

Oslo Børs ASA
Postboks 460 Sentrum
0105 OSLO

VÅR REFERANSE
21/3209

DERES REFERANSE

DATO
03.06.2021

Opptak til handel av blankosjekkselskaper

Innledning

Det vises til henvendelse fra Oslo Børs ASA 8. mars 2021 om mulig opptak til handel av blankosjekkselskaper ("Special Purpose Acquisition Company" (SPAC)) på Euronext Growth Oslo, samt til Finanstilsynets brev av 15. mars 2021.

Blankosjekkselskaper avviker fra tradisjonelle aksjeselskaper som tas opp til handel, og måten selskapene typisk er innrettet på, reiser særskilte problemstillinger som etter Finanstilsynets vurdering ikke er tilstrekkelig behandlet.

Finanstilsynet har prinsipielle innvendinger til de konkrete vurderingene som er gjort opp mot AIF-loven, og stiller spørsmål ved om investorvernet vil bli godt nok ivaretatt ved opptak av SPAC til handel på Euronext Growth. I det følgende trekkes det frem enkelte forhold som Finanstilsynet mener Oslo Børs ASA må håndtere forut for en eventuell opptaksbeslutning.

Typiske kjennetegn til et blankosjekkselskap

Finanstilsynet kan ikke se at det foreligger en klar definisjon av hva et blankosjekkselskap er. Selskapene har en del felles kjennetegn, men det kan være store variasjoner, både som følge av forskjeller i vedtekter og avtaleverk, og som følge av tilpasninger til ulike regulatoriske krav i de enkelte land. Finanstilsynet erfarer for eksempel at annenhåndsomsetning i noen markeder er forbeholdt profesjonelle investorer. Det er også ulikheter i hvilken grad slike selskaper er vurdert opp mot gjeldende regulering på fondsområdet.

Finanstilsynet forstår det slik at blankosjekkselskaper på opptakstidspunktet vil være nyetablerte uten kommersiell virksomhet og historikk. I tilknytning til opptak til handel innhentes det kapital gjennom en rettet emisjon, noe som ofte gjøres etter regler om unntak fra prospektkravene. Selskapene skal innenfor en begrenset periode, normalt på 12- 24 måneder, søke å erverve, og deretter fusjonere med, ett eller flere målselskaper som tilfredsstiller noen på forhånd fastsatte kriterier. Dette kan for eksempel være knyttet til bransje, størrelse, geografisk beliggenhet og vurdering av vekstpotensial. Etter oppkjøp og etterfølgende fusjon, skal selskapets virksomhet utvikles og drives videre på kommersiell basis.

Grunnleggerne (sponsorene) bistår blankosjekkselskapet i prosessen med å søke etter, erverve og utvikle målselskap og har gjerne særlig kompetanse til dette. Sponsorene har normalt også eierandeler i selskapet. Dersom det ikke lykkes med å erverve et målselskap, skal blankosjekkselskapet avvikles med utbetaling til aksjeeierne. Sponsorene, samt de øvrige aksjeeierne som kommer inn forut for opptak til handel, får gjerne opsjoner som kan utøves i forbindelse med et fremtidig oppkjøp. De nærmere vilkår knyttet til blankosjekkselskaper vil variere, men avtaleverket og betingelsene knyttet til selskapet og de ulike aktørene må anses som komplekst.

Forholdet til AIF-loven

AIF-loven med forskrifter er et rammeverk skal gjelde for forvaltning og markedsføring av enhver form for kollektive investeringsstrukturer som ikke er UCITS-fond, og loven inneholder derfor en vid definisjon av alternativt investeringsfond. Reguleringen inneholder en rekke særskilte krav til investorbeskyttelse ved markedsføring til ikke-profesjonelle investorer. Utover at forvalter må ha konsesjon, kreves det blant annet en særskilt markedsføringstillatelse, nøkkelinformasjon og forutgående egnethetstesting av investor. Finanstilsynet legger i sin praksis betydelig vekt på at lovgivningen skal virke etter sin hensikt, slik at investorene får den beskyttelse som forutsettes.

Et alternativt investeringsfond er en innretning (som ikke er et UCITS-fond) som tar imot kapital fra et antall investorer og investerer kapitalen i samsvar med en angitt investeringsstrategi til fordel for disse investorene. Det vises til AIF-loven § 1-2 bokstav a. Det må gjøres en konkret helhetlig vurdering av hver enkelt innretning for å ta stilling til om den utgjør et alternativt investeringsfond etter AIF-loven. Det er likevel Finanstilsynets vurdering at blankosjekkselskaper har kjennetegn som i utgangspunktet vil oppfylle lovens kriterier.

Finanstilsynet vil påpeke at det i vurderingen av om det dreier seg om et alternativt investeringsfond, må tas utgangspunkt i hvordan strukturen organiseres og fremstår på tidspunktet for etableringen, og ikke slik den vil være et stykke frem i tid dersom selskapet oppnår sin målsetting om å erverve og fusjonere med et selskap som driver kommersiell virksomhet. En investering i et blankosjekkselskap vil være vesentlig forskjellig fra en direkte investering i et selskap som driver kommersiell eller industriell virksomhet.

I forbindelse med emisjonen innhentes det kapital fra et antall investorer, og i den første fasen vil blankosjekkselskapet søke å identifisere og erverve et bestemt målselskap, for eksempel innenfor en definert bransje, størrelse og antatt vekstpotensial. Dersom målet om å erverve og fusjonere med et målselskap som oppfyller kriteriene ikke nås, skal selskapet avvikles. Dersom målsetningen oppnås, skal selskapet utvikles videre. Finanstilsynet kan ikke se at dette er en strategi som adskiller seg særlig fra andre typer alternative investeringsfond, som for eksempel aktive eierfond. Hva det skal investeres i, eller at det for eksempel kun dreier seg om ett investeringsobjekt, har mindre betydning i denne sammenheng.

Investeringene baseres gjerne på en forventning om at forvalter kan skape resultater på bakgrunn av kunnskap og tidligere erfaring med å identifisere og analysere egnede oppkjøpskandidater innen det spesifikke området, fremforhandle gode avtaler og videreutvikle selskapene. Også utfra dette perspektivet ligner blankosjekkselskap på aktive eierfond.

Aktive eierfond anses som en type alternative investeringsfond, der prosessen mot en eventuell investering også kan ha en lang tidshorison. Basert på forvalters kunnskap og erfaring, og den fastsatte investeringsstrategien, skal egnede målselskap identifiseres og analyseres, det skal gjennomføres due-diligence-undersøkelser, og avtaler skal fremforhandles og inngås. I likhet med aktive eierfond vil strategien kunne være å bidra til å utvikle målselskapene videre. At blankosjekkselskaper til forskjell fra aktive eierfond ikke har en klar exit-strategi, eller at selskapet frem i tid tar sikte på å drive på vanlig kommersiell basis, er ikke alene av betydning for klassifiseringen.

Etter Finanstilsynets vurdering kan det ikke legges til grunn at et blankosjekkselskap vil falle utenfor AIF-lovens virkeområde med henvisning til den virksomhet som selskapet skal utøve i fremtiden. Vurderingen må, som nevnt, ta utgangspunkt i strukturens konkrete egenskaper ved opprettelsen. Når det i det oversendte materiale 8. mars 2021 gis uttrykk for at selskapets formål vil være å eie og drive kommersiell og industriell virksomhet, kan ikke Finanstilsynet se at det i det aktuelle tilfellet er tatt utgangspunkt i hvordan selskapet fremstår ved etableringen og i perioden frem mot eventuell gjennomføring av et oppkjøp og fusjon. Dersom en innretning som klassifiseres som et alternativt investeringsfond endres på en måte som gjør at vilkårene i definisjonen ikke lenger anses oppfylt, har dette etter Finanstilsynets vurdering mindre betydning for den vurdering som må gjøres i forbindelse med etableringen.

Finanstilsynet kan utover dette ikke se at unntaket for holdingselskap i AIF-forskriften § 1-2 kommer til anvendelse ettersom blankosjekkselskapet ved oppstart uansett ikke vil ha eiendeler i ett eller flere andre selskaper.

Ved opptak av blankosjekkselskaper må Oslo Børs vurdere om selskapet er egnet til handel på en handelsplass. Det vil her være viktig at det gjøres korrekte vurderinger opp mot virkeområdet til AIF-loven. Finanstilsynet legger til grunn at Oslo Børs ASA treffer tiltak for å sikre at selskaper som driver konsesjonspliktig virksomhet, eksempelvis forvaltning av alternative investeringsfond, uten nødvendig tillatelse, ikke tas opp til handel. Finanstilsynet vil her legge til at regelverket er betydelig enklere dersom markedsføringen av et alternativt investeringsfond begrenses til profesjonelle investorer. I så fall vil fondet i mange tilfeller kunne forvaltes av en registrert AIF-forvalter og markedsføres uten de særlige beskyttelsestiltak som følger av AIF-loven når plasseringer skal tilbys til ikke-profesjonelle. Finanstilsynet ser at blant annet kravet til egnethetstesting forut for en investering kan være vanskelig å gjennomføre dersom aksjene er tatt opp til handel på en handelsplass.

Forholdet til verdipapirhandelloven

Et viktig formål med verdipapirhandelloven er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter og å sikre investorbeskyttelse, jf. dens § 1-1. Regelbok II for Euronext Growth Oslo punkt 2.1.2.1 fastsetter at Oslo Børs kan nekte opptak til handel hvis dette vurderes som hensiktsmessig for å ivareta blant annet investorinteresser og den allmenne tilliten til børs- og verdipapirmarkedet.

Blankosjekkselskaper har andre karakteristika enn tradisjonelle selskaper som tas opp til handel. Selskapet er uten kommersiell virksomhet. Ved notering og senere oppkjøp av et målselskap vil det normalt være ulike incentivordninger, informasjonsasymmetri og mulige interessekonflikter mellom de involverte aktørene. Det skal drive uten ordinær virksomhet i en periode, for deretter å

gjennomføre til dels kompliserte transaksjoner ved oppkjøpet av målselskap. Uten kommersiell virksomhet og historikk vil vurderinger av fremtidsutsikter måtte baseres på antakelser. I sum tilsier dette at aksjene etter sin natur vil være vanskelig å verdsette, og det stiller høye krav til investorenes kompetanse. Finanstilsynet stiller derfor spørsmål ved om slike selskaper i seg selv er egnet som investeringsobjekt for ikke-profesjonelle investorer, og noterer seg at søsterselskapet Euronext Paris noterer slike selskap på et segment som er forbeholdt "qualified investors".

Oslo Børs ønsker å ta blankosjekkselskaper opp til handel på den multilaterale handelsfasiliteten (MHF) Euronext Growth. Finanstilsynet forstår at søsterselskapene Euronext Amsterdam og Euronext Paris derimot tar blankosjekkselskaper opp til handel på regulerte markeder. Også det ene blankosjekkselskapet som så langt er notert i det svenske markedet handles på hovedmarkedet og ikke på eksempelvis den multilaterale handelsfasiliteten First North. Selskaper som noteres på slike regulerte marked, vil følge et strengere og tydeligere regelverk enn ved opptak til handel på en MHF. Opptak til handel på et regulert marked vil dessuten utløse lovkrav om blant annet prospekt, strengere løpende forpliktelser for selskapene og flagging, og vil dermed legge til rette for bedre informasjon til markedet. I tillegg har Finanstilsynet merket seg at det i disse juridiksjonene også bes om ytterligere opplysninger fra blankosjekkselskaper fordi informasjonskravene for prospekter i seg selv ikke anses tilstrekkelige for å adressere den særskilte risikoen ved disse selskapene.

Finanstilsynet merker seg videre Oslo Børs' vurdering av at "... opptak av SPAC på EG kan gjennomføres på en god måte ved å benytte eksisterende regelverk på EG". Basert på innretningens kompleksitet og egenart er Finanstilsynets vurdering at det er behov for at Oslo Børs gjør tilpasninger ved eventuelt opptak av blankosjekkselskaper. Nødvendigheten av korrekt tilpasning til sentrale konsesjonsregler er et eksempel på dette. Uansett vil Finanstilsynet fremheve behovet for god og utfyllende informasjon til markedet, både ved opptaket til handel av blankosjekkselskapet og ved det senere oppkjøpet av målselskapet, samt tydelig informasjon knyttet til håndtering av de ulike scenarioer som kan oppstå i perioden frem til målselskapet er innfusjonert. Finanstilsynet minner om ansvaret knyttet til vphl. § 9-26 (1) nr. 2, som pålegger operatøren av en multilateral handelsfasilitet å "påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning, sett hen til type bruker og type finansielt instrument".

Avsluttende kommentarer

Finanstilsynet legger til grunn at Oslo Børs ASA vil gjøre en fornyet vurdering av mulige planer om å ta opp blankosjekkselskaper til handel.

For Finanstilsynet

Anne Merethe Bellamy
Avdelingsdirektør

Knut Haugan
seksjonssjef

Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.

