A. & Wechsler, S. E. (2021, 1. mars). *A Spac Primer*. Kramer Levin. <https://kramerlevin.com/en/perspectives-search/a-spac-primer.html>
- Bai, J., Ma, A. & Zheng, M. (2021, september). *Segmented Going-Public Markets and the Demand for SPACs*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3746490>
- Banerjee, S. & Szydlowski, M. (2021, september). *Harnessing the Overconfidence of the Crowd: A Theory of SPACs*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3930346>
- Bazerman, M. H. & Patel, P. (2021, juli). Spacs: What you need to know. *Harvard business review*. <https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know>
- Bellin, M. & Thomson, D. (2021). *Considering an IPO? First, understand the costs*. Pwc. <https://pwc.com/us/en/services/deals/library/cost-of-an-ipo.html>
- Bienz, C., Thorburn, K. S. & Walz, U. (2016, 29. oktober). Co-investment and risk taking in private equity funds.
https://nhh.no/contentassets/3da0f414dbe646529f182cfe30799598/btw-sep_2016.pdf
- Black, B. S. (2001). The legal and institutional preconditions for strong securities markets. *UCLA Law Review*, 48, 781-855.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=182169
- Brown, M. & Pinedo, A. (2021, 16. juni). Spac PIPE transactions: the market matures.

- International Finance Law Review*. <https://proquest.com/scholarly-journals/spac-pipe-transactions-market-matures/docview/2552767033/se-2?accountid=201395>
- Burnett, G. M. (2021, 11. juni). Analysis: YTD Post-Merger SPAC Performance Is Mostly Negative. *Bloomberg Law*. <https://news.bloomberglaw.com/bloomberg-law-analysis/analysis-ytd-post-merger-spac-performance-is-mostly-negative>
- Capelle-Blancard, G. & Desroziers, A. (2020, 19. juni). *The stock market and the economy: Insights from the COVID-19 crisis*. Vox EU. <https://voxeu.org/article/stock-market-and-economy-insights-covid-19-crisis>
- Carpentier, C. & Suret, J. M. (2018). Three decades of IPO markets in Canada: Evolution, risk and return. *Accounting Perspectives*, 17(1), 123-161. <https://doi.org/10.1111/1911-3838.12160>
- Castelli, T. (2009). Not Guilty by Association: Why the Taint of Their "Blank Check" Predecessors Should Not Stunt the Growth of Modern Special Purpose Acquisition Companies. *Boston College Law Review*, 50(1), 237-275. <http://jstor.org/stable/40687309>
- Clifford Chance. (2021, september). *Guide to Special Purpose Acquisition Companies – Though Leadership*. <https://cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2021/09/guide-to-special-purpose-acquisition-companies.pdf>
- Credit Suisse. (2020). Making Waves: The evolution of SPACs. *Corporate Insights*, 7(4). <https://credit-suisse.com/us/en/investment-banking/ibcm/corporate-insights/making-waves.html>
- Dambra, M., Even-Tov, O. & George, K. (2021, 11. Oktober). *Should SPAC Forecasts be Sacked?* https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3933037
- DeChesare, B. (2021). *The Great Spac Scam: Why Spac Are a Great Deal for Celebrity Sponsors, But Not Companies or Normal Investors*. Mergers & Inquisitions. <https://mergersandinquisitions.com/great-spac-scam/>
- de Fontenay, E. (2017). The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company. *Hastings Law Journal*, 68 (3), 445 – 502. https://repository.uchastings.edu/hastings_law_journal/vol68/iss3/1/
- Deloitte. (2020, september). *Private-Company CFO Considerations for SPAC Transactions*. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/audit/us-private-company-CFO-considerations-for-SPAC-transactions.pdf>
- Dimitrova, L. (2017). Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the “poor man's private equity funds”. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 99-120. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2016.10.003>
- Euronext. (2021). *All IPOS*. <https://live.euronext.com/nb/ipo-showcase/all>

- Euronext. (2019). *IPO Guide: A guide to listing on the stock exchange*.
<https://euronext.com/en/raise-capital/how-go-public/ipo-journey>
- European Securities and Markets Authority “ESMA”. (2021, 15. juli). *SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations* (Referanse nr. ESMA32-384-5209). https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-384-5209_esma_public_statement_spacs.pdf
- Finanstilsynet. (2021, 3. juni). *Opptak til handel av blankosjekkselskaper* (Referanse nr. 21/3209).
<https://finansstilsynet.no/contentassets/f4a80ed380734417b13fdacfe5e71616/opptak-til-handel-av-blankosjekkselskaper.pdf>
- Ghang, M., Ritter, J. R. & Zhang, D. (2021, 23. juli). *SPACs*.
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3775847>
- Ghuri P., Grønhaug K. & Strange R. (2020). *Research Methods in Business Studies* (5. utg.). Cambridge University Press.
- Green, J. M. (2021, 26. november). *What is Bookbuilding?* The balance.
<https://www.thebalance.com/what-is-book-building-5201431>
- Greenspan R. (2021, 1. mai). *Money for Nothing, Shares for Free: A Brief History of the SPAC*. <https://ssrn.com/abstract=3832710>
- Griffin, J. (2018). *Emerging Trends in the Special Purpose Acquisition Company Market: Implications of Front-End IPO Underpricing*.
<https://repository.tcu.edu/handle/116099117/27037>
- Grini, S. (2020, 18. juni). Børssjefen raser mot «Spetalen-metode». *Finansavisen*.
<https://finansavisen.no/nyheter/finans/2020/06/18/7539217/oslo-bors-sjef-oivind-amundsen-til-angrep-pa-oystein-stray-spetalens-favoritthobby>
- Gryglewicz, S., Hartman-Glaser, B. & Mayer, S. (2021). *PE for the Public: The Rise of SPACs*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3947368
- Hammerich, P., Jøtun, C., Heistad, M. & Svendsby, V. K. (2021, 7. juli). *Kapitalforvaltning | SPACs – er det fond i Norge?* BAHN. <https://bahr.no/newsletter/kapitalforvaltning-SPACs-er-det-fond-i-norge>
- Haugen, M. B. (2020, 2. september). *Selskapene strømmer til Merkur Market*. DnB.
<https://www.dnb.no/dnbnyheter/no/bors-og-marked/merkur-market>
- Heredia, T., Fernandez-Galiano, J. & Garcia, M. (2021). *The SPACs Boom: Europe picks up the pace*. Deloitte Insights.
<https://www2.deloitte.com/xe/en/insights/industry/financial-services/spacs-in-europe.html>
- Hinden, S. (1989, 24. desember). *In For a Penny, Out of a Pound*. Washington

- Post. <https://washingtonpost.com/archive/business/1989/12/24/in-for-a-penny-out-of-a-pound/29febe0c-8b94-4006-9722-4a4ae155ea35/>
- Iversen, O. K. (2020, 19. mars). *Her får du et krasjkurs i børskrasj!* DnB. https://dnb.no/dnbnyheter/no/bors-og-marked/hva_er_forskjell_krakk_korreksjon
- Klausner, M., Ohlrogge, M. & Ruan, E. (2021, november). *A sober look at SPAC* (ECGI Working Paper Series in Finance Nr. 746/2021). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3720919
- Klausner, M., Ohlrogge, M. & Ruan, E. (2021b, april). *A sober look at SPAC* (ECGI Working Paper Series in Finance Nr. 746/2021) [Utkast]. https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/klausnerohlroggeruanfinal.pdf
- Larcker, D. F., Richardson, S. A. & Tuna, I. (2007). Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance. *The Accounting Review* 82(4), 963-1008. <https://jstor.org/stable/30243484>
- Laursen, H. & Jepsen, J. (2021, 12. april). Nasdaq genintroducerer regler om notering af SPAC-selskaber på Nasdaq Copenhagen. *Plesner*. https://plesner.com/insights/artikler/2021/04/nasdaq-genintroducerer-regler-om-notering-af-SPAC-selskaber-paa-nasdaq-copenhagen?sc_lang=da-DK
- Layne, R., Lenahan, B., Bokosha, T., Boxwala, M. & Swartz, Z. (2018, 6. juli). *Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-an-introduction/>
- Mackenzie, M. (2021, 25. desember). *Earnings, Value and EMs: the market trends for 2021 in charts*. Financial Times. <https://ft.com/content/1a7d5e01-d348-41f1-9d6b-e7fb0aef46b3>
- Mackintosh, P. (2021, 4. mars). *Trends in IPO Pops*. Nasdaq. <https://nasdaq.com/articles/trends-in-ipo-pops-2021-03-04>
- Magnus, C. H., Ismail, K. & Holter, M. (2021, 3. november). Fed bekrefter nedtrapping av støttekjøp og gir seg god tid til renteøkning. *Dagens Næringsliv*. <https://dn.no/makrookonomi/federal-reserve/usa/renter/fed-bekrefter-nedtrapping-av-stottekjop-og-gir-seg-god-tid-til-renteokning/2-1-1093180>
- Maldan, N., Midttun, J., & Jordbræk, R. (2016). Børsnotering eller ikke? *Praktisk økonomi & finans*, 32(1), 90-96. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/no/Documents/audit/borsnotering-eller-ikke.pdf>
- Mercer. (2021, mars). *Dry powder meets low interest rates – Time for a private market boom or burst?* <https://mercer.com/content/dam/mercer/attachments/global/investments/gl-2021-dry-powder-in-private-markets.pdf>

- Mujalovic, I., Alsop, R. & Aur A. (2021). *Going public in the USA: An overview of the regulatory framework and capital markets process for IPOs*. Global Legal Insight. <https://www.globallegalinsights.com/practice-areas/initial-public-offerings-laws-and-regulations/2-going-public-in-the-usa-an-overview-of-the-regulatory-framework-and-capital-markets-process-for-ipos#chaptercontent9>
- Murugaboopathy, P. (2021, 13. mai). *Global IPOs breach all-time record on U.S. SPAC boom, flurry of tech listings*. Reuters. <https://reuters.com/business/global-markets-ipos-graphics-pix-2021-05-13/>
- Nasdaq. (2021). *SPACs: Special Purpose Acquisition Companies Listing a SPAC on Nasdaq*. <https://nasdaq.com/solutions/SPAC>
- Nasdaq Stock Market LLC Rules. (2010). *The Nasdaq Stock Market LLC Rules* (SR-NASDAQ-2010-137). Listing center. <https://listingcenter.nasdaq.com/rulebook/nasdaq/rules/nasdaq-5100-series>
- Nilsen, A. A. (2021a, 6. Januar). 2021 kan gi nytt børsrush: – Ekstremt høy aktivitet. *E24*. <https://e24.no/boers-og-finans/i/41bX6q/2021-kan-gi-nytt-boersrush-ekstremt-hoey-aktivitet>
- Nilsen, A. A. (2021b, 14. mai). Beregning viser Euronext Growth-knekk: 38 milliarder barbert bort siden nyttår. *E24*. <https://e24.no/boers-og-finans/i/AlonPA/beregning-viser-euronext-growth-knekk-38-milliarder-barbert-bort-siden-nyttaar>
- Nilsen, A. A. (2021c, 11. april). Småinvestorer stormer til børs: 37.800 nye privatpersoner ble aksjeeiere i første kvartal. *E24*. <https://e24.no/boers-og-finans/i/Ky4OnX/smaainvestorer-stormer-til-boers-37800-nye-privatpersoner-ble-aksjeeiere-i-foerste-kvartal>
- Nilsen, A. A. (2021d, 1. mars). Beregner at Euronext Growth-aksjene er blant verdens dyreste. *E24*. <https://e24.no/boers-og-finans/i/56j9RE/beregner-at-euronext-growth-aksjene-er-blant-verdens-dyreste>
- Norges Bank. (2021). *Rentebeslutninger*. <https://SPAC.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/?tab=null&newstype=0&year=0>
- Notis 2.2. (2021). Notis 2.2: Prosedyrer, dokumentasjonskrav og tidsplan for søknad om opptak til handel av aksjer på Euronext Growth Oslo vedrørende punkt 2.2 i Regelbok del II. <https://oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Notiser-og-annen-dokumentasjon>
- Notis 3.4. (2021). Notis 3.4: Prosedyrer, dokumentasjonskrav og tidsplan for søknad om opptak til handel av aksjer på Oslo Børs/Euronext Expand vedrørende punkt 3.4 i Regelbok II. <https://oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Notiser-og-annen-dokumentasjon>
- NYSE Listed company Manual. (2017). *New York Stock Exchange Listed Company Manual* (NYSE-2017-11). Nyse guide. <https://nyseguide.srorules.com/listed-company-manual>

- NYSE. (2021, 17. februar). *Spac Growth and Sector Trends*. <https://nyse.com/data-insights/SPAC-growth-and-sector-trends>
- Pollock, T. G., Porac, J. F., & Wade, J. B. (2004). Constructing deal networks: Brokers as network “architects” in the US IPO market and other examples. *Academy of Management Review*, 29(1), 50-72. <https://jstor.org/stable/pdf/20159008.pdf>
- Potter, S. B. (2021a, 17. mai). *U.S. IPO Market: SPACS Continue to Dominate in the First Quarter of 2021*. FactSet. <https://insight.factset.com/u.s.-ipo-market-SPACs-continue-to-dominate-in-the-first-quarter-of-2021>
- Potter, S. B. (2021b, 7. januar). *U.S. IPO Market: SPACS drive 2020 IPOs to a New Record*. FactSet. <https://insight.factset.com/u.s.-ipo-market-SPACs-drive-2020-ipos-to-a-new-record>
- PwC. (2014). *A guide to going public: Executing a successful IPO in Oslo*. <https://pwc.no/no/publikasjoner/kapitalmarkedstjenester/ipo-guide-2014.pdf>
- PwC. (u.å.). *How Special Purpose Acquisition Companies (Spac) Work*. <https://www.pwc.com/us/en/services/audit-assurance/accounting-advisory/spac-merger.html>
- Regelbok del II. (2021, juni). *Euronext growth Oslo regelbok – Del II*. <https://oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere>
- Ramkumar, A. & Farrell, M. (2021, 23. januar). When SPACs Attack! A New Force Is Invading Wall Street. *The Wall Street Journal*. <https://wsj.com/articles/when-SPACs-attack-a-new-force-is-invading-wall-street-11611378007>
- Ramkumar, A. (2021, 2. september). SPAC Rout Erases \$75 Billion in Startup Value. *The Wall Street Journal*. <https://wsj.com/articles/SPAC-rout-erases-75-billion-in-startup-value-11630575180>
- Rasmussen, D. & Nordmo, S. (2021, 5. september). Innlegg: På tide å tillate oppkjøpsselskaper også på Oslo Børs. *Dagens Næringsliv*. <https://dn.no/innlegg/finans/jus/borsnotering/innlegg-pa-tide-a-tillate-oppkjopsselskaper-ogsaa-pa-oslo-bors/2-1-1059364>
- Ridder, SPAC. (2017). The theory contribution of case study research design. *Business Research*, 10 (2), 281-302. DOI 10.1007/s40685-017-0045-z
- Rierner, D. S. (2007). Special purpose acquisition companies: Spac and SPAN, or blank check redux? *Washington University Law Review*, 85(4), 931-967. https://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1160&context=law_lawreview
- Rodrigues, U & Stegemoller, M. (2013). Exit, Voice and Reputation: The Evolution of

- Spacs. *Delaware Journal of Corporate Law*, 37 (3), 849 – 927. <https://djcl.org/wp-content/uploads/2014/07/EXIT-VOICE-AND-REPUTATION-THE-EVOLUTION-OF-SPACS.pdf>
- Saunders M. N. K., Lewis P. & Thornhill A. (2019). *Research Methods for Business Students* (8 utg.). Pearson.
- Shatalov, A. (2021). *Current State of Academic Research Regarding Profitability Characteristics of the US SPAC: a systematic literature review using the meta-narrative method* [Bacheloroppgave, Arcada, Finland]. Arcada.
https://theseus.fi/bitstream/handle/10024/499672/Shatalov_Aleksei.pdf?sequence=2&isAllowed=SPAC
- Slettedal, L. C. (2020). *Nye aksjenoteringer*. Oslo Børs.
<https://www.oslobors.no/layout/set/print/Oslo-Boers/Notering/Aksjer-egenkapitalbevis-og-retter-til-aksjer/Nye-aksjenoteringer>
- Slimmon, A. (2021, 5. februar). *Stock Market Outlook 2021: Bull Market, But Buckle Up*. Morgan Stanley. <https://morganstanley.com/ideas/stock-market-outlook-2021>
- Solheimsnes, P. A. (2021, 15. april). Finanstilsynet pauser Spac-noteringer: Vil granske børsskall. *E24*. <https://e24.no/boers-og-finans/i/9OwK5p/finanstilsynet-pauser-SPAC-noteringer-vil-granske-boersskall>
- Sorkin, A. R. (2021, 31. mars). How to Fix SPACs: Keep Their Backers Locked in Longer. *New York Times*. <https://nytimes.com/2021/03/31/business/dealbook/spac-sponsors.html>
- SPAC Analytics. (2021). *Spac and US IPO Activity*. <https://spacanalytics.com/>
- SPAC Research. (2020, 19. oktober). *Minimum Cash Conditions*.
<https://www.spacresearch.com/newsletter?date=2020-10-19>
- Swedberg R. (2020). Exploratory research. Elman C., Gerring J. & Mahoney J. (Red.), *The Production of Knowledge: Enhancing Progress in Social Science* (s. 17 – 41). Cambridge University Press. DOI: 10.1017/9781108762519
- Thagaard, T. (2018). *Systematikk og innlevelse: En innføring i kvalitative metoder* (5. utg.). Fagbokforlaget.
- Thagaard, T. (2002). *Systematikk og innlevelse* (2. utg.). Fagbokforlaget
- Thomsen, S. & Conyon, M. (2019). *Corporate Governance and Board Decisions*. Djøf Forlag.
- Utstederegler. (2021, mars). *Oslo regelbok II – Utstederregler*.
<https://oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere>
- U.S. Securities and Exchange Commission “SEC”. (2021, 25. mai). *What You Need to*

Know About SPAC – Updated Investor Bulletin. <https://sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/what-you-need-know-about-spacs-investor-bulletin>

Valderhaug, R. (2020, 4. september). Spetalen må regne med fullt børs-søkelys på Hiddn-kjøpet. *E24*. <https://e24.no/boers-og-finans/i/70XaOW/spetalen-maa-regne-med-fullt-boers-soekelys-paa-hiddn-kjoepet>

Viking Venture. (2021, 3. Juni). *Viking Venture is establishing the first Norwegian SPAC.* <https://vikingventure.com/viking-venture-is-establishing-the-first-norwegian-SPAC/>

Zagorsky, J. L. (2019, 14. mars). *Rise and fall of the landline: 143 years of telephones becoming more accessible – and smart.* The Conversation. <https://theconversation.com/rise-and-fall-of-the-landline-143-years-of-telephones-becoming-more-accessible-and-smart-113295>

Appendiks

A1 - Metode

Dette kapittelet begrunner det valgte metodiske rammeverket, som har blitt benyttet for å undersøke problemstillingen. Det metodiske rammeverket blir presentert ved å gå inn på forskningsdesign, gjennomføringen av datainnhenting og hvordan dataen er strukturert og analysert. Til slutt blir metodens kvalitet evaluert med hensyn til pålitelighet og validitet og etiske problemstillinger belyses.

A1.1 Forskningsdesign

Forskningsdesign har som formål å danne et rammeverk for datainnsamling og analyse av oppgavens problemstilling (Ghauri et al., 2020, s. 61). Hvilket design som er mest passende, er avhengig av problemstillingens formål (Saunders et al., 2019, s. 186). Oppgavens formål er i hovedsak å få innsikt i bruken av SPACer i det norske markedet. Ettersom en SPAC-notering foreløpig ikke er mulig i Norge, og dermed heller ikke er gjennomført, mangler det per i dag dataforskning og litteratur innenfor dette feltet. Med et utforskende design stiller man åpne spørsmål for å få innsikt i et tema og har sin fordel i at det er fleksibelt og tilpasningsdyktig (Saunders et al, 2019, s. 186-187). Med bakgrunn i dette anses et utforskende design å være mest hensiktsmessig.

A1.1.1 Forskningsmetode

Denne oppgaven benytter en kvalitativ metode da metoden er egnet til å studere et nyere fenomen, samt fremhever egenskapene, karaktertrekkene og kvalitetene til fenomenet som studeres, hvilket passer til oppgavens vinkling (Ghauri et al., 2020, s. 98; Thagaard, 2018, s. 15). Studier av nyere fenomener stiller strengere krav til åpenhet og fleksibilitet. En interaktiv prosess som innarbeider ny kunnskap og erfaring, og muliggjør en kontinuerlig tilpasning av metode og forskningsspørsmål, er derfor hensiktsmessig (Thagaard, 2018, s. 12 & 16).

Et annet argument for å benytte seg av en kvalitativ metode er at en annen tilnærming hadde vært problematisk å gjennomføre. Ettersom et SPAC enda ikke er børsnotert på en norsk

markeds plass, er det per i dag ikke mulig å måle prestasjon av hverken SPACer eller målselskap etter oppkjøp. I USA er det et såpass nytt konsept at det er få SPACer som har gjennomført et oppkjøp, og oppkjøpene har foregått i nyere tid. En kvantitativ oppgave hadde med stor sannsynlighet hatt bias på bakgrunn av et lite utvalg og lite historikk. Med andre ord ville en kvantitativ oppgave kunne gitt skjeve eller feilaktige resultater.

A1.1.2 Forskningstilnærming

Forskningstilnærmingen kan være deduktiv eller induktiv. Dersom tilnærmingen tar utgangspunkt i teori og har det formålet å teste teorien, kalles tilnærmingen for deduktiv. I motsetning til den deduktive metoden, tar den induktive tilnærmingen utgangspunkt i datainnhenting og bruker dette til å utvikle en teori (Saunders et al., 2019, s. 153). Denne masteroppgaven kombinerer henholdsvis elementer fra både en deduktiv og en induktiv tilnærming: Det tas i bruk eksisterende teori for å utforske SPACers fordeler og ulemper, samt utvikles mønstre basert på informasjon fra dybdeintervjuer med norske markedsaktører.

A1.1.3 Forskningsstrategi

Oppgaven benytter en casestudie som forskningsstrategi ettersom dette er ansett å være den mest passende strategien for å utvikle en dybdeforståelse for hvordan et fenomen fungerer i praksis (Saunders et al., 2019, s. 196). For å danne et så godt bilde som mulig av SPAC som et instrument benytter oppgaven flere caser for å kunne analysere fenomenet fra flere perspektiv. Ved at flere norske aktører har delt sine synspunkt, har det vært mulig å identifisere likheter og ulikheter angående deres oppfatning av instrumentet (Ridder, 2017, s. 282). En slik metode vil derfor bidra med å danne et informativt bilde av markedsaktørenes situasjon ved en eventuell godkjenning av SPACer i Norge.

En flercasestudie med norske aktører kan sammen med sekundær data gi en dypere forståelse for implikasjonene ved, og verdien av, SPACer i det norske markedet. En casestudie i kombinasjon med sekundærdata er benyttet for å få en enda bredere forståelse av SPACer ved å se det i sammenheng både fra et amerikansk perspektiv, gjennom sekundærdata, og et norsk perspektiv, gjennom intervjuer (Saunders et al., 2019, s. 178).

Ved å istedenfor å gjennomføre en enkel casestudie kunne man inkludert refleksjoner til *en* av de identifiserte rollene, ved at en rolle indentifiseres som et case (Saunders et al., 2019, s.199). Dette er imidlertid ikke i tråd med oppgavens formål, da det er ønskelig å undersøke ulike aktørers syn på SPACer.

A1.2 Datainnsamling

A1.2.1 Intervjuer

Primærdataen i oppgaven er innhentet ved delvis strukturerte dybdeintervjuer. I et slikt intervju er spørsmålene i hovedsak fastlagt på forhånd, men inneholder en viss fleksibilitet med hensyn til rekkefølge og temaer som kommer opp underveis (Thagaard, 2002, s. 85). Denne fleksibiliteten er viktig for å knytte spørsmålene til de enkelte intervjurespondentenes forutsetninger (Thagaard, 2002, s. 85). Ettersom det forekom at intervjurespondentene ikke ønsket å svare på spørsmålet grunnet begrenset informasjon, var denne fleksibiliteten svært nyttig. I tillegg besatt respondentene kompetanse som ikke nødvendigvis var naturlige svar på de forberedte spørsmålene, slik at et delvis strukturert intervju bidro til å bringe opp temaer og synspunkter som i utgangspunktet ikke var forberedt. Et mer formelt og strukturert intervju hadde trolig ikke ført til den samme innsikten.

A1.2.2 Utvalg

Utvalget består av 16 respondenter som dekker ulike roller tilknyttet et SPAC sitt livsløp i det norske markedet. Disse ble intervjuet mellom september og oktober 2021.

Selskap	Navn	Rolle
Tilrettelegger		
Carnegie Norge	Stefan Slemdal	Head of Equity Capital Markets, Norway
Carnegie Norge	Frederik Lunde	Head of Securities
Carnegie Sverige	Magnus Solstrand	«Mr. Spac», Investment Banking
Arctic Securities	Tom Bernhardsen	Partner in Corporate Finance
Investor		
Viking Venture	Erik Hagen	Managing Partner
Fondsfinans	Christoffer Callesen	Portfolio Manager
Altor	Hugo Maurstad	Managing Partner
Selskap X	n.n.	Director in Private Equity
Målselskap		
FREYR	Kristine Hovland	Head of Treasury
NetNordic Group	Nina Stemshaug ¹³	Group CFO
Ekspert		
Wikborg Rein	Dag Erik Rasmussen	Partner in Capital Markets
Wikborg Rein	Snorre Nordmo	Partner in Asset Management and Financial Regulatory
PwC	Per Fossan-Waage	Director in Capital Markets and Accounting Advisory Services
PwC	Stine Aase	Lawyer
Finanstilsynet	Knut Haugan	Head of section, Section for Infrastructure
Bahr	Markus Heistad	Specialist Partner, Asset Management and Private Equity

Tabell 16: Oversikt over intervjurespondenter

I en kvalitativ studie hvor formålet er å erverve innsikt, baserer seleksjonen av utvalget seg på problemstillinger tilknyttet hvem og hvor mange som inkluderes (Ghuri et al., 2020, s. 108). Litteraturen anbefaler en såkalt formålssampling, som innebærer utvelgelse av informasjonsrike caser for å oppnå en dyp innsikt. Innenfor formålssampling er kriterie-basert

¹³ Nina Stemshaug har uttalt seg som privatperson og ikke på vegne av NetNordic Group

seleksjon og snøball-metoden benyttet (Ghauri et al., 2020, s. 109). Utvelgelsen av de ulike rollene: Tilrettelegger, investorer, målselskaper og eksperter, har basert seg på kriteriet at intervjurespondentene er tilknyttet en rolle. Snøballmetoden går ut på at allerede kjente respondenter anbefaler videre respondenter (Ghauri et al., 2020, s. 109). Snøballmetoden var imidlertid ikke alltid et bevisst teknikkvalg, men oppsto som følge av respondentenes uoppfordrede anbefalinger. Imidlertid etterspurte den initielle eposten til mulige respondenter *deres eller deres kollegaers* villighet til å bli intervjuet. På det vis ble det tilrettelagt for snøballmetoden.

Det har vært ønskelig å intervju flere respondenter innenfor hver rolle for å muliggjøre sammenligning. Imidlertid ble både tidsrammen og den begrensede kunnskapen innenfor temaet blant potensielle respondenter en utfordring. Det bør likevel bemerkes at det er minimum to respondenter innenfor hver rolle, hvilket sikrer en viss representasjon. Utover dette kunne flere av respondentene besvare de generelle spørsmålene angående SPAC-markedet i Norge. Det kan derfor argumenteres for at utvalget er representativt for å oppnå en samlet innsikt angående SPACer i Norge.

A1.2.3 Intervjuprosessen

Ifølge Saunders et al. (2019, s. 451) er gode forberedelser nøkkelen til et suksessfullt intervju. I tillegg til en grundig litteraturgjennomgang, ble det lest nyhetsartikler og relevante regelverk, samt innhentet informasjon angående respondentene. Deretter ble det utarbeidet en intervjuguide til hver av rollene: Tilrettelegger, investor og målselskap, hvor flere spørsmål gikk igjen i intervjuguidene. Ettersom flere SPAC-eksperter sa seg villige til å være respondenter, ble det i tillegg utarbeidet spesifikke intervjuguides rettet mot deres ekspertiseområde. I tillegg inkluderte disse intervjuguidene også de gjennomgående spørsmålene fra de andre guidene. Spørsmålene i intervjuguidene var delvis formulert som åpne spørsmål for å redusere risikoen for bias (Saunders et al., 2019, s. 459). I tillegg var det siste spørsmålet rettet mot *andre interessante momenter om SPACer*, slik at alle intervjurespondentene fikk muligheten til å bidra med utfyllende kunnskap om SPACer utover de forberedte temaene. I flesteparten av intervjuene bidro dette til spennende innsikt og nye temaer, som igjen muliggjorde videreutvikling av intervjuguide og oppgavens vinkling.

Respondentene ble kontaktet via epost. Denne beskrev oppgavens formål og etterspurte deres, eller deres kollegaers, villighet til å bli intervjuet. Ved positiv respons ble tidspunkt avtalt og intervjuguide oversendt. Intervjuene varte i 30-60 minutter og ble avholdt via Teams eller på respondentenes kontor. I begynnelsen av intervjuet ble det etterspurt tillatelse av opptak og klargjort hva intervjuet skulle brukes til. Selv om digitale møter kan medføre utfordringer, gjør det møtene tidseffektive og enklere å planlegge. I tillegg kan det argumenteres for at flere har blitt vant til denne møteformen etter Covid-19. Det kan også påpekes at det svært sjeldent ble erfart problemer med avbrytelser og dårlig lyd under de avholdte digitale møtene.

A1.2.4 Sekundærdata

Ifølge Ghauri et al. (2020, s. 154) bør en alltid vurdere sekundærdata før en henter inn primærdata i et forskningsprosjekt. I tråd med dette ble det først gjennomført en grundig litteraturgjennomgang. Analysen i kapittel 4 belyser med utgangspunkt i sekundærdata fordeler og ulemper ved et SPAC. Det er denne delen som muliggjør analysen i kapittel 5 av SPAC-markedet i Norge basert på primærdataen.

Det finnes både fordeler og ulemper tilknyttet bruken av sekundærdata. Det er blant annet lett tilgjengelig og dermed tidsbesparende, samt kan det ofte argumenteres for at offentlige publikasjoner er pålitelige (Ghauri et al., 2020, s. 158). I tillegg bidrar det til økt forståelse for temaet og følgelig en rikere diskusjon. Imidlertid bør en være oppmerksom på at sekundærdataen ikke nødvendigvis er skapt for samme formål som oppgavens vinkling, i tillegg til at mangel på transparens og datakvalitet kan være en utfordring (Ghauri et al., 2020, s. 158).

A1.3 Dataanalyse

Dataanalyse er teknikken brukt for å analysere den innhentede dataen (Saunders et al., 2019, s. 636). For å analysere den kvalitative dataen fra intervjuene er tematisk analyse benyttet. Dette er en generell teknikk som forsøker å finne mønstre på tvers av avholdte intervjuer (Saunders et al., 2019, s. 651).

I etterkant av avholdte intervjuer ble disse transkribert. Selv om dette var tidkrevende, var det en nyttig øvelse for å få kjennskap til dataen, i tråd med prosedyren for tematisk analyse (Saunders et al., 2019, s. 652). Deretter ble det utarbeidet sammendrag for hvert av de avholdte intervjuene, sortert etter rollene til intervjuobjektene. I forlengelsen av dette begynte kodingen av informasjonen. Undertemaer, oppgavens koder, ble valgt ut og såkalte dataenheter ble sortert basert på disse (Saunders et al., 2019, s. 653). I hovedsak ble det sortert etter hovedtemaene i kapittel 4 og 5: investorperspektiv, målselskapets perspektiv og SPAC-noteringer i Norge. Innad i hovedtemaene ble det delt inn i mer nyanserte koder basert på delkapitlene. Dette ble utviklet i takt med at flere intervjuer ble avholdt og ny innsikt samlet. Det kan derfor argumenteres for at kodene baserer seg på informasjon fra både intervjuer og fra litteratur, såkalt «a priori» (Saunders et al., 2019, s. 655). I tråd med prosedyren for tematisk analyse ble det funnet sammenhenger og mønstre basert på kodene, som muliggjorde analysen av SPAC-markedet (Saunders et al., 2019, s. 657).

Bakgrunnen for valget av en tematisk analyse er at teknikken er enkel å ta i bruk og fleksibel. Dermed brukes mindre tid for å sikre at prosedyrer og regler tilknyttet teknikken følges mekanisk, og med det har man mer tid for å sikre en uttømmende analyse (Saunders et al., 2019, s. 652). I tillegg fungerer teknikkens fleksibilitet godt sammen med en induktiv og en deduktiv tilnærming (Saunders et al., 2019, s. 666).

A1.4 Metodekvalitet

Denne seksjonen vurderer kvaliteten på dataen og de metodiske valgene. Kvaliteten diskuteres basert på pålitelighet og validitet, samt etiske vurderinger.

A1.4.1 Pålitelighet og validitet

Ifølge Saunders et al. (2019 s. 213) regnes funnene som pålitelige hvis disse er konsistente og mulige å replikere ved bruk av samme forskningsdesign. Imidlertid er ikke en kvalitativ studie nødvendigvis ment for å bli replikert, da denne tar utgangspunkt i tolkningene til intervjurespondentene i en bestemt setting (Saunders et al., 2019, s. 216). I tillegg er enkelte intervjurespondenter anonymisert, hvilket ikke muliggjør en replikering. Videre vil pålitelighet diskuteres i lys av om funnene er til å stole på.

Det er flere faktorer som kan føre til at funnene ikke er pålitelige, blant annet bias eller feil ved intervjuene (Saunders et al., 2019, s. 214). Det er eksempelvis en risiko tilknyttet intervjurespondentenes refleksjoner. SPACer er et nytt og komplisert fenomen slik at intervjurespondentene kan ha misforstått spørsmål, og/eller kommet med uttalelser basert på begrenset kunnskap. Utvalget av intervjurespondenter, samt god forklaring av spørsmålene, motvirker deler av denne risikoen. Videre er det en ytterligere risiko tilknyttet hvordan intervjurespondentenes refleksjoner oppfattes. Imidlertid motvirkes denne i stor grad ettersom alle intervjuene, unntatt to hvor dette ikke var ønskelig, ble tatt opp. I tillegg har intervjurespondentene godkjent alle sitatene brukt i oppgaven.

Validitet refererer til om metoden presist måler det den er ment å måle (Saunders et al., 2019, s. 214). Det skilles mellom intern og ekstern validitet, hvor ekstern validitet baserer seg på funnernes overførbarhet¹⁴ (Saunders et al., 2019, s. 214-216). Da intervjuene i hovedsak benyttes mot SPAC-markedet i Norge, er ikke ekstern validitet relevant. Med hensyn til intern validitet i kvalitative studier henviser Saunders et al. (2019, s. 217) til studiens kredibilitet. Risikomomenter tilknyttet dette er intervjuobjektens egeninteresse med hensyn til SPAC-noteringer i Norge, samt utvalgets størrelse og heterogenitet. Imidlertid brukes refleksjoner sammen med litteratur, slik at risikoen motvirkes. Videre er bruken av intervjuguider viktig for å oppnå validitet i delvis strukturerte intervjuer (Saunders et al., 2019, s. 449).

A1.4.2 Etiske vurderinger

Etiske vurderinger ble hensyntatt allerede fra begynnelsen av arbeidet med masteroppgaven og har gjennom hele semesteret vært av høy prioritet. Det er blitt tatt flere grep for å sikre en høy etisk standard. Intervjuobjektene har blitt informert om oppgavens bakgrunn og deres betydning, samt fått muligheten til å forbli anonyme om ønskelig. De har fått opplyst at deres deltakelse og taleopptak av intervjuer er frivillig, i tillegg har deres svar blitt behandlet konfidensielt. Videre ble det utført en sitatgjennomgang med intervjurespondentene for å sikre

¹⁴ Med overførbarhet menes det i hvilken grad funnene i oppgaven er anvendelig og har nytte for et bredere spekter av situasjoner eller lesere (Saunders et al., 2019, s. 449)

at disse er blitt gjengitt riktig i oppgaven. I etterkant av arbeidet har alle taleopptak og transkripsjoner blitt slettet.