



# Handelshøyskolen BI

## GRA 19703 Master Thesis

Thesis Master of Science 100% - W

### Predefinert informasjon

<b>Startdato:</b>	16-01-2022 09:00	<b>Termin:</b>	202210
<b>Sluttdato:</b>	01-07-2022 12:00	<b>Vurderingsform:</b>	Norsk 6-trinns skala (A-F)
<b>Eksamensform:</b>	T		
<b>Flowkode:</b>	202210  10936  IN00  W  T		
<b>Intern sensor:</b>	(Anonymisert)		

### Deltaker

Navn: Magnus Hager og Michael Duah

### Informasjon fra deltaker

Tittel \*: SPACs og Investorbeskyttelse

Navn på veileder \*: Sjur Swensen Ellingsæter

Inneholder besvarelsen  
konfidensielt  
materiale?: Nei

Kan besvarelsen  
offentliggjøres?: Ja

### Gruppe

Gruppenavn: (Anonymisert)

Gruppenummer: 172

Andre medlemmer i  
gruppen:

Masteroppgave – Forretningsjus og  
Økonomi

ved Handelshøyskolen BI, Oslo

- SPACs og Investorbeskyttelse -

- AIF- og verdipapirhandellovens vern for ikke-profesjonelle investorer -

Eksamenskode:

**GRA 19703 – Master Thesis**

Utleveringsdato:

16.01.2022

Innleveringsdato:

01.07.2022

Veileder:

Sjur Swensen Ellingsæter

# Innholdsfortegnelse

1	Tema og problemstilling .....	1
1.2	Hva er et blankosjekkselskap?.....	1
1.3	Blankosjekkselskapers historie.....	2
1.4	Nærmere om oppgavens problemstillinger.....	2
1.4.1	Avgrensning .....	3
1.4.2	Aktualitet og bakgrunn.....	4
2	Metode.....	4
2.1	Finansiell metode.....	4
2.1.1	Buy-and Hold-return analyse .....	5
2.1.2	Fama French tre faktor regresjonsanalyse.....	6
2.1.3	Innsamling av data .....	8
2.2	Rettskildebilde og juridisk metode .....	9
2.2.1	AIF-lovens bakgrunn, formål og virkeområde.....	9
2.2.2	AIF-lovens forarbeider og forskrift.....	11
2.2.3	Verdipapirhandellovens bakgrunn, formål og virkeområde .....	11
2.2.4	EØS-rettslig metode .....	12
3	Hvordan fungerer et blankosjekkselskap?.....	16
3.1	Kostnader.....	20
3.1.1	Kostnader forut for erverv av målselskapet .....	21
3.1.2	Kostnader etter erverv av målselskapet.....	21
4	Empiriske funn .....	23
4.1	Resultater fra investeringsstrategien BAHR.....	24
4.2	Resultater fra Fama French tre faktor regresjonsanalyse .....	25
5	Er blankosjekkselskaper alternative investeringsfond?.....	28
5.1	Definisjon av alternative investeringsfond .....	28
5.2	Innretning for kollektiv investering som ikke er et UCITS.....	28
5.3	Som innhenter kapital fra et antall investorer .....	38
5.4	Med sikte på å investere kapitalen i henhold til en definert investeringsstrategi til fordel for investorene .....	39
5.5	Unntak for holdingselskaper .....	47
5.6	Omfattes blankosjekkselskaper av AIFMD i EU og EØS? .....	49

5.7	Konklusjon: Er blankosjekkselskaper alternative investeringsfond? .....	50
6	Kan blankosjekkselskapers finansielle instrumenter tilbys til ikke-profesjonelle investorer? ...	52
6.1	Kan blankosjekkselskapers finansielle instrumenter tilbys til ikke-profesjonelle investorer etter AIF-lovens virkeområde? .....	52
6.1.1	Hva innebærer kravet til god forretningskikk etter AIF-loven § 7-3? .....	52
6.1.2	Hva er «markedsføring»? .....	53
6.1.3	Hva er en «ikke-profesjonell investor»?.....	54
6.1.4	Egnethetsvurderingen .....	55
6.1.5	Helhetsvurdering av egnethet .....	58
6.2	Kan blankosjekkselskapers finansielle instrumenter tilbys til ikke-profesjonelle investorer, utenfor AIF-lovens virkeområde?.....	62
6.2.1	Hensiktsmessighetsvurderingen .....	63
6.3	Hva er utfallet av at det foretas en egnethets- eller hensiktsmessighetsvurdering?.....	65
7	Oppsummering .....	
8	Vedlegg .....	
9	Kildeliste .....	
9.1	Norske rettskilder .....	
9.2	Internasjonale rettskilder .....	
9.3	Databaser .....	
9.4	Litteraturliste .....	

# 1 Tema og problemstilling

Denne masteroppgaven omhandler Special Purpose Acquisition Companies («SPACs»). I Norge benyttes ofte termen blankosjekkselskap, som er termen vi vil benytte i denne oppgaven.<sup>1</sup> Kort forklart er blankosjekkselskaper børsnoterte skallselskap, som reiser kapital med formål om å erverve et unotert målselskap. Noteringer av blankosjekkselskaper har sett en betydelig økning på amerikanske og europeiske kapitalmarkeder de siste årene. Vi ble derfor nysgjerrig på hvordan blankosjekkselskapers opptak til handel på norske kapitalmarkeder vil fungere etter norsk rett, og problematikken som kan oppstå vedrørende opptaket. Særsilt hvilken regulering blankosjekkselskaper vil omfattes av, og graden av investorvern det eventuelle regelverket vil gi investorer som ønsker å handle blankosjekkselskapers finansielle instrumenter. Temaet for denne oppgaven er dermed investorvern i forbindelse med investeringer i blankosjekkselskapers finansielle instrumenter. For å belyse dette temaet, har vi undersøkt to problemstillinger.

Den første problemstillingen er hvorvidt blankosjekkselskaper er alternative investeringsfond. Alternative investeringsfond reguleres av AIF-loven, som har til formål å styrke investorvernet for de investeringsstrukturene som omfattes. Dersom blankosjekkselskaper omfattes av AIF-loven, stilles det krav konsesjon til forvaltning av selskapet, og en særskilt tillatelse for å kunne markedsføre selskapets finansielle instrumenter til ikke-profesjonelle investorer.

Den andre problemstillingen er hvorvidt blankosjekkselskapers finansielle instrumenter kan tilbys til ikke-profesjonelle investorer. For å besvare dette spørsmålet, vurderer vi i hvilken utstrekning det må foretas en egnethets- eller hensiktsmessighetsvurdering, i forbindelse med at ikke-profesjonelle investorer investerer i blankosjekkselskapers finansielle instrumenter. Vurderingen vil være avgjørende for graden av investorvern.

## 1.2 Hva er et blankosjekkselskap?

Blankosjekkselskaper har i utgangspunktet ingen klar definisjon, da de ofte er organisert med kompliserte eierstrukturer eller finansielle mekanismer, som varierer avhengig av selskapets vedtekter, regulatorisk rammeverk og nasjonal jurisdiksjon. Likevel deler blankosjekkselskaper fellestrekk som kjennetegner

---

<sup>1</sup> Aase & Fossan-Waage, 2021

dem.<sup>2</sup> Blant annet er det en bred konsensus blant forskere, finansinstitusjoner, og finansielle tilsynsorganer om at blankosjekkselskaper er tomme børsnoterte skall-selskap uten kommersiell virksomhet.<sup>3</sup> Blankosjekkselskapers formål er å reise kapital gjennom børsnotering, for deretter å erverve<sup>4</sup> et unotert målselskap med kommersiell virksomhet. Således vil det ervervede målselskapet bli børsnotert og selskapene vil kunne handles under felles navn, aksje og ticker. Dermed blir blankosjekkselskaper ofte ansett som et alternativ til tradisjonell børsnotering.

### **1.3 Blankosjekkselskapers historie**

Blankosjekkselskaper er ikke et nytt fenomen. Det kan argumenteres for at første gang et blankosjekkselskap ble registrert var så tidlig som på slutten av 1800-tallet. Den gang finansierte Henry Villard oppkjøpet av Northern Pacific Railroad gjennom et blankosjekkselskap.<sup>5</sup> Det tok imidlertid over 100 år før den moderne formen for blankosjekkselskaper som vi kjenner i dag hentet finansiering gjennom børsnoteringer. Siden tidlig 2000-tallet har blankosjekkselskapet utgjort en økende andel av nye børsnoteringer. I 2021 utgjorde blankosjekkselskaper på det amerikanske kapitalmarkedet over halvparten av alle børsnoteringer, og hentet kapital for over 145 milliarder dollar. Dermed var noteringer av blankosjekkselskaper på amerikanske børser, den største bidragsyteren til at man i 2021 slo forrige noteringsrekord for antall nye noteringer på 1990-tallet.<sup>6</sup>

### **1.4 Nærmere om oppgavens problemstillinger**

Den første problemstillingen omhandler hvorvidt innretninger som blankosjekkselskaper, er alternative investeringsfond, og dermed omfattes av AIF-loven. Alternative investeringsfond utgjør ofte investeringsstrukturer som for eksempel aktive eierfond, eiendomsfond eller hedgefond.<sup>7</sup> Problemstillingen innebærer en tolkning av AIF-lovens § 1-2 a), som definerer begrepet alternativt investeringsfond.<sup>8</sup> Således vil vi vurdere om blankosjekkselskaper kan omfattes av definisjonen.

---

<sup>2</sup> Finanstilsynet, 2021, s. 1

<sup>3</sup> Young, 2021

<sup>4</sup> Termen «erverv» er i denne oppgaven benyttet som fellesbetegnelse for enten en fusjon eller et oppkjøp. Se begrunnelse i delkapittel [3 Hvordan fungerer et blankosjekkselskap?](#)

<sup>5</sup> Hiltzik, 2021

<sup>6</sup> Nasdaq, NYSE og AMEX (Mackintosh, 2022)

<sup>7</sup> Finanstilsynet, 2017

<sup>8</sup> AIF-loven § 1-2 a)

Investeringsstrukturer som omfattes av AIF-lovens definisjon vil være av betydning for forvalter av fondet, ettersom loven regulerer fondets virksomhet ved å pålegge særskilte plikter. Pliktene har til hensikt å styrke investorvernet og vil være av praktisk betydning for forvalter av blankosjekkselskapet. Eksempelvis, dersom forvalter av blankosjekkselskapet skal markedsføres til ikke-profesjonelle investorer, stilles det et forutgående krav til konsesjon om å forvalte et AIF og en særskilt tillatelse til markedsføring av fondet.<sup>9</sup>

Den andre problemstillingen er hvorvidt blankosjekkselskapers finansielle instrumenter kan tilbys til ikke profesjonelle investorer. Problemstillingen bygger videre på vår første problemstilling og redegjør for forvalters adgang til å tilby blankosjekkselskapers finansielle instrumenter til ikke profesjonelle investorer. Redegjørelsen vil således ta for seg tilfellet hvor blankosjekkselskaper omfattes av AIF-loven, og tilfellet hvor blankosjekkselskaper ikke omfattes. Deretter vil vi redegjøre for hvilke konsekvenser som kan oppstå avhengig av om blankosjekkselskaper omfattes av AIF-loven eller ikke, samt vurdere graden av investorbeskyttelse som oppnås i de to tilfellene.

Vi har også foretatt en finansiell analyse av prestasjonen til blankosjekkselskapers aksjer de siste 12 årene. Resultatene fra analysen vil bli benyttet i argumentasjonen til problemstilling to, herunder redegjøre for blankosjekkselskaper kompleksitet, og konsekvensen av en feilinvestering.

#### **1.4.1 Avgrensning**

I dette delkapittelet vil vi informere om den overordnede avgrensningen. Videre i oppgaven vil det underveis fremkomme hva vi mener er fornuftig å avgrense mot, ved vurdering av blankosjekkselskaper opp mot oppgavens problemstillinger.

Opgavens første problemstilling har til hensikt å vurdere om blankosjekkselskaper omfattes av AIF-loven. Derfor vil vi drøfte de spørsmålene vi anser som sentrale ved vurderingen av om blankosjekkselskaper omfattes, fremfor å gi en generell presentasjon av AIF-lovens § 1-2 a).

Opgavens andre problemstilling har til hensikt å vurdere i hvilken utstrekning blankosjekkselskapers finansielle instrumenter kan tilbys til ikke-profesjonelle investorer. Derfor vurderer vi tilfellene hvor selskapene faller innenfor eller utenfor AIF-lovens virkeområdet, og om det skal foretas egnethets- eller

---

<sup>9</sup> AIF-loven §§ 2-2 flg. og 7-1

hensiktsmessighetsvurdering. Således vil ikke redegjøre for AIF-forvalteres tillatelse til å forvalte fondet etter AIF-lovens §§ 2-2 flg, og søknaden til å markedsføre til ikke profesjonelle investorer etter AIF-lovens § 7-1.

#### **1.4.2 Aktualitet og bakgrunn**

Trenden av blankosjekkselskapers noteringer har økt betydelig på amerikanske og europeiske kapitalmarkeder de siste årene. For EU- og EØS medlemsland er det derfor særskilt viktig at markedsaktørene etterlever relevante regelverk. For øyeblikket eksisterer det ikke et harmoniserende regelverk for regulering av blankosjekkselskaper.<sup>10</sup> Derfor har Finanstilsynet reist bekymringer vedrørende spørsmålet om blankosjekkselskaper er egnet for opptak til handel på norske kapitalmarkeder.<sup>11</sup> I Finanstilsynets brev 21/3209 til Oslo Børs reiste tilsynet en rekke spørsmål, da særlig om slike innretninger omfattes av AIF-loven, hensynet til investorvern og, om ikke-profesjonelle investorer er egnet for slike investeringer.

## **2 Metode**

Oppgavens fremstilling er hovedsakelig bygget på juridisk metode, likevel inneholder vår andre problemstilling et finansielt element. Derfor vil vi i dette delkapittelet først redegjøre for valg av finansiell metode og innsamling av data, før vi redegjør for juridisk metode.

### **2.1 Finansiell metode**

Oppgavens finansielle element er bygget på en analytisk fremstilling av empiriske funn. Analysen er basert på tidligere studier, men med visse moderasjoner, da oppgaven hovedsakelig omhandler en juridisk vurdering av blankosjekkselskaper og investorbeskyttelse. Hensikten med analysen er å gi en indikasjon på hvilken avkastning en ikke-profesjonell investor kan forvente å motta ved å benytte en svært simpel investeringsstrategi. Resultatene vil således bli benyttet til å belyse kompleksiteten og konsekvensen av en feilinvestering i blankosjekkselskapers finansielle instrumenter, og danner grunnlaget for drøftelse i vår andre problemstilling.

---

<sup>10</sup> AFME, 2022, s. 2

<sup>11</sup> Finanstilsynet, 2021



### 2.1.1 Buy-and Hold-return analyse

Buy-and Hold-return («BAHR») analysen har til hensikt å belyse blankosjekkselskapers historiske prestasjon de siste 12 årene. Analysen tar utgangspunktet i at en investor kjøper og holder aksjer i enten 3, 12 eller 36 måneder. Derfor kan vi undersøke den gjennomsnittlige avkastningen ved å investere i blankosjekkselskapers aksjer for de ovennevnte tidsintervallene.

BAHR analysen er bygget på en forutsetning om at dato for notering, er første observerte måned med handel etter notering, mens blankosjekkselskapets erverv foreligger siste måned, hvor aksjen kan handles under blankosjekkselskapets ticker. Videre selger investor aksjen 3, 12 eller 36 måneder fra og med den siste måned, hvor aksjen kan handles under blankosjekkselskapets ticker. Eksempelvis, dersom vi ønsker å undersøke 12 måneders avkastning for et blankosjekkselskap som ervervet et målselskap 15. juni 2020, vil kjøpsdato beregnes fra 30. juni 2020, og salgsdato fra 31. mai. 2021. Dersom blankosjekkselskapet enten avvikles eller siste observerte dato skjer før det er gått 12, eller 36 måneder, vil det likevel beregnes som 12, eller 36 måneders avkastning. Eksempelvis hvis et blankosjekkselskap avvikles eller siste observerte dato er enten 7 måneder, eller 26 måneder, vil vi likevel beregne det som 12 og 36 måneder. Vi har også satt en begrensning om at hvert selskap må ha minimum 3 måneder med observert handel etter erverv av målselskap. Alle forutsetningene er gjort for å kunne sammenligne resultatene fra BAHR analysen med resultatene til Fama French tre faktor regresjonsanalysen.

Formelen benyttet for å beregne aksjenes avkastning for ønsket periode, er som følger:

$$BAHR_{i,t} = \frac{P_{i\_min}(T, delist) + \sum Dividende_{i,t}}{P_{i\_måned\_erverv}}$$

Hvor « $P_{i\_min}(T, delist)$ » er aksjeprisen for det respektive blankosjekkselskapet « $i$ », ved slutten av tidsintervallet 3, 12 eller 36 måneder, eller siste observerte handelsdato. « $\sum Dividende_{i,t}$ » er summen av utbetalt utbytte for det respektive blankosjekkselskapet « $i$ », for perioden « $t$ ». Til slutt er « $P_{i\_måned\_erverv}$ » aksjekursen for det respektive blankosjekkselskapet « $i$ », siste måned hvor aksjen kan handles under blankosjekkselskapets ticker.

Avslutningsvis har vi kalkulert aritmetisk gjennomsnitt og median for aksjenes avkastning 3, 12 og 36 måneder etter erverv av et målselskap.

### **2.1.2 Fama French tre faktor regresjonsanalyse**

For videre undersøkelse av resultatene fra BAHR analysen, har vi gjennomført en Fama French tre faktor regresjonsanalyse. Vi undersøker kun resultatene fra 12 og 36 måneder i BAHR analysen, ettersom disse tidsintervallene inneholder et tilstrekkelig datagrunnlag for å gjennomføre en hensiktsmessig analyse.

Fama French modellen bygger på kapitalverdimodellen (heretter «CAPM») som er en hyppig benyttet modell for å beregne forventet avkastningskrav til en investering. CAPM beregner forventet avkastning basert på risikoen til investeringsobjektet. Risikoen til investeringen er representert ved beta som tar for seg forholdet til volatiliteten mellom investeringsobjektet og markedet.<sup>12</sup> I tillegg til investeringens volatilitetsforhold til markedet, tar Fama French modellen hensyn til to andre risiko faktorer: En selskaps-størrelsesfaktor (SMB), og en selskaps-verdifaktor (HML). Således vil en beregning av forventet avkastning etter Fama French modellen se på flere forhold, enn avkastningen som kan tilskrives markedet.<sup>13</sup>

Ved å gjennomføre en regresjonsanalyse hvor vi ser på porteføljens avkastning i forhold til Fama French tre faktorer, kan vi derfor undersøke hvorvidt porteføljen gir en månedlig ekstra risikojustert avkastning. Denne ekstra risikopremien uttrykkes som alfa, som er skjæringspunktet mellom porteføljens månedlige gjennomsnittlige avkastning og Fama French modellens tre faktorer. Analysens resultat av månedlig alfa er spesielt interessant for oss, da den forklarer hvorvidt porteføljens avkastning kan (eller ikke) tilskrives markedspremien, størrelsespremien eller verdipremien. Med andre ord kan vi avdekke hvorvidt markedet underpriser eller overpriser blankosjekkselskapers aksjer.<sup>14</sup>

Selve regresjonsanalysen er gjennomført ved å danne en portefølje som på rullerende basis inkluderer og ekskluderer nye aksjer i porteføljen. Aksjene inkluderes i porteføljen ved dato for erverv, som vi forutsetter er siste observerte måned hvor aksjene kan handles under blankosjekkselskapets ticker. Aksjene

---

<sup>12</sup> Berk & DeMarzo, 2016, s. 440

<sup>13</sup> Berk & DeMarzo, 2016, s. 505

<sup>14</sup> Markedets verdsettelse av aksjer bygger på teorien om effisiente markeder (Finansleksikon, 2022)

forblir således i porteføljen for enten 12 eller 36 måneder før de blir ekskludert, avhengig av hvilke tidsrommet vi befinner oss i. Vår første portefølje dannes når vi kan observere 2 blankosjekkselskaper i samme måned. Vi inkluderer kun selskaper som har minimum 3 måneder med observert handel etter ervervet av et målselskap.

Regresjonsanalysen inneholder fire modeller, fordi vi undersøker to tidsintervaller med to ulike vektingsforhold. Det ene vektingsforholdet er basert på et likevektsforhold, hvor summen av aksjenes avkastning deles på antall selskaper observert i det spesifikke tidsrommet. Det andre vektingsforholdet er basert på en verdivektning. Vektene dannes ved å dividere det respektive selskapets markedsverdi på ervervsdato, med den totale summen av porteføljens markedsverdi i det spesifikke tidsrommet. Den verdivektede tilnærmingen fordeler en høyere andel av avkastningen på de aksjene som har størst markedsverdi, enn de aksjene med lavere markedsverdi. Således vil de to ulike vektingsforholdene gi ulike resultater for porteføljens avkastning.

Formelen for å beregne aksjeporteføljenes avkastning for de gitte periodene etter Fama French regresjonsanalysen, er som følger:

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta[R_{m,t} - R_{f,t}] + s(SMB_t) + h(HML_t) + e_{p,t}$$

Hvor « $R_{p,t}$ » er den månedlige avkastningen (for begge vektingsforholdene) for den respektive porteføljen i det gitte tidsintervallet. Variabelen « $R$ » er den månedlige avkastningen, « $p$ » er den respektive porteføljen og « $t$ » er tidsintervallet.  $R_{f,t}$  er den månedlige risikofrie renten. Videre er alfa « $\alpha$ » krysningen av regresjonslinjen, og  $\beta$ ,  $s$  og  $h$  er koeffisientverdiene for de tre variablene.  $R_{m,t}$  er avkastningen på markedsporteføljen «verdivektet CRSP index»<sup>15</sup>.  $SMB_t$  er avkastningen på verdivektet faktorportefølje for størrelse, mens  $HML_t$  er avkastningen på verdivektet faktorportefølje for verdi. Avslutningsvis er  $e_{p,t}$  feilleddet for den respektive porteføljen.

---

<sup>15</sup> Månedlig avkastning

### 2.1.3 Innsamling av data

Datagrunnlaget for den finansielle analysen inneholder 141 børsnoterte blankosjekkselskaper fra perioden 1. januar 2010 til 31. desember 2021.

Datagrunnlaget inneholder kun blankosjekkselskaper som er notert på det amerikanske kapitalmarkedene: New York Stock Exchange og NASDAQ.

Bakgrunnen for dette er at majoriteten av noteringer av blankosjekkselskaper skjer på det amerikanske kapitalmarkedet og under samme jurisdiksjon. I tillegg vil et større utvalg av blankosjekkselskaper danne et bedre grunnlag for analysen.

Videre er analysen begrenset til offentlige noterte blankosjekkselskaper, derfor har vi ekskludert blankosjekkselskaper som er notert og kan handles «Over-the-Counter» (OTC).<sup>16</sup> Utvalget inkluderer kun blankosjekkselskaper som har fullført et erverv av målselskap, og hvor aksjen kan handles under nytt navn og ticker.

Det er blitt gjort tilsvarende analyser på området, blant annet av de finansielle professorene Gahng, Ritter, og Zhang, hvor deres analyse er basert på et utvalg av 114 blankosjekkselskaper.<sup>17</sup> Til sammenligning er vårt utvalg av blankosjekkselskaper noe større, og er derfor godt egnet til å danne en forståelse av aksjenes avkastning de siste 12 årene. Når det er sagt anerkjenner vi likevel at tilsvarende analyser på andre områder enn blankosjekkselskaper, har et betydelig større utvalg. Dette kan forklares ved at majoriteten av blankosjekkselskapers noteringer begynte i 2019.<sup>18</sup> Utover det, har antall noteringer av blankosjekkselskaper vært relativt lavt de siste 12 årene sammenlignet med tradisjonelle noteringer.

Datainnsamlingen er gjort gjennom ulike databaser. Vi har benyttet databasen Zephyr for å identifisere blankosjekkselskaper som har gjennomført erverv av målselskaper mellom 2010 og 2021, og i hvilket tidsrom de har operert i.<sup>19</sup> Dette ga oss et utvalg på 80 selskaper. For å identifisere de resterende selskapene har vi benyttet data fra nettsiden til GritStone Asset Management.<sup>20</sup> Deretter benyttet vi databasene WRDS (Wharton Research Data Service) og CRSP (Center for Research in Security Prices) for å innhente informasjon om: Pris på aksjene, månedlig avkastning med og uten utbytte, og antall utestående aksjer for de

---

<sup>16</sup> Handler som ikke foregår på en tradisjonell børs, men ofte gjennom et forhandlernettsverk

<sup>17</sup> Gahng, R. Ritter, & Zhang, 2021, s. 18

<sup>18</sup> Mackintosh, 2022

<sup>19</sup> Zephyr

<sup>20</sup> Gritstone Asset Management, 2021

respektive periodene.<sup>21</sup> Dersom vi fremdeles manglet informasjon eller mistenkte feil i datautvalget, benyttet vi databasen EDGAR og Refinitiv Eikon for å verifisere eller korrigere for feil og mangler.<sup>22</sup>

Til Fama French tre faktor regresjonsanalysen benyttet vi CRSP for å innhente månedlig data av faktorene. En hyppig brukt kilde for å innhente data til Fama French tre faktor modellen er nettsiden til Kenneth F. French.<sup>23</sup> Dataen fra CRSP og nettsiden til Kenneth F. French er identiske, da nettsiden til Kenneth. F. French benytter CRSP som hovedkilde. Derimot er dataen til Kenneth F. French oppgitt i prosent for enten dager, eller uker, hvor vi benytter desimaler og måneder.

## **2.2 Rettskildebilde og juridisk metode**

Oppgaven tar utgangspunkt i lov om forvaltning av alternative investeringsfond (heretter AIF-loven) sine bestemmelser. Dermed vil AIF-loven samt AIFM-direktivet, som loven implementerer i norsk rett, forskrift og forarbeider være de sentrale rettskildene i denne oppgaven.

### **2.2.1 AIF-lovens bakgrunn, formål og virkeområde**

Felleseuropeisk særregulering av forvaltning av alternative investerings fond kom i kjølvannet av finanskrisen i 2008. Handel i finansmarkedet foregår på tvers av landegrenser og i et svært raskt tempo. Fondsforvaltere styrer betydelige verdier og har derfor stor innflytelse på markedene de investerer i. En svikt i et marked vil som følge av markedets natur systematisk spres over landegrenser, og er således vanskelig å håndtere ved individuelle nasjonale regelverk. Slik systematisk risiko kan etter EUs oppfatning avverges eller enklere håndteres ved et harmonisert regulatorisk rammeverk.<sup>24</sup> Alternative investeringsfond var heller ikke rettslig definert forut for vedtagelsen av AIFMD, men ble i likhet med aktive eierfond og hedgefond ansett som et alternativ til tradisjonell fondsparing.<sup>25</sup> Dette resulterte i at Europaparlamentet og Rådet vedtok Direktiv 2011/61/EU av 8. juni 2011 om forvaltere av alternative investeringsfond og om endring av direktiv 2003/41/EF og 2009/65/EF og forordning (EF) nr. 1060/2009 og (EU) nr. 1095/2010 (AIFM-Direktivet, heretter AIFMD) 8. juni 2011, hvor medlemslandene i EU hadde en

---

<sup>21</sup> Wharton University of Pennsylvania

<sup>22</sup> SEC, 2017, Refinitiv Eikon

<sup>23</sup> French

<sup>24</sup> European Commission, 2009, s. 2

<sup>25</sup> Bransjen omtalte aktive eierfond, hedgefond og eiendomsfond med fellesbetegnelsen «alternative investeringsfond» (Zetzsche, 2020, s. 2)

gjennomføringsfrist den 22. juli 2013.<sup>26</sup> Innføringen av AIFMD innebar en utvidelse av hvilke typer foretak som ble ansett som et alternative investeringsfond.<sup>27</sup> Direktivet ble således inntatt i EØS-avtalen, som gjorde direktivet bindende for Norge. Norsk lovgiver vedtok dermed AIF-loven for å oppfylle Norges forpliktelser etter direktivet. Loven trådte i kraft 1. juli 2014.

For å tilrettelegge for effektiv handel innad i EØS-området, oppstiller AIFMD harmoniserte krav til forvaltning av AIFer.<sup>28</sup> Således er hovedformålet til direktivet å forbedre kontroll ved å danne ett felles regelverk for store finansielle aktører som forvalter alternative investeringsfond. Reguleringen skal kunne imøtekomme tilknyttede risikoer og dens innvirkning på investorer og markedet. Reguleringen skal dermed påse at markedets finansielle stabilitet og integritet ivaretas, samt sikre investorvernet.<sup>29</sup> AIF-loven tar derfor sikte på å regulere: Stiftelse av alternative investeringsfond, AIF-forvaltere, administrasjon og markedsføring av AIFer. Loven bygger på et prinsipp om at AIF-forvaltere skal ha registreringsplikt, og kan ha konsesjonsplikt, dersom fondet skal markedsføres til ikke-profesjonelle investorer.<sup>30</sup> Det er også fastsatt begrensninger for AIF-forvalters valg av investeringsstrategi, da særlig hvor forvalter vesentlig girer fondet.<sup>31</sup>

I tilfellet hvor AIF-forvaltere vil markedsføre fondet til ikke-profesjonelle investorer, må forvalterne etterleve kravene som følger av AIF-lovens kapittel. 7 om «Markedsføring av alternative investeringsfond som ikke er nasjonale fond til ikke-profesjonelle investorer». Det finnes ikke et tilsvarende kapittel i AIFMD, da direktivteksten er begrenset til markedsføring til profesjonelle investorer.<sup>32</sup> Likevel åpner direktivet for at medlemstatene kan tillate AIF-forvaltere å markedsføre AIFet til ikke-profesjonelle investorer, og at medlemstatene pålegger AIF-forvaltere strengere krav enn det som gjelder ved markedsføring til profesjonelle investorer.<sup>33</sup> Norsk lovgiver har valgt å bruke sitt nasjonale handlingsrom til å innføre ytterligere krav til markedsføring til ikke-profesjonelle

---

<sup>26</sup> Europalov, u.å

<sup>27</sup> Zetzsche, 2020, s. 5

<sup>28</sup> Prop.77 L (2013-2014), s. 10

<sup>29</sup> AIFMD fortalen punkt 2), 3) og 49), Prop.77 L (2013-2014), s. 8

<sup>30</sup> AIF-loven §§ 2-2 flg, jf. 1-4 og 7-1

<sup>31</sup> AIFMD fortalen punkt 49)

<sup>32</sup> AIFMD artikkel 31 flg.

<sup>33</sup> AIFMD artikkel 43 (1) og fortalen punkt 71)

investorer. Hensikten med kapittel syv er dermed å styrke investorvernet for ikke-profesjonelle investorer.<sup>34</sup>

### **2.2.2 AIF-lovens forarbeider og forskrift**

Finansdepartementet ga i 2012 Finanstilsynet i oppdrag om å nedsette en arbeidsgruppe, for å utarbeide lovforslag til å gjennomføre AIFMD i norsk rett.<sup>35</sup> Arbeidsgruppens mandat var å gjennomgå AIFMD og foreslå nødvendige tilpasninger og endringer i det norske AIF-regelverket.<sup>36</sup> Arbeidsgruppens uttalelser om forståelse av direktivet er ikke autoritative, da gruppen ikke har vært med på å utforme det EØS-rettslige regelverket som AIF-loven gjennomfører.<sup>37</sup> Likevel kan forarbeidene være til veiledning for å tolke loven i lys av direktivet.

Forskrift til lov om forvaltning av alternative investeringsfond (heretter AIF-forskriften) vil også være relevant. Formålet med forskriften er å tilføre utfyllende bestemmelser til AIF-loven.<sup>38</sup> Forskriftens § 1-2 vil være av relevans for oppgavens første problemstilling.

### **2.2.3 Verdipapirhandelens bakgrunn, formål og virkeområde**

For å besvare vår andre problemstilling, er bestemmelsene i lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven, heretter vphl.), om hvem som er å anse som ikke-profesjonell investor, og krav til egenhets- og hensiktsmessighetsvurderingen, av betydning. Verdipapirhandelloven gjennomfører «Markets in Financial Instruments Directive» og «Markets in Financial Instruments Regulation» (heretter MiFIR) i norsk rett. Her vil europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/65/EU av 15. mai 2014 om markeder for finansielle instrumenter (heretter MiFID II 2014/65/EU) være av relevans. Formålet til direktivet er å styrke investorbeskyttelse, samt ivareta markedets transparens for å øke tilliten til de europeiske verdipapirmarkedene.<sup>39</sup> Direktivet oppstiller krav til nasjonal regulering av ytelse av investeringstjenester og investeringsvirksomhet.<sup>40</sup>

---

<sup>34</sup> Arbeidsgruppen, 2013, s. 95

<sup>35</sup> Prop.77 L (2013-2014), s. 8

<sup>36</sup> Prop.77 L (2013-2014), s. 10, Sejersted, Arnesen, Rognstad, Foyn, & Kolstad, 2011, s. 203

<sup>37</sup> Sejersted, Arnesen, Rognstad, Foyn, & Kolstad, 2011, s. 203

<sup>38</sup> AIF-forskriften § 1-1

<sup>39</sup> Finanstilsynet, 2017

<sup>40</sup> Definisjonen på investeringstjenester og investeringsvirksomhet er inntatt i MiFID II 2014/65/EU Vedlegg I, Avsnitt A og vphl. § 2-1, MiFID II 2014/65/EU artikkel 1 (1)

Videre vil kommisjonsforordning (EU) 2017/565 av 25. april 2016 om utfylling av europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/65/EU (heretter MiFID II-forordningen) komme til anvendelse ved egnethets- og hensiktsmessighetsvurderingen. MiFID II-forordningen gjennomføres som norsk lov, ved henvisning i lov om verdipapirfond (verdipapirfondloven, heretter vpfl.) § 2-2. Formålet med MiFID II-forordningen er å gi utfyllende bestemmelser til MiFID II 2014/65/EU.<sup>41</sup>

#### **2.2.4 EØS-rettslig metode**

Det norske rettssystemet er bygget på et dualistisk rettsprinsipp. Det vil si at nasjonal lovgivning, men også EØS-lovgivning, får virkning i norsk rett ved en gjennomføringsakt. Dette er også omtalt som det alminnelige lojalitetsprinsippet, som innebærer at lovgivning gjennomført i norsk rett er underlagt forpliktelser som fremkommer av EØS-avtalens direktiver og forordninger.<sup>42</sup>

Norge er forpliktet etter EØS-avtalen til å gjennomføre forordninger som nasjonal rett.<sup>43</sup> Forordninger gjennomføres ved inkorporasjon, enten i form av lov- eller forskriftsbestemmelse ved ordrett oversettelse. Forordninger skal inntas uten at ordlyden endres. Dette kan for eksempel observeres i vphl. § 7-1, hvor (EU) 2017/1129 (Prospektforordningen) blir inkorporert i norsk lovgivning ved henvisning til forordningen. Imidlertid skal forordninger gjennomføres slik at den gjelder som en del av EØS-avtalen, med de tilpasninger som skal passe EØS-medlemstatene. Det vil i praksis si at det kan vedtas utfyllende lov- eller forskriftsbestemmelser for å avhjelpe med etterlevelse av forordningen.<sup>44</sup>

Direktiver blir gjennomført i nasjonal lovgivning, gjennom ny lov eller forskrift. Eksempelvis blir AIFMD gjennomført i AIF-loven og AIF-forskriften. Ved gjennomføring av direktiver står EØS-statene fritt til å bestemme formen og midlene for gjennomføringen,<sup>45</sup> det såkalte nasjonale handlingsrommet. Likevel kan det nasjonale handlingsrommet innskrenkes på bakgrunn av ulike bestemmelser i direktivene. Eksempelvis fremkommer det i AIFMD, at direktivet gir norsk lovgiver adgang til å benytte sitt nasjonale handlingsrom, for å la forvaltere markedsføre AIFet til ikke-profesjonelle investorer. Dette innebærer

---

<sup>41</sup> MiFID II (EU) 2017/565 fortalen punkt 2)

<sup>42</sup> Sejersted, Arnesen, Rognstad, Foyn, & Kolstad, 2011, s. 195

<sup>43</sup> EØS-loven artikkel 7 a)

<sup>44</sup> Fredriksen & Mathisen, 2022, ss. 396-297

<sup>45</sup> EØS-loven artikkel 7 b)



imidlertid ikke at norsk lovgiver kan benytte det nasjonale handlingsrommet til å utforme en nasjonal ordlyd som strider med direktivtekstens ordlyd.<sup>46</sup> Eksempelvis, dersom det skal markedsføres til ikke-profesjonelle investorer, kan norsk lovgiver pålegge AIF-forvaltere strengere krav enn det som følger av direktivteksten, men ikke lempeligere krav. Ellers er AIFMD i stor utstrekning et fullharmoniseringsdirektiv, derfor kan ikke gjengivelsen i det nasjonale regelverket hverken stride eller avvike fra direktivet.<sup>47</sup> Dette ble også fremhevet i forarbeidene til AIF-loven, hvor lovtekstens gjengivelse tar det rettslige utgangspunktet i direktivet.<sup>48</sup> Dersom det skulle oppstå tolkningstvil angående tolkningen av loven, må direktivtekstens ordlyd fortolkes for å finne frem til forpliktelsene direktivet pålegger norsk lovgiver.<sup>49</sup> I praksis fører dette til at medlemstatene mer eller mindre ordrett gjennomfører direktivteksten i nasjonal lovgivning.

#### **2.2.4.1 Europeiske tilsynsmyndigheter**

Opgavens problemstillinger har ikke blitt berørt i norsk rettspraksis, EFTA eller EU-domstolen. Derfor vil det være hensiktsmessig å se hen til andre kilder, som kan være til veiledning for tolkning av lov- og direktivteksten. I AIF-lovens forarbeider blir det uttalt at det selvstendige tilsynsorganet European Securities and Market Authority (heretter «ESMA») sine retningslinjer «Guidelines on key concepts of the AIFMD» står sentralt ved tolkningen av AIFMD,<sup>50</sup> herunder ved vurderingen av om et foretak skal falle innunder definisjonen av et AIF.<sup>51</sup> Bakgrunnen for dette, er at ESMA har som oppgave å gi veiledning ved etterlevelse av EU/EØS-rettsakter på børss- og verdipapirrettens område, og å koordinere medlemstatenes gjennomføring av direktiver.<sup>52</sup> Likevel vil tilsynsorganet ikke ha myndighet til å gi retningslinjer som pålegger medlemsstatene forpliktelser utover det som fremkommer av direktivteksten, men presiserer ofte ordlyden mer innskrenkende for å sikre felles etterlevelse.

Hvilken rettskildevikt europeiske tilsynsmyndigheters retningslinjer har, ble reist i EU-domstolens tolkningsavgjørelse i sak C-911/19. Saken omhandlet

---

<sup>46</sup> Fredriksen & Mathisen, 2022, s. 400

<sup>47</sup> Sejersted, Arnesen, Rognstad, Foyn, & Kolstad, 2011, ss. 197-198

<sup>48</sup> Prop.77 L (2013-2014), s. 22

<sup>49</sup> Sejersted, Arnesen, Rognstad, Foyn, & Kolstad, 2011, s. 200

<sup>50</sup> ESMA, 2013

<sup>51</sup> Prop.77 L (2013-2014), s. 22

<sup>52</sup> (EU) nr. 1095/2010 artikkel 16 nr. 1

retningslinjer om produkttilsyn og styringsordninger av bankprodukter til personkunder, utgitt av den Europeiske banktilsynsmyndigheten «EBA». Franske tilsynsmyndigheter godkjente retningslinjene. Motparten, det franske bankforbundet,<sup>53</sup> motstridde tilsynsmyndighetenes godkjenning av retningslinjene. Det franske bankforbundet anførte at EBA gikk utover sin myndighet som fremkommer av (EU) nr. 1093/2010 artikkel 16. EU-domstolen uttalte i denne sammenheng at EBAs retningslinjer ikke var juridisk bindende.<sup>54</sup>

Til tross for at dommen gjaldt EBAs retningslinjer, mener vi at dommen har overføringsverdi til ESMAAs retningslinjer. Ettersom ESMAAs retningslinjer er å anse som «soft law»,<sup>55</sup> vil retningslinjene presisere forpliktelsene som fremkommer av AIFMD, og således være til veiledning.

Departementet har fremhevet i de norske lovforarbeidene at de skal ha en «lojal tilnærming» til ESMAAs retningslinjer, da retningslinjene er avgjørende for rettshomogeniteten i EØS-rettslig sammenheng.<sup>56</sup> Dersom norsk lovgiver avviker fra ESMAAs retningslinjer, må det forklares av Finanstilsynet (prinsippet om «comply or explain».<sup>57</sup> Det fremkommer også av ESMAAs «Guidelines compliance table» at norske myndigheter har tilkjennegjort at de vil følge retningslinjene «Guidelines on key concept of the AIFMD».<sup>58</sup>

Videre vil dessuten retningslinjer generelt, bli vurdert på Kommisjonsintern høring og på høring i alle EØS-land før de blir vedtatt. Fra et praktisk brukerperspektiv vil retningslinjene dermed bære preg av å være autoritative.<sup>59</sup> På bakgrunn av manglende rettspraksis, at Norge anser en lojal tilnærming til ESMAAs retningslinjer, og at AIF-loven med tilhørende forskrifter gir lite tolkningsveiledning, vil ESMAAs retningslinjer bli hyppig brukt i vår første problemstilling.

En annen kilde som heller ikke er rettslig bindende, er EU-kommisjonens «spørsmål og svar» dokument. Dokumentet vil være retningsgivende ved tolkning

---

<sup>53</sup> Det franske bankforbund er et organ som representere alle bankene i Frankrike (Fédération Bancaire Française, u.å)

<sup>54</sup> C-911/19, 2021

<sup>55</sup> «Soft law» er ikke rettslig bindende, men bærer preg av å være som retningslinjer. Ofte i form av veiledere eller rundskriv (Kjelland, 2021)

<sup>56</sup> Prop.77 L (2013-2014), s. 23

<sup>57</sup> (EU) nr. 1095/2010 artikkel 16 nr. 3, ESMA, 2018

<sup>58</sup> ESMA/2013/611, 2021, s. 4

<sup>59</sup> Stemsrud, 2016, s. 74

av definisjonen på et AIF, til tross for at det ikke er en formel rettskilde.<sup>60</sup>

Hensikten med dokumentet er å samle og besvare ulike spørsmål fra interessenter om anvendelse av AIFMD, for å sikre formålet om felles forståelse av direktivteksten.<sup>61</sup>

Videre har ESMA kommet med uttalelser om blankosjekkselskapers prospekter og investorbeskyttelse. Uttalelsene har til hensikt å koordinere medlemstatenes tilsynsmyndigheters granskning av blankosjekkselskapers prospekter i samsvar med prospektforordningen, og er derfor hovedsakelig rettet mot de respektive tilsynsmyndighetene i EU og EØS. ESMA ønsker også å rette oppmerksomheten mot utstedere som utarbeider blankosjekkselskapers prospekter, og distribuerer selskapenes finansielle instrumenter.<sup>62</sup>

#### **2.2.4.2 Finanstilsynets rettsoppfatninger**

Finanstilsynet er et selvstendig myndighetsorgan med hovedoppgave om å regulere, føre tilsyn i finansmarkedet og godkjenne konsesjonssøknader.<sup>63</sup>

Finanstilsynet fører også tilsyn og godkjenner forvaltere av AIFer etter AIF-loven.<sup>64</sup> Finanstilsynets rettsoppfatninger vil være til veiledning ved tolkning av loven, da tilsynet har myndighet til å treffe avgjørelser for aktører omfattet av regelverket. Rettsoppfatningene er dermed til veiledning ved praktisk anvendelse av rettsreglene. Likevel tildeles Finanstilsynets rettsoppfatninger mindre rettskildevekt ved tolkning av AIFMD, da tilsynet ikke har myndighet til å utvide tolkningsresultatet etter forpliktelsene som fremkommer av direktivet.<sup>65</sup> Ved tilfeller hvor ESMA's retningslinjer og Finanstilsynets rettsoppfatninger er motstridende, vil det legges størst vekt på ESMA's ordlyd.<sup>66</sup>

Finanstilsynet har ved to anledninger utgitt rundskriv om AIFer,<sup>67</sup> og i tillegg skrevet et brev til Oslo Børs om blankosjekkselskaper, som kan vil være til veiledning.<sup>68</sup> Blant annet vil Finanstilsynets rundskriv 9/2019 om «Definisjonen

---

<sup>60</sup> European Commission, 2017, s. 2

<sup>61</sup> Fra og med 9 februar 2017 fikk ESMA ansvaret for å lansere verktøy for spørsmål og svar for interessenter (ESMA, 2017)

<sup>62</sup> ESMA, 2021, s. 1

<sup>63</sup> Rundskriv 9/2019, 2019, Finanstilsynet, 2016

<sup>64</sup> AIF-loven §§ 2-2 (1) og 9-1

<sup>65</sup> Aarli & Mæhle, 2018, ss. 70-71

<sup>66</sup> Sejersted, Arnesen, Rognstad, Foyen, & Kolstad, 2011, s. 200

<sup>67</sup> Rundskriv er enkelte forvaltningsorgans interne rutiner på hvordan rettskilder skal forstås og praktiseres (Kjeldsberg, 2011)

<sup>68</sup> Finanstilsynet, 2021

av alternative investeringsfond og prosjektfinansieringsselskaper» være til veiledning ved vurderingen av om blankosjekkselskaper omfattes av AIF-loven.

### **3 Hvordan fungerer et blankosjekkselskap?**

Følgende delkapittel har til formål å gi en definisjon av hvordan blankosjekkselskaper fungerer i praksis. Ved anvendelse av første og andre problemstilling vil vi henviser til følgende delkapittel.

Blankosjekkselskaper er som nevnt av amerikansk opphav. Derfor vil videre redegjørelse av hvordan et blankosjekkselskap fungerer, bære preg av blankosjekkselskapers struktur etter amerikansk jurisdiksjon. Dersom vi ser det som hensiktsmessig vil vi underveis i redegjørelsen gi en forklaring på hvordan strukturering av blankosjekkselskaper vil være etter norsk lovgivning.

Blankosjekkselskaper opprettes av såkalte «sponsorer» som er personene som står bak blankosjekkselskapets stiftelse. Etter stiftelse reiser selskapet kapital gjennom en børsnotering, hvor investorer tilbys å tegne aksjer i selskapet. Sponsorenes overordnede oppgave er å finne ett eller flere egnede målselskaper enten ved fusjon eller oppkjøp, samt bidra med finansiering og forvaltning av blankosjekkselskapet forut for erverv av målselskapet.<sup>69</sup>

Hvorvidt det skal foretas en fusjon eller et oppkjøp er opp til blankosjekkselskapets sponsorer å avgjøre. Etter norsk selskapslovgivning vil avgjørelsen være av betydning for strukturering av selskapet både forut for og etter erverv av målselskapet. En fusjon etter norsk selskapslovgivning vil innebære at blankosjekkselskapet (det overtakende selskapet) overdrar målselskapets (det overdragende selskapet) eiendeler, rettigheter og forpliktelser i sin helhet. Dette gjøres enten ved at målselskapets aksjonærer får et vederlag i form av aksjer i blankosjekkselskapet, eller ved aksjer og et tillegg som ikke overstiger 20 prosent av det samlede vederlaget.<sup>70</sup> Således vil blankosjekkselskapet og målselskapet bli til én selvstendig juridisk enhet, som kan handles under felles navn og ticker. Ved et oppkjøp vil derimot blankosjekkselskapet erverve enten en majoritetsandel av målselskapets aksjer eller alle aksjene, vanligvis mot et kontantvederlag. Dermed vil blankosjekkselskapet og målselskapet operere som to selvstendige juridiske

---

<sup>69</sup> Lamont, 2021

<sup>70</sup> Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven, heretter asal.) § 13-2 (1)

enheter, hvor blankosjekkselskapet struktureres som et holdingselskap og målselskapet er et tilhørende datterselskap.<sup>71</sup> Vi vil derfor gjennomgående ofte benytte termen «erverv» når vi sikter til fusjon eller oppkjøp av et målselskap.

Videre består sponsorene vanligvis av forretningsfolk med lang erfaring fra finansbransjen, eller med ekspertise om bransjen hvor målselskapet befinner seg. Sponsorene kan for eksempel være personer med erfaring fra aktive eierfond eller aktive forvaltningsfond.<sup>72</sup> I enkelte tilfeller har kjendiser uten erfaring fra finansbransjen blitt benyttet som sponsorer for å markedsføre blankosjekkselskapet.<sup>73</sup> Videre har sponsorene en tidsfrist på å finne et egnet målselskap. Fristen vil normalt være på to år, men det er ikke uvanlig med en tilleggsfrist på tre til seks måneder.<sup>74</sup> Bakgrunnen for den korte tidsfristen er å insentivere sponsorene til å finne et egnet målselskap, samt forhindre at investorene plasserer kapital over lengre perioder uten å motta avkastning.<sup>75</sup> Dersom sponsorene ikke klarer å finne et egnet målselskap for enten fusjon eller oppkjøp, skal blankosjekkselskapet avvikles. I et slikt tilfelle vil den innskutte kapitalen tilbakebetales i sin helhet til investorene. Motsetningsvis, dersom sponsorene klarer å erverve et egnet målselskap vil sponsorene motta en godtgjørelse, hvor de tildeles 20 % av aksjene til enten det fusjonerte eller det oppkjøpte selskapet.<sup>76</sup>

For å forhindre ekstern konkurranse vedrørende ervervet av målselskapet vil ikke blankosjekkselskapet navngi hvilket, eller hvilke selskaper det planlegger å erverve.<sup>77</sup> Av verdipapirrettslige årsaker må likevel sponsorene utgi et prospekt til investorene ved børsnotering av blankosjekkselskapet.<sup>78</sup> Prospektet inneholder en beskrivelse av hvilken bransje eller type virksomhet sponsorene anser som attraktiv. For amerikanske blankosjekkselskaper er det ikke uvanlig at sponsorene har muligheten til å gå i en helt annen retning enn angitt i prospektet.<sup>79</sup> Derimot har vi observert, at sponsorene i europeiske blankosjekkselskaper forplikter seg til

---

<sup>71</sup> Asal. § 1-3 om konserner

<sup>72</sup> Klausner, Ohlrogge, & Ruan, 2021, s. 3

<sup>73</sup> Lamont, 2021

<sup>74</sup> Gahng, R. Ritter, & Zhang, 2021, s. 2

<sup>75</sup> Finra, u.å

<sup>76</sup> Young, 2021

<sup>77</sup> Young, 2021

<sup>78</sup> SEC, 2021, Vphl. § 7-1, jf. prospektforordningen

<sup>79</sup> Lamont, 2021

å følge den angitte beskrivelsen som fremkommer av prospektet.<sup>80</sup> På bakgrunn av investorenes manglende informasjon om målselskapet vil beslutningen om å tegne aksjer i et blankosjekkselskap, i stor grad baseres på sponsorens renommé og antatt evne til å gjennomføre et lønnsomt erverv. Derfor har sponsorene stor innflytelse og påvirkningskraft overfor blankosjekkselskapet, og dets aksjonærer.

Finansiering av ervervet skjer ved at sponsorene børsnoterer blankosjekkselskapet. Etter amerikansk verdipapirlovgivning vil oppgaven om å reise kapital ofte tildeles en «underwriter». Underwriteren tegner verdipapirer hos blankosjekkselskapet for så å videreselge verdipapirene til investorer. Således blir underwriter en mellommann.<sup>81</sup> Etter norsk verdipapirlovgivning er underwriter definert som verdipapirforetak, og tjenesten som ytes er definert som fulltegningsgaranti.<sup>82</sup> En fulltegningsgaranti kalles også for «tilretteleggingstjeneste», hvor verdipapirforetaket er tilrettelegger, og står for enten salg av verdipapirer eller som garantist for hele eller deler av selskapets emisjon.<sup>83</sup>

Vanligvis tar verdipapirforetaket som yter tilretteleggingstjenesten et gebyr på 5,5 % av den totale innhentede kapitalen. Blankosjekkselskapet utsteder således «units», ofte til en pris på \$10 per unit. Units består som regel av en aksje og et derivat som gir investorene en fremtidig tegningsrett. Etter norsk selskapsrett ligner units på en aksje og en frittstående tegningsrett.<sup>84</sup> Denne tegningsretten kan sammenlignes med en «call opsjon», hvor investoren besitter en rett til å kjøpe ytterligere aksjer i det ervervede selskapet til en forhåndsbestemt pris på et fremtidig tidspunkt. Hvilken aksjeandel utøvelse av tegningsretten gir, varierer alt ifra fraksjoner av en aksje til en hel aksje.<sup>85</sup> Ifølge forskning utført av Gahng et al. vil tegningsretten typisk tilsvare en tiendedel av en aksje, ha en utøvelsesrett fem år etter erverv av målselskapet, og til en forhåndsbestemt pris på \$11,50 per aksje. Sponsorene får også muligheten til å handle units, men til en meget rabattert pris vanligvis \$0,005 per unit.<sup>86</sup> Sponsorenes handel av units utgjør godtgjørelsen på

---

<sup>80</sup> ESMA, 2021, s. 3, se delkapittel [5.4.2.1 Har blankosjekkselskaper en definert investeringsstrategi?](#)

<sup>81</sup> Bergo, 2021, s. 262

<sup>82</sup> Vphl. § 2-1 (1) nr. 6.

<sup>83</sup> Prop.77 L (2017–2018) punkt 12.1, Bergo, 2021 s. 262

<sup>84</sup> Asal. § 11-12

<sup>85</sup> Klausner, Ohlrogge, & Ruan, 2021, s. 11

<sup>86</sup> Klausner, Ohlrogge, & Ruan, 2021, s. 6, Gahng, R. Ritter, & Zhang, 2021, s. 1

20 % av det totale antallet aksjer i det ervervede målselskapet etter vedtak om erverv.

Når blankosjekkselskapet har innhentet ønsket mengde kapital gjennom utstedelse av aksjer og tegningsretter, kan investorene fritt omsette aksjen og tegningsretten hver for seg i annenhåndsmarkedet.<sup>87</sup> Aksjene utstedt av blankosjekkselskapet er ofte inndelt i ulike aksjeklasser. Etter norsk selskapsrett skal i utgangspunktet alle aksjene til et selskap gi like rettigheter. Likevel er det adgang til å fastsette ulike aksjeklasser gjennom vedtektene som gir forskjellige rettigheter.<sup>88</sup> Investorer som handler units vil motta A-aksjer, som gir stemmerett når generalforsamlingen skal treffe vedtak om erverv.<sup>89</sup> I tillegg gis investorer med A-aksjer retten til å innløse sine aksjer mot investert kapital. Dersom investoren velger å innløse sin aksjebeholdning vil det skje et bytteforhold hvor investeringen blir innløst. Sponsorenes godtgjørelse på 20 % av aksjene i det ervervede målselskapet utgjør klasse B-aksjer, og i de fleste tilfeller mottar sponsorene også tegningsretter. Disse B-aksjene inneholder en rekke restriksjoner forut for ervev. Blant annet kan ikke B-aksjene innløses på samme måte som A-aksjene, eller fritt omsettes. I tillegg gir ikke B-aksjene stemmerett ved vedtak om erverv på generalforsamling. Derimot vil B-aksjene kunne konverteres til A-aksjer etter generalforsamlingen har truffet vedtak om erverv av målselskapet. På den måten vil ikke sponsorene ha anledning til å tappe blankosjekkselskapets verdier gjennom innløsning, på bekostning av investorenes investerte kapital forut for erverv av målselskapet.<sup>90</sup>

Kapitalen som blir reist gjennom børsnotering plasseres i en deponeringskonto som skal tilsvare en risikofri investering.<sup>91</sup> Ved et oppkjøp vil denne kapitalen være forbeholdt betaling av oppkjøpet, eller til å tilbakebetale investorene dersom de ønsker innløsning. Ved en fusjon vil det etter norsk selskapsrett ikke kunne bli benyttet en deponeringskonto for å betale for fusjonen, da vederlaget skjer i form av aksjer. Imidlertid kan deponeringskontoen benyttes til å betale et tilleggsvederlaget dersom det er aktuelt.<sup>92</sup> Uavhengig om det foretas et oppkjøp eller en fusjon, kan investorene til en enhver tid forut for erverv av målselskapet

---

<sup>87</sup> Gahng, R. Ritter, & Zhang, 2021, s. 1

<sup>88</sup> Asal. § 4-1 (1)

<sup>89</sup> Asal. § 13-3 (2)

<sup>90</sup> Gahng, R. Ritter, & Zhang, 2021, s. 1

<sup>91</sup> Vil typisk tilsvare avkastningen til en 10 års statsobligasjon

<sup>92</sup> Asal. § 13-2 (1) nr. 2

innløse sin investering. Kapitalen tilbakebetales mot at investoren gir fra seg aksjebeholdningen. Likevel kan investoren beholde sin tegningsrett. Derfor vil investorer som velger å innløse sin investering beholde sine tegningsretter kostnadsfritt, bortsett fra transaksjonskostnaden.<sup>93</sup> Dersom investoren beholder sin tegningsrett kan investoren enten velge å utøve den når den kan utøves, eller selge den i annenhåndsmarkedet. Siden investoren får tegningsretten «gratis» ved å kjøpe units, vil investoren uansett ikke tape penger på å utøve eller selge tegningsretten. På den måten er investorens investering i units fullstendig risikofri forut for erverv av målselskapet.

Ettersom investorene har muligheten til å innløse sin investering forut for erverv av målselskapet, vil det være usikkert hvorvidt blankosjekkselskapet har nok kapital til å gjennomføre transaksjonen. For å redusere denne usikkerheten vil sponsorene ofte invitere «PIPE-investorer» (Private Investment in Public Equity), til å kjøpe de innløste aksjene.<sup>94</sup> PIPE-investorer er ofte institusjonelle investorer, og blir gjerne tilbudt å handle aksjer til en rabattert pris.<sup>95</sup> I enkelte tilfeller vil sponsorer selv opptre som PIPE investorer.<sup>96</sup>

### **3.1 Kostnader**

Ved første øyekast virker således en børsnotering gjennom et blankosjekkselskap lukrativt for alle parter. Likevel oppstår det en del «skjulte kostnader» i forbindelse med erverv av målselskapet. Disse kostnadene oppstår i form av utvanning, godtgjørelser eller gebyrer. Fra forskning utført av Klausner et al. og Gahng et al. fremkommer det at de skjulte kostnadene knyttet til et blankosjekkselskaps erverv av et målselskap er mange, og vesentlig høyere enn ved en tradisjonell børsnotering. Belastningen som påføres av disse kostnadene skjer som regel ikke på sponsorene eller målselskapets regning, men på blankosjekkselskapets investorer.<sup>97</sup>

I den videre fremstillingen vil vi ikke redegjøre for alle de skjulte kostnadene, men for de kostnaden vi anser som viktigst og som bygger videre på ovennevnt

---

<sup>93</sup> Gahng, R. Ritter, & Zhang, 2021, s. 1

<sup>94</sup> Gahng, R. Ritter, & Zhang, 2021, s. 2

<sup>95</sup> Investopedia, 2020

<sup>96</sup> Gahng, R. Ritter, & Zhang, 2021, s. 2

<sup>97</sup> Klausner, Ohlrogge, & Ruan, 2021, s. 7, Gahng, R. Ritter, & Zhang, 2021, ss. 4-5



drøftelse. Vi vil benytte simple eksempler for å illustrere hvordan de ulike kostnadene reduserer aksjeprisen til et blankosjekkselskap.

### **3.1.1 Kostnader forut for erverv av målselskapet**

Kostnadene forut for erverv av målselskapet knytter seg til investorenes rett til å innløse sine aksjebeholdninger. Som nevnt har investorene adgang til å innløse sin aksjebeholdning og likevel beholde sin tegningsrett. Mange investorer benytter seg ofte av denne muligheten, dermed reduseres kapitalen stående på deponeringskonto. For å motvirke reduksjonen av kapitalen som skal benyttes til ervervet, vil sponsorene invitere PIPE-investorer til å handle innløste aksjer til en rabattert pris. Dette vil medføre en reduksjon i aksjeprisen for de investorene som ikke har benyttet seg av innløsningsretten. For å illustrere dette, har vi utformet et simpelt eksempel. La oss si at blankosjekkselskapet utsteder aksjer til \$10 per aksje og har 100 A-aksjer utestående, hvor hver investor eier en aksje. Det totale beløpet stående på deponeringskonto er dermed \$1000.<sup>98</sup> Videre benytter 25 % av aksjonærene retten til å innløse sine aksjer. PIPE-investorene inviteres således til å kjøpe opp 25 % av selskapets aksjebeholdning til en pris på \$9 per aksje. Det vil medføre at aksjeprisen reduseres fra \$10 per aksje til \$9,75 per aksje.<sup>99</sup>

### **3.1.2 Kostnader etter erverv av målselskapet**

Den første kostnaden som oppstår umiddelbart etter erverv av målselskapet knytter seg til verdipapirforetakets gebyr for ytelse av tilrettelegging. Som nevnt er dette gebyret ofte på 5,5 % av den totale innhentede kapitalen, hvor 2,2 % betales umiddelbart og 3,3 % etter erverv av målselskapet. Andelen som betales umiddelbart prises inn i aksjekursen ved utstedelse. Andelen som betales etter erverv av målselskapet medfører en kostnad som vil redusere aksjekursen. Det kan imidlertid argumenteres for at markedet priser denne kostnaden inn ved utstedelse av aksjene, ettersom at markedet er kjent med at den vil oppstå ved erverv av målselskapet. Likevel er det en kostnad som er vanskelig å prise inn forut for erverv. Ettersom investorene har rett til å innløse sine aksjer løpende

---

<sup>98</sup> Ved stiftelse har blankosjekkselskapet utsted aksjer til \$10 per aksje og har totalt 125 utestående aksjer, 80 % er A-aksjer og 20 % er B-aksjer. Beløp stående på deponeringskonto er således \$1000. ( $125 \text{ aksjer} \times 0,8 = 100 \text{ aksjer}$ ,  $100 \text{ A-aksjer} \times \$10 = \$1000$ )

<sup>99</sup> 25% av aksjonærene innløser sine aksjer og beløp stående på deponeringskonto reduseres til \$750 ( $\$1000 - 25 \% = \$750$ ). PIPE-investorer handler 25 % av A-aksjene for \$9 og deponeringskonto tilføres \$225, beløp stående på deponeringskonto er nå \$975 ( $\$9 \times 25 \text{ A-aksjer} = \$225$ ). Ny aksjepris er \$9,75 ( $\$975 / 100 \text{ A-aksjer} = \$9,75$ )

mellom utstedelse frem til erverv, vil det medføre at gebyret som skal betales etter erverv, blir påført de aksjonærene som ikke har innløst sine aksjer. Hvis vi bygger videre på det ovennevnte eksempelet, og legger til grunn at ingen aksjonærer innløser sine aksjer, vil gebyret på 3,3 % beregnes ut ifra den totale innhentede kapitalen. Den totale kostnaden utgjør dermed \$33 og vil redusere aksjekursen fra \$9,75 per aksje til \$9,42 per aksje.<sup>100</sup>

Den andre kostnaden som vil oppstå umiddelbart etter erverv av målselskapet knytter seg til sponsorenes godtgjørelse på 20 % av det ervervede målselskapet. Godtgjørelsen i enten det fusjonerte, eller oppkjøpte målselskapet vil medføre en kostnad i form av utvanning for investorene ved at sponsorene konverterer sine B-aksjer til A-aksjer. Konverteringen vil resultere i at beholdningen av A-aksjer øker i henhold til sponsorenes krav på godtgjørelse. Hvis vi igjen legger til grunn ovennevnt eksempel og sponsorene har et krav på 20 % av selskapets A-aksjer, vil konvertering av B-aksjer innebære at beholdningen på 100 A-aksjer øker til 125 A-aksjer.<sup>101</sup> En slik økning vil således innebære en ytterligere reduksjon i aksjekursen fra \$9,42 til \$7,54 som følge av utvanning.

Den tredje kostnaden som oppstår etter erverv av målselskapet skjer ikke umiddelbart etter fusjon. Kostnaden knytter seg til investorenes rett til å utøve sin tegningsrett. For ordens skyld, vil dette kun medføre en reduksjon i aksjeprisen for de investorene som: Ikke benytter seg av sin rett til å tegne nye aksjer, for investorer som har handlet aksjer i annenhåndsmarkedet, eller målselskapets investorer dersom det er tale om en fusjon og ikke et oppkjøp. Ved utøvelse av tegningsretter vil selskapets aksjebeholdning øke avhengig av hvor stor aksjeandel hver tegningsrett tilsvarer. Som nevnt vil utøvelse av tegningsretten ofte tilsvare en tiendedel av en aksje. Hvis vi legger til grunn vårt ovennevnte eksempel og i tillegg forutsetter at 80 % av investorene som besitter tegningsretter utøver én

---

<sup>100</sup> 3,3 % av total innhentet aksjekapital utgjør \$33 (100 A-aksjer tegnet = \$1000 deponeringskonto,  $\$1000 \times 0,033 = \$33$ ), deponeringskonto omgjøres til kontantbeholdning ved et erverv og reduseres med gebyret ( $\$975$  i kontantbeholdning – gebyr  $\$33 = \$942$ ), ny aksjepris er  $\$9,42$  ( $\$942 / 100$  A-aksjer =  $\$9,42$ )

<sup>101</sup> Konvertering av B-aksjer til A-aksjer medfører økning av beholdning A-aksjer til 125 (25 B-aksjer konverteres + 100 A-aksjer = 125 A-aksjer), ny aksjepris er  $\$7,54$  (kontantbeholdning  $\$942 / 125$  A-aksjer =  $\$7,54$ )

tegningsrett, vil den totale aksjebeholdningen øke med 10 %.<sup>102</sup> Således vil de investorene som enten ikke besitter tegningsretter, eller ikke benytter muligheten til å utøve tegningsretten, utvannes ved at aksjebeholdning øker med 10 %. Økningen av aksjebeholdningen vil dermed ytterligere redusere aksjekursen fra \$7,54 per aksje til \$6,98 per aksje.

I våre ovennevnte eksempler har vi illustrert hvordan skjulte kostnader kan redusere aksjekursen fra \$10 ved utstedelse til \$6,98 etter erverv. Dette tilsvarer en negativ avkastning på -30,2 % av den opprinnelige investeringen. Fra studiene til Klausner et al. fremkommer det en mer omfattende analyse av de skjulte kostnadene. Analysen bestod av et utvalg på 47 blankosjekkselskaper, som utstedte aksjer til en pris på \$10 per aksje. Analysen avdekket at de skjulte kostnadene førte til en reduksjon fra \$10 per aksje til \$5,70 per aksje målt i median.<sup>103</sup> Det tilsvarer en negativ avkastning på -43 % av den opprinnelige investeringen.

Avslutningsvis mener vi at våre eksempler og funn fra tidligere forskning godt fremstiller kompleksiteten forbundet med å investere i blankosjekkselskaper. Vi vil senere i oppgaven benytte både funnene og eksemplene for videre drøftelse om betydningen av hensynet om investorvern forbundet med investeringer i blankosjekkselskaper.

## 4 Empiriske funn

Våre empiriske funn er basert på en simpel investeringsstrategi hvor en ikke-profesjonell investor handler aksjer i et blankosjekkselskap, og holder aksjen i enten 3, 12 eller 36 måneder. Funnene vil heretter bli presentert for å gi en dypere innsikt i hvilken avkastning en ikke-profesjonell investor kan forvente ved å gjennomføre en simpel investeringsstrategi (BAHR). Resultatene fra Fama French tre faktor regresjonsanalysen vil gi dypere innsikt i funnene fra BAHR analysen

---

<sup>102</sup> 80 % av investorene uøver 1 tegningsrett (forutsatt av hver aksje handlet gir 1 tegningsrett og 1/10 av en aksje dersom den utøves), utøvelsen medfører en økning av den totale aksjebeholdningen på 10 % ( $125 \text{ aksjer} \times 0,8 = 100 \text{ aksjer}$ ,  $100 \text{ utøvelser} \times 0,1 = 10 \text{ nye aksjer}$ ), ny aksjepris er \$6,98 (beholdning før utøvelse 125 aksjer + 10 nye aksjer = 135 aksjer, kontantbeholdning \$942 / 135 aksjer = \$6,98)

<sup>103</sup> Klausner, Ohlrogge, & Ruan, 2021, ss. 6-7.

## 4.1 Resultater fra investeringsstrategien BAHR

Etter BAHR analysen hadde alle blankosjekkselskapenes aksjer en gjennomsnittlig negativ avkastning for alle investeringsperiodene.

<b>År - Erverv</b>	<b>n</b>	<b>3 måneder BAHR</b>	<b>12 måneder BAHR</b>	<b>36 måneder BAHR</b>
2010	0	0,0%	0,0%	0,0%
2011	0	0,0%	0,0%	0,0%
2012	0	0,0%	0,0%	0,0%
2013	2	-12,7%	-18,9%	-14,9%
2014	3	-9,8%	-37,5%	-55,1%
2015	6	0,5%	6,4%	70,8%
2016	5	2,5%	7,2%	-18,1%
2017	13	-2,7%	-6,5%	-44,7%
2018	15	0,3%	-39,9%	21,4%
2019	20	-19,0%	-15,4%	15,3%
2020	45	1,8%	-6,3%	-19,3%
2021	32	1,1%	-11,8%	33,6%
Gjennomsnitt		-2,4%	-12,3%	-5,4%
Median		-9,4%	-33,6%	-35,9%
Min		-88,7%	-96,1%	-99,0%
Max		205,0%	397,0%	547,3%

Etter vår analyse, vil en investeringsstrategi, hvor en ikke-profesjonell investor holder aksjen i 3 måneder gi en gjennomsnittlig avkastning på -2,4 % og en median på -9,4 %. Tilsvarende investeringsstrategi vil gi henholdsvis avkastning på -12,3 % og -5,4 % med en median på -33,6 % og -35,9 %, for periodene 12 og 36 måneder. Resultatene for gjennomsnittlig avkastning tilsier at blankosjekkselskapers aksjer presterer verst 12 måneder etter fusjon, for deretter å hente seg noe inn 36 måneder etter fusjon. Det samme gjelder for mål på median avkastning. Likevel er prisen på aksjene mot slutten av alle investeringsperiodene i gjennomsnitt lavere enn hva aksjeprisen er ved oppkjøp eller fusjon.

Det er fremdeles verdt å nevne at den høyeste observerte avkastning for periodene 3, 12 og 36 måneder var på henholdsvis 205 %, 397 % og 547,3 %. Det må likevel presiseres at dette er for én enkelt observasjon av et utvalg på 141 blankosjekkselskaper. Motsetningsvis, var laveste observerte avkastning for de samme periodene -88,7 %, -96,1 % og -99 %.

Oppsummert var andelen av blankosjekkselskaper med negativ avkastning for 3 måneders perioden på 62 % av det totale utvalget. Med andre ord hadde 87 av 141

blankosjekkselskaper en negativ avkastning etter 3 måneder. For 12 og 36 måneder var andelen av blankosjekkselskaper med negativ avkastning på henholdsvis 74 % og 52 % av totalen.

Sammenlignet med tilsvarende studier på området har vi lignende resultater. Resultater fra Gahng et. al. sine studier ga en gjennomsnittlig avkastning for 12 måneder på -8,1% med en median på -21,2 %. Videre fikk de en gjennomsnittlig positiv avkastning på 0,7 % for perioden på 36 måneder. Det er et noe bedre sammenlignet med vårt resultat for gjennomsnittlig avkastning for perioden på 36 måneder (-5,4 %). Likevel var deres median for samme periode på -22 %.<sup>104</sup>

## 4.2 Resultater fra Fama French tre faktor regresjonsanalyse

Vår første observerte portefølje ble dannet 31.07.2013 da det må foreligge minimum 2 observerte selskaper i det samme tidsrommet for å danne en portefølje. Alle observasjoner før 31.07.2013 er blitt ekskludert fra analysen. Totalt sett inneholder analysen 102 månedlige porteføljer for både 12 og 36 måneders intervallene.

	Likevektet		Verdivektet	
	12 måneder	36 måneder	12 måneder	36 måneder
Modell	(1)	(2)	(3)	(4)
Alfa	-0,011	-0,008	0,000	-0,009
Rm - Rf	1,344(***)	1,09 (***)	1,649 (***)	1,264(***)
SMB	1,478(**)	1,789(*)	1,536 (***)	1,419 (***)
HML	-0,110	0,119	-0,562	-0,329
R kvadrat	0,147	0,378	0,114	0,313
Observasjoner	102	102	102	102

*Fama French tre faktor regresjonsanalyse av månedlig avkastning, modell 1 til 4.*

\*  $p < 0,10$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*\*\*  $p < 0,01$ .

Som nevnt er resultatet for månedlig alfa det mest interessante å kommentere, da alfa kan gi en indikasjon på investeringens evne til å slå markedet. Ingen av modellene resulterte i en merkbar alfa. Modell 1, 2 og 4 hadde en negativ alfa på rundt -1 %, mens modell 3 hadde en alfa tilnærmet 0. Således har

<sup>104</sup> Gahng, R. Ritter, & Zhang, 2021, s. 52

blankosjekkselskapene målt i modellene 1, 2 og 4 prestert i gjennomsnitt dårligere enn tilsvarende investeringer i markedet.<sup>105</sup> Modell 3 har prestert tilnærmet likt som markedet. Det foreligger dermed ingen ekstra risikojustert premie for noen av investeringsstrategiene. Utover dette hadde heller ingen av modellene en statistisk signifikant alfa målt i p-verdi. Det vil si at markedet har vurdert og priset blankosjekkselskapenes aksjer korrekt, noe som samsvarer med den økonomiske teorien om effisiente markeder.

Videre viste alle modellene med hensyn til markedsfaktoren ( $R_m - R_f$ ) statistisk signifikans på 1 % nivå, og positive betakoeffisienter. Vi kan dermed si at porteføljene beveger seg i samsvar med markedet. Det vil således bety at dersom markedet beveger seg positivt vil porteføljen gjøre det samme. Likevel vil bevegelsen være av ulik grad av volatilitet. Ulik grad av volatilitet kan forklares ved at betakoeffisienten til markedet for alle modellene var over 1. Med andre ord, dersom betakoeffisienten for modellene var 1, ville porteføljene beveget seg i takt med markedet. I vår analyse hadde alle modellene en betakoeffisient mellom 1,1 og 1,65. Således vil porteføljene bevege seg mer aggressivt enn markedet. Eksempelvis dersom markedet beveger seg 1 % vil porteføljene (avhengig av modell) bevege seg mer enn 1 %.

Videre viste modellene med hensyn til selskaps-størrelsesfaktoren (SMB) tilsvarende resultater. Signifikansnivået for modell 1 og 2 var derimot noe lavere, henholdsvis 5 % og 10 % nivået, men likevel statistisk signifikant. Vi kan dermed legge til grunn samme begrunnelse som ved tolkningen av porteføljenes forhold til markedsfaktoren. Med andre ord er blankosjekkselskapene i porteføljene, i alle modellene, utsatt for de samme risikofaktorene som selskaper av lav verdi. Vår tolkning av selskaps-størrelsesfaktorens statistiske signifikans, er at majoriteten av selskapene i analysen bestod av selskaper av mindre størrelse.

Analysens resultater for selskaps-verdifaktoren (HML) nådde ikke statistisk signifikans i noen av modellene. Det er dermed ingen statistisk sammenheng mellom porteføljen av blankosjekkselskaper og selskaps-verdifaktoren.

Bestemmelseskoeffisienten (R-kvadrat) benyttes til å måle hvor godt datautvalget passer regresjonsmodellen målt i prosent. Det er likevel ikke et mål på hvor

---

<sup>105</sup> Med tilsvarende investeringer siktes det til investeringer som ikke er i blankosjekkselskaper

korrekt modellen er. R-kvadrat forklarer styrkeforholdet mellom den avhengige variabelens varians (porteføljens månedlige avkastning), og de uavhengige variabelenes varians (markedsfaktoren, SMB og HML). Vår analyse ga en R-kvadrat for modellene 1 og 3 (12 måneder) på henholdsvis 14,7 % og 11,4 %. For modellene 2 og 4 (36 måneder) var R-kvadrat på henholdsvis 37,8 % og 31,3 %. Etter vår regresjonsanalyse av modell 2, kan dermed porteføljens gjennomsnittlig månedlige avkastning forklares med 37,8 % i observasjonene sett i markedsfaktoren, SMB og HML. Det forklarer likevel ikke hvorvidt resultat er godt eller dårlig, med mindre vi sammenligner med tilsvarende studier. Fra Gahng et. al. sin analyse fremkommer det at R-kvadrat var: 31,5 % for modell 1, 30,8 % for modell 2, 30,4 % for modell 3 og 29,2 % for modell 4.<sup>106</sup> Vi kan dermed konkludere med at modell 2 og 4 hadde et datautvalg som passet analysen godt, derimot var modell 1 og 3 vesentlig dårligere til å forklare datautvalget til analysen sammenlignet med studier fra Gahng et. al.

Oppsummert kan vi konkludere med at en investering i blankosjekkselskapers aksjer er risikabelt, gir gjennomsnittlig negativ avkastning og ingen ekstra risikojustert premie.

---

<sup>106</sup> Gahng, R. Ritter, & Zhang, 2021, s. 53

## 5 Er blankosjekkselskaper alternative investeringsfond?

For at et blankosjekkselskap skal kunne bli ansett som et AIF, må selskapet oppfylle alle vilkårene for et alternativt investeringsfond.<sup>107</sup>

### 5.1 Definisjon av alternative investeringsfond

Definisjonen av et alternativt investeringsfond fremkommer av AIF-lovens, § 1-2

a). Bestemmelsen lyder som følger:

*«alternativt investeringsfond: innretning for kollektiv investering som ikke er et UCITS, jf. verdipapirfondloven § 1-2 første ledd nr. 4, og som innhenter kapital fra et antall investorer med sikte på å investere kapitalen i henhold til en definert investeringsstrategi til fordel for investorene».*<sup>108</sup>

Bestemmelsen er tilsvarende lik i AIFMD.<sup>109</sup> Av lovteksten fremkommer det tre kumulative vilkår som må være oppfylt for at et blankosjekkselskap skal bli ansett som et AIF. Blankosjekkselskapet må være en «innretning for kollektiv investering som ikke er UCITS», «som innhenter kapital fra et antall investorer», «med sikte på å investere kapitalen i henhold til en definert investeringsstrategi til fordel for investorene».<sup>110</sup> I tillegg foreligger det et unntak for holdingselskaper.<sup>111</sup> Vi vil redegjøre for unntaket senere i delkapittel «5.5 Unntak for holdingselskaper»

### 5.2 Innretning for kollektiv investering som ikke er et UCITS

Det første vilkåret er at alternative investeringsfond må være en «innretning for kollektiv investering som ikke er et UCITS». Vilkåret reiser to spørsmål. Det første spørsmålet er om blankosjekkselskaper er en «innretning for kollektiv investering» og det andre spørsmålet er om blankosjekkselskaper «ikke er et UCITS».<sup>112</sup>

#### 5.2.1 Innretning for kollektiv investering

##### 5.2.1.1 Hva menes med «innretning»?

Hva som menes med «innretning» fremkommer ikke klart av lovens ordlyd.

Derfor ser vi hen til AIFMD for videre veiledning. AIF-loven gjennomfører som

---

<sup>107</sup> AIF-loven § 1-2 a

<sup>108</sup> AIF-loven § 1-2 a)

<sup>109</sup> AIFMD artikkel 4 (1) a)

<sup>110</sup> AIF-loven § 1-2 a)

<sup>111</sup> AIF-forskriften § 1-2

<sup>112</sup> AIF-loven § 1-2 a)



nevnt AIFMD ved gjengivelse,<sup>113</sup> derfor er det naturlig å tolke termen «innretning for kollektiv investering» i tråd med direktivet. Direktivet har ikke en eksplisitt definisjon av ordet «innretning» («undertaking»), men forklarer at det ikke er avgjørende om AIF-et er åpent eller lukket, børsnotert eller unotert, eller dens juridiske form. Derimot er det avgjørende, om AIF-et er en «innretning for kollektiv investering» med det formål om å hente kapital fra flere enn én investor, med sikte på å investere kapitalen til fordel for investorene.<sup>114</sup> Dette ble ytterligere presisert i EU-kommisjonens «spørsmål og svar» dokument, vedrørende spørsmål om eiendomsselskaper og AIFer. EU-kommisjonens svar var som følger:

*«Each structure should be considered on its own merits based on substance, not on form».*<sup>115</sup>

Dermed er ikke AIF-ets investeringsstruktur, eksempelvis juridiske form, avgjørende for vurdering av hva som anses å være en innretning etter AIF-lovens ordlyd. Det sentrale er at en innretning er egnet når den kollektivt investerer på vegne av investorene. Med andre ord er en «innretning» etter direktivet enhver investeringsstruktur som investeres kollektivt på vegne av investorene. For eksempel vil da ett allmennaksjeselskap bli ansett som en innretning etter ordlydens tolkning.

Anvendt på blankosjekkselskaper vil derfor ikke den juridiske formen være av betydning, om det er åpent eller lukket, eller om det er børsnotert. Det som er av betydning, er om blankosjekkselskapet som innretning er egnet som en kollektiv investering.

Finanstilsynets tolkning av innretning for kollektiv investering trekker i samme retning som vår tolkning av AIFMD.<sup>116</sup> Videre har Finanstilsynet i deres brev til Oslo Børs presisert at det må gjøres en konkret helhetlig vurdering av hvert enkelt blankosjekkselskap som en innretning for kollektiv investering.<sup>117</sup> Vi ser klare likhetstrekk mellom EU-kommisjonens presisering i deres «spørsmål og svar» og Finanstilsynets vurdering i tilsynets brev til Oslo Børs.

---

<sup>113</sup> Sejersted, Arnesen, Rognstad, Foyn, & Kolstad, 2011, ss. 197-198

<sup>114</sup> AIFMD artikkel 2 nr. 2 og fortalen punkt 6)

<sup>115</sup> European Commission, 2017, s. 2

<sup>116</sup> Rundskriv 9/2019, 2019, s. 4

<sup>117</sup> Finanstilsynet, 2021, s. 2

### 5.2.1.2 Hva menes med «kollektive investeringer»?

Det neste er således hva som menes med «kollektive investeringer». Ordlyden tilsier at innretningen må legges til rette slik at kapitalen kan brukes til å oppnå en eiendel, som kan genere en avkastning for felleskapet. Utover dette gir ordlyden lav grad av veiledning på hva «kollektive investeringer» innebærer. Ordlyden er tilsvarende lik i direktivteksten («collective investment undertakings»),<sup>118</sup> og gir også her lav grad av veiledning.

ESMA's retningslinjer gir derimot veiledning på hva ordlyden kan tilsi. ESMA viser til tre kjennetegn for å presisere ordlyden «kollektive investeringer».<sup>119</sup> Som nevnt tidligere er ikke ESMA's retningslinjer rettslig bindende, men er ment som veiledning, da ordlyden i direktivet er vag og har et vidt anvendelsesområde. Dersom blankosjekkselskaper oppfyller kjennetegnene, vil det dermed tale for at selskapene oppfyller vilkåret.

#### 5.2.1.2.1 Generelt kommersielt eller industrielt formål

Det første kjennetegnet er at innretningen ikke har et «generelt kommersielt eller industrielt formål».<sup>120</sup> Kjennetegnet fremkommer ikke direkte av direktivteksten, og det er etter vårt syn vanskelig å se hvordan ESMA har utledet dette kjennetegnet. Dersom det sees hen til AIF-lovens forarbeider, fremkommer det at vilkåret om å investere i samsvar med definert investeringsstrategi ikke er oppfylt, hvis innretningen driver «ordinær forretningsmessig virksomhet».<sup>121</sup> En mulig forklaring kan være at «generelt kommersielt eller industrielt formål» utledes, ved at man leser direktivteksten om «innretning for kollektiv investering» i lys av direktivtekstens vilkår om «definert investeringspolitikk». Derav kan det tolkes dithen at det må foreligge et finansielt formål. Det fremstår likevel noe kronglete å måtte lese vilkårene i lys av hverandre for å komme frem til at en innretning for kollektiv investering ikke kan ha et «generelt kommersielt eller industrielt formål». Hvis tilfellet er at vilkårene må leses i lys av hverandre, vil retningslinjene om «generelt kommersielt eller industrielt formål» være til veiledning for å presisere ordlyden «kollektive investeringer».

---

<sup>118</sup> AIFMD artikkel 4 (1) a)

<sup>119</sup> ESMA, 2013, s. 5 punkt 12

<sup>120</sup> ESMA, 2013, punkt 12 a)

<sup>121</sup> Prop.77 L (2013-2014), s. 19

Det faktum at direktivteksten unnlater å nevne at en innretning for kollektiv investering må ha et finansielt formål for å kunne anses som et AIF, har blitt påpekt av Filippo Annunziata. Han mener at det er en forutsetning at aktiviteten er finansiell av sin natur for at det skal være en innretning for kollektiv investering i AIFMD. Annunziata mener at dette er av såpass stor betydning at det derfor burde vært konkretisert i direktivteksten fremfor i ESMA's retningslinjer.<sup>122</sup> Vi er enige i Annunzias uttalelser.

ESMA forstår «generelt kommersielt og industrielt formål» som et formål om å etterleve en forretningsstrategi som primært fokuserer på: «kjøp, salg og/eller handel av varer og tjenester, eller levering av ikke-finansielle tjenester», en industriell drift som «involverer produksjon av varer og bygging av eiendommer», eller en kombinasjon av begge.<sup>123</sup> Forklaringen tilsier at innretningens hovedvirksomhet ikke må bestå av de overnevnte aktivitetene for at det skal bli ansett som et AIF.

Etter vårt syn er det vanskelig å forstå hvor mye «kommersielt eller industrielt» virksomhet som kan forekomme i en innretning, for at kjennetegnet ikke skal oppfylles. Anvendt på blankosjekkselskaper vil dette likevel være uproblematisk, da selskapet forut for erverv av målselskapet ikke vil ha noe form for kommersiell eller industriell virksomhet. Blankosjekkselskapers forretningsstrategi går ut på å erverve et målselskap med et kommersielt eller industrielt formål. Dersom det er tale om fusjon vil ikke blankosjekkselskapet ha et industrielt eller kommersielt formål ved stiftelse, men etter fusjonen. Dermed vil det være uproblematisk at blankosjekkselskapet etableres som et AIF, og deretter avvikles som et AIF etter fusjonen. I tilfellet hvor det er tale om et oppkjøp, vil heller ikke blankosjekkselskapet ha et kommersielt eller industrielt formål forut for oppkjøpet. I motsetning til fusjon, vil datterselskapet ha et kommersielt eller industrielt formål, mens blankosjekkselskapet vil fremdeles ha et finansielt formål etter oppkjøpet. Således blir vurderingen om blankosjekkselskaper omfattes av unntaket for holdingsselskaper. Dette vil vi redegjøre for i delkapittel «5.5 Unntaket for holdingsselskaper».

---

<sup>122</sup> Annunziata, 2017, s. 6

<sup>123</sup> ESMA, 2013, s. 2 del. II. «Definitions»

Organisasjonen AFME (Association for Financial Markets in Europe)<sup>124</sup> har på en annen side argumentert for at blankosjekkselskaper ikke vil oppfylle kjennetegnet, da selskapene har til hensikt å erverve et målselskap med et kommersielt eller industrielt formål. Vi forstår det slik at AFME mener at vurderingen ikke skal ta utgangspunktet i hvilket formål blankosjekkselskapet har ved noteringstidspunktet, men frem i tid.<sup>125</sup> Etter vårt syn fremstår det usikkert om det skal tas utgangspunkt i om blankosjekkselskaper vil ha et kommersielt eller industrielt formål i fremtiden, eller om det skal tas utgangspunkt i formålet før erverv. Likevel mener vi at det er vanskelig å se hvordan AFME har utledet en slik tolkning fra ESMA's retningslinjer, da det er ingenting som tilsier at vurderingen skal hensynte fremtidig kommersiell eller industriell virksomhet.

Finanstilsynets tolkning av «kommersielt eller industrielt formål» samsvarer med ESMA's retningslinjer, hvor Finanstilsynet avgrenser mot foretak som driver med «alminnelig næringsvirksomhet». Imidlertid problematiserer Finanstilsynet grensetilfeller hvor innretningen kan ha et finansielt formål, men det kan forekomme kommersielle aktiviteter.<sup>126</sup> Det fremkommer av Finanstilsynets rundskriv at det må foretas en konkret helhetsvurdering av grensetilfellet, hvor det er viktig å se på «strukturens primære forhold» for å avgjøre om innretningen har et kommersielt, industrielt eller finansielt formål. Vår oppfatning er at Finanstilsynet sikter til hvorfor strukturen hovedsakelig ble opprettet, med andre ord strukturens opprinnelige formål. Vi kan likevel ikke forstå hvordan Finanstilsynet har utledet en slik tolkning av kjennetegnet. Videre mener vi at Finanstilsynets tolkning av «kommersielt eller industrielt formål» utvider lovens ordlyd om «kollektive investeringer» ytterligere. Således kan tilsynets tolkning medføre at flere innretninger oppfyller kjennetegnet.

Finanstilsynet har i deres brev til Oslo Børs redegjort for deres syn ved vurderingen av om blankosjekkselskaper som en innretning har et kommersielt, industrielt eller finansielt formål. Her fremkommer det at det er av liten betydning om selskapet har et kommersielt eller industrielt formål i fremtiden. Det vesentlige ved vurderingen er hvordan organiseringen av blankosjekkselskapets

---

<sup>124</sup> AFME er en organisasjon som representerer ledende banker og finansielle aktører i Europa (AFME, u.å)

<sup>125</sup> AFME, 2022, s. 33

<sup>126</sup> Rundskriv 9/2019, 2019, s. 4

struktur er på etableringstidspunktet, ikke frem i tid.<sup>127</sup> Som nevnt er vår oppfatning at Finanstilsynet igjen, sikter til investeringsstrukturens opprinnelige formål ved ordet «strukturens primære forhold» i deres rundskriv. At blankosjekkselskapet ikke lenger vil oppfylle AIF-lovens vilkår et stykke frem i tid, virker heller ikke å være av betydning etter Finanstilsynets syn. I likhet med drøftelsen til AFME sine uttalelser, er vi usikre på hvordan Finanstilsynet har utledet en slik tolkning fra ESMA's retningslinjer.

Videre i brevet til Oslo Børs fremkommer det at dersom en innretning er klassifisert som et AIF, men som i ettertid endres slik at innretningen ikke lenger oppfylder lovens vilkår, er av «mindre betydning for den vurdering som må gjøres i forbindelse med etableringen».<sup>128</sup> Legger man således Finanstilsynets presisering til grunn skal vurderingen gjøres på etableringstidspunktet, uavhengig av om det foretas en fusjon eller et oppkjøp. Etter vårt syn er det usikkert om det skal hensyntas fremtidige hendelser ved vurderingen av kjennetegnet. Likevel anser vi det som uproblematisk at blankosjekkselskaper kan omfattes av AIF-lovens virkeområdet ved etablering, for så å avvikles som et AIF, når det er tale om fusjon.

#### **5.2.1.2.2. Generere en samlet avkastning**

Det andre kjennetegnet er at innretningen må tilrettelegges slik at investorene samlet kan stille opp med nødvendig kapital for investeringsformålet, med sikte på å generere en samlet avkastning («pooled return»)<sup>129</sup> Dette kjennetegnet er etter vårt syn et naturlig tolkningsresultat som kan utledes fra direktivtekstens ordlyd om «kollektiv investering». Det er nærliggende å forstå det slik at en kollektiv investering skal kunne ha potensialet til å generere en samlet avkastning for de investorene som har valgt å investere i innretningen. Videre presiserer ESMA at en «samlet avkastning» genereres ved at investorene tar en samlet risiko som følge av investeringen. Kjennetegnet vil således være oppfylt selv om gevinst eller tap ikke fordeles pro-rata.<sup>130</sup>

Anvendt på blankosjekkselskaper vil hver investor skyte inn kapital individuelt for et samlet investeringsformål, med sikte på å generere en samlet avkastning. En

---

<sup>127</sup> Finanstilsynet, 2021, s. 2

<sup>128</sup> Finanstilsynet, 2021, s. 3

<sup>129</sup> ESMA, 2013, s. 5 punkt 12 b)

<sup>130</sup> ESMA, 2013, s. 3 del. II. «Definitions»

investering i et målselskap er egnet til å generere en samlet avkastning. Således er kjennetegnet etter vårt syn oppfylt.

Imidlertid har AFME også her argumentert for at blankosjekkselskaper ikke oppfyller dette kjennetegnet. Ettersom den samlede kapitalen kun vil være egnet til å genere en samlet avkastning etter at blankosjekkselskapet har ervervet målselskapet, mener AFME at kjennetegnet ikke vil være oppfylt.<sup>131</sup> Vi kan ikke forstå hvordan AFME har klart å utlede en slik slutning fra ESMA's retningslinjer, og er heller ikke enig i dette. Dersom dette skulle vært tilfelle, ville andre innretninger for kollektive investeringer som vanligvis er klassifisert som AIFer ikke oppfylle dette kjennetegnet. For eksempel ville ikke aktive eierfond oppfylt dette kjennetegnet. På lik linje med blankosjekkselskaper, generer heller ikke aktive eierfond avkastning før etter at kapitalen er investert i et målselskap. Således vil AIFer som har til formål å investere i investeringsobjekter, kun omfattes av kjennetegnet dersom selskapet umiddelbart investerer den innhentete kapitalen. Videre er det slik at den innhentede kapitalen investeres med sikte på («with a view»)<sup>132</sup> at den skal generere en samlet avkastning. En fortolkning av ordlyden «med sikte på» tilsier at investeringen skal ha potensialet til å generere en samlet avkastning. Det betyr likevel ikke at potensialet skal foreligge umiddelbart etter innhenting av kapitalen er foretatt. Videre virker det heller ikke som om AFME har tatt i betraktning at investorene har rett til å innløse sine aksjer. Således kan innhenting av kapital foregå helt frem til erverv av målselskapet. Eksempelvis kan aksjonærer velge å tegne aksjer rett forut for ervervet av målselskapet.

Et annet argument er at det nødvendigvis ikke er tilfellet at en investering i et blankosjekkselskap kun er egnet til å generere en avkastning etter erverv av målselskapet. Det forekommer tilfeller hvor blankosjekkselskapets aksjer blir priset høyere forut for erverv, på bakgrunn av markedets tro på sponsorens evne til å foreta et profitabelt erverv. Således vil investorene som sitter på aksjer få avkastning på sin investering, og kan oppnå gevinst ved å selge aksjene til høyere markedspris. Det skal likevel nevnes at dette sjeldent er tilfellet.

---

<sup>131</sup> AFME, 2022, s. 33

<sup>132</sup> ESMA, 2013, s. 5 punkt 12 b)

### 5.2.1.2.3 *Løpende kontroll eller innflytelse*

Det tredje kjennetegnet er at investorene ikke skal ha «løpende kontroll eller innflytelse» over innretningen for kollektiv investering.<sup>133</sup> I likhet med første kjennetegn har vi også her vanskeligheter for å se hvordan ESMA kan utlede et slikt kjennetegn fra direktivteksten. Dette har også blitt kommentert av Annunziata. Her stiller Annunziata seg igjen kritisk til at et så viktig element ikke har blitt forklart i direktivteksten, men fremkommer av ESMA's retningslinjer. Likevel hevder han at kriteriet kan spores tilbake til den generelle ideen om at innretninger for kollektive investeringer er forvaltet av en uavhengig forvalter.<sup>134</sup>

ESMA har gitt en nærmere forklaring på hva som menes med «løpende kontroll eller innflytelse» («day-to-day discretion or control»). ESMA definerer «løpende kontroll og innflytelse» som en form for direkte løpende kontroll eller innflytelse over den daglige operasjonelle driften, eller forvaltningen av innretningens eiendeler. Etter vårt syn sikter ESMA her til typen kontrollen eller innflytelsen en daglig leder, eller styret, har i et aksje- eller allmennaksjeselskap etter aksjeloven/allmennaksjeloven §§ 6-12 og 6-14. Videre avgrenser ESMA ytterligere i deres definisjon, at innflytelsen eller kontrollen ikke må strekke seg vesentlig lenger enn de alminnelige rettigheter en investor har til å utøve myndighet gjennom generalforsamling. Etter norsk selskapslovgivning kan aksjonærene utøve en slik rett etter asal. §§ 5-2 og 5-4. Dermed er ikke kontrollen eller innflytelsen betinget av om den er utøvet eller ikke. Det avgjørende er at investorene er i posisjon til å utøve slik innflytelse eller kontroll.

ESMA presiserer således at kjennetegnet er oppfylt dersom én eller flere, men ikke alle investorer, har slik innflytelse eller kontroll.<sup>135</sup> Dermed er ikke kjennetegnet oppfylt dersom investorene som en kollektiv gruppe, med andre ord alle investorene, har løpende kontroll eller innflytelse. Dette vil tale for at innretningen ikke vil være et AIF. Vi forstår ESMA's retningslinjer om «løpende kontroll eller innflytelse» slik at alle investorene må være i posisjon til å utøve kontroll eller innflytelse, på tilsvarende måte som et styret eller daglig ledelse, for at kjennetegnet ikke er oppfylt.

---

<sup>133</sup> ESMA, 2013, s. 5 punkt. 12 c)

<sup>134</sup> Annunziata, 2017, ss. 6-7

<sup>135</sup> ESMA, 2013, s. 3 del. II. «Definitions»

Anvendt på blankosjekkselskaper mener vi at aksjonærene kan inndeles i to grupper. Den ene gruppen er alminnelige investorer, altså investorer som ikke har annet formål enn å eie aksjer eller tegningsretter. Investorene har ikke kontroll eller innflytelse utover deres myndighet til å stemme på generalforsamling. Investorene forvalter ikke eiendelene og er ikke i posisjon til å kunne utøve løpende kontroll eller innflytelse.

Den andre gruppen er sponsorene. Det kan argumenteres for at sponsorene er i posisjon til å utøve slik kontroll eller innflytelse ved at de kan sitte i styret. Likevel utgjør sponsorene noen, men ikke alle investorene i blankosjekkselskapet. Dette vil være uproblematisk, selv om det er sponsorene som forvalter blankosjekkselskapet. Totalt sett vil derfor hverken investorene eller sponsorene ha løpende kontroll eller innflytelse over forvaltning av eiendelene. Det tredje kjennetegnet for en «kollektiv investering», er derfor oppfylt.

Finanstilsynets tolkning av kjennetegnet er forenlig med ESMA's definisjon. Imidlertid presiserer Finanstilsynet videre at investorene også må inneha nødvendig kompetanse til å kunne utøve løpende kontroll og innflytelse. Finanstilsynet eksemplifiserer med at ikke-profesjonelle investorer ofte ikke vil ha relevant kompetanse til å inneha en slik posisjon.<sup>136</sup> Etter vårt syn innskrenker Finanstilsynet ESMA's definisjon av kjennetegnet ytterligere. Likevel mener vi at dette er en fornuftig tolkning, da investorer som ikke innehar nødvendig kompetanse til å utøve løpende kontroll eller innflytelse, heller ikke vil kunne anvende en slik kontroll eller innflytelse.

Basert på drøftelse ovenfor har vi kommet frem til at blankosjekkselskapers juridiske form, slik vi har definert dem,<sup>137</sup> kan ansees som en innretning. Videre oppfyller blankosjekkselskaper alle kjennetegnene for å bli ansett som en kollektiv investering. Totalt sett taler dette for at blankosjekkselskaper er en «innretning for kollektiv investering».

### **5.2.2 Som er et «UCITS»**

Det neste spørsmålet er således hvorvidt blankosjekkselskaper er et UCITS.<sup>138</sup> Ordlyden er tilsvarende lik i AIFMD («do not require authorisation pursuant to Article 5 of Directive 2009/65/EC»). UCITS er et akronym for «Undertakings for

---

<sup>136</sup> Rundskriv 9/2019, 2019, s. 6

<sup>137</sup> Se delkapittel [3 Hvordan fungerer et blankosjekkselskap?](#)

<sup>138</sup> AIF-loven § 1-2 a)



Collective Investment in Transferable Securities». <sup>139</sup> Et UCITS er en type verdipapirfond som skal tilfredsstillere EØS-rettslige krav fra Europaparlaments- og Rådsdirektiv 2009/65/EF av 13. juli 2009 om samordning av lover og forskrifter om foretak for kollektiv investering i omsettelige verdipapirer (UCITS), hvor kapittel VII og VIII er gjennomført i vpfl kapittel 6. <sup>140</sup> Loven stiller strenge krav til risikospredning og hva slags eiendeler slike fond kan investere i.

Det er sjeldent tolkningstvill rundt hvorvidt et fond utgjør et AIF eller UCITS, gitt verdipapirfondlovens strenge krav til risikospredning og plassering av fondsandelene til UCITS (med unntak av vpfl. §§ 6-7 og 6-8). <sup>141</sup> For et AIF-fond, gjelder ikke slike begrensninger.

Anvendt på blankosjekkselskaper vil en investering i et blankosjekkselskap ikke innebære en slik risikospredning og plassering av andeler. Således vil blankosjekkselskaper etter den generelle definisjonen falle utenfor reglene i verdipapirfondlovens kapittel 6, som tilsier at i den utstrekning et blankosjekkselskap er en innretning for kollektiv investering, er det ikke et UCITS.

### **5.2.3 Er blankosjekkselskaper en innretning for kollektiv investering, som ikke er UCITS?**

Etter redegjørelsen kan vi konkludere med at det ikke er avgjørende hvilken juridisk form blankosjekkselskaper har, om det er børsnotert eller om selskapet er åpent eller ikke. Det avgjørende er om blankosjekkselskapet er egnet som en innretning for kollektiv investering. Videre oppfylder blankosjekkselskaper etter vår definisjon alle kjennetegnene til kollektive investeringer, som etter vårt syn taler for at blankosjekkselskaper er en innretning for kollektive investeringer. Videre er det en vesentlig forskjell fra å investere i et blankosjekkselskap, fremfor et UCITS fond. En investering i et blankosjekkselskap krever ikke strenge krav til blant annet risikospredning og det investeres bare i selskaper. Vi kan derfor konkludere med at blankosjekkselskaper etter vår definisjon oppfyller det første vilkåret i AIF-lovens § 1-2 a).

---

<sup>139</sup> Chen, 2021

<sup>140</sup> Vpfl. § 1-2 (1) nr. 4

<sup>141</sup> Vpfl. §§ 6-1 til 6-6

### **5.3 Som innhenter kapital fra et antall investorer**

Det andre vilkåret for at et blankosjekkselskap skal utgjøre et AIF, er at det «innhenter kapital fra et antall investorer».<sup>142</sup> Vilkåret reiser to spørsmål.

#### **5.3.1 Hva menes med «innhenter kapital»?**

Det første spørsmålet gjelder hva det vil si at innretningen «innhenter kapital». Ordlyden er annerledes i direktivteksten («raise capital»), men det er ikke noe som tilsier at ordet har en annen betydning.<sup>143</sup> Ordet om å «innhente» tilsier at det må dreie seg om en aktiv handling om å hente kapital. Dermed vil lovgivers valg av ordet «innhenter» gi større grad av veiledning til handlingen som må tas, fremfor ordet «reiser» («raise»).

Dette er også forenelig med ESMA's forklaring på hvordan termen «raising capital» skal forstås. ESMA's presisering innebærer at en innretning må aktivt innhente kapital med formål om å finansiere investeringsstrategien. ESMA presiserer videre at det er uten betydning om aktiviteten foretas en eller flere ganger, eller hvilken form kapitalen som reises har. Så lenge «kapitalen» er av økonomisk verdi kan et hvert formuesgode anses som kapital.<sup>144</sup>

Anvendt på blankosjekkselskaper vil det ikke oppstå tvilstilfelle om det første spørsmålet er oppfylt. Blankosjekkselskaper innhenter kapital aktivt gjennom å utstede «units» – aksjer og tegningsretter – i forbindelse med børsnoteringen, hvor kapitalen som reises er i form av penger.

#### **5.3.2 Hva menes med «et antall investorer»?**

Det andre spørsmålet er hva som menes med at innretningen må innhente kapital fra «et antall investorer». Ordlyden i lovteksten er tilsvarende som i direktivteksten («number of investors»). Ordlyden i både lov- og direktivteksten tilsier at det må dreie seg om mer enn én investor.<sup>145</sup> Det foreligger ikke noen eksplisitt grense for hvor mange investorer det må innhentes kapital fra. Derimot forstås det slik at det må innhentes kapital «fra flere enn én».<sup>146</sup>

ESMA's presisering av «antall investorer» («number of investors») trekker i samme slutning som vår ordlydsfortolkning. Her fremkommer det at en innretning

---

<sup>142</sup> AIF-loven § 1-2 a)

<sup>143</sup> AIFMD artikkel 4 (1.) a) (i)

<sup>144</sup> ESMA, 2013, s. 6 punkt. 13, Zetzsche, 2020, s. 33

<sup>145</sup> Zetzsche, 2020, s. 37

<sup>146</sup> Prop.77 L (2013-2014), s. 19

er egnet til å hente kapital fra mer enn én investor, med mindre det etter nasjonal lov, vedtekt eller andre rettslige bindende avtaler foreligger begrensninger. ESMA legger videre til grunn at vilkåret «innhenter kapital fra et antall investorer» er oppfylt dersom kapital innhentes fra én investor som investerer på vegne av flere juridiske eller private personer.<sup>147</sup>

Anvendt på blankosjekkselskaper vil heller ikke dette kriteriet reise noen tvilstilfeller. Som nevnt reises kapitalen gjennom børsnotering, hvor det blir utstedt eierandeler til allmennheten.

### **5.3.3 Innhenter blankosjekkselskaper kapital fra et antall investorer?**

Slik vi definerer blankosjekkselskaper,<sup>148</sup> kan vi konkludere med at blankosjekkselskaper aktivt innhenter kapital gjennom børsnotering hvor det utstedes aksjer og tegningsretter til allmennheten. Blankosjekkselskaper oppfyller dermed det andre vilkåret i AIF-lovens § 1-2 a).

## **5.4 Med sikte på å investere kapitalen i henhold til en definert investeringsstrategi til fordel for investorene**

Det tredje vilkåret er at forvalter av AIFet må «sikte på å investere kapitalen i henhold til en definert investeringsstrategi til fordel for investorene».<sup>149</sup> Vilkåret reiser således tre spørsmål.

### **5.4.1 Hva menes med «med sikte på»?**

Det første spørsmålet som reises er hva som menes med «med sikte på å investere kapitalen i henhold til en definert investeringsstrategi». Ordlyden «med sikte på» er tilsvarende lik i direktivteksten («with a view»)<sup>150</sup> Ordlyden tilsier at det ikke er et krav om at investeringen må kunne oppnås etter den gitte investeringsstrategien, men at det er tilstrekkelig at investeringen forsøkes å gjennomføres etter den planlagte investeringsstrategien. Dermed er ordlyden ment til å beskrive hvilket formål innretningen skal benytte den innhentede kapitalen til.

Anvendt på blankosjekkselskaper, er det dermed tilstrekkelig at sponsorene forsøker å erverve et egnet målselskap i henhold til deres investeringsstrategi.

---

<sup>147</sup> ESMA, 2013, s. 6 punkt. 17

<sup>148</sup> [3 Hvordan fungerer blankosjekkselskaper?](#)

<sup>149</sup> AIF-loven § 1-2 a)

<sup>150</sup> AIFMD artikkel 4 (1) a) (i)

#### **5.4.2 Hva menes med å «investere kapitalen i henhold til en definert investeringsstrategi»?**

Således er spørsmålet hva som menes med «definert investeringsstrategi». Etter norsk språklig forståelse tilsier ordet «definert» at investeringsstrategien er etablert og avgrenset til et bestemt formål. Likevel fremkommer det ikke klart av ordlyden hva som regnes som en «definert investeringsstrategi» i lovens forstand. Etter AIFMD fremkommer det at kapitalen skal investeres i samsvar med en fastsatt investeringspolitikk («in accordance with a defined investment policy»)<sup>151</sup> Her er det verdt å merke seg at termen «investeringspolitikk» blir brukt istedenfor «investeringsstrategi». Arbeidsgruppens utredning gir heller ingen veiledning på hvorfor dette ordet er valgt. Etter vårt syn har norsk lovgivning valgt et snevrere ord enn hva som fremkommer av direktivet. Ordet «investeringspolitikk» vil etter norsk språklig forståelse sikte til ens formening, eller tilnærming om forvaltningen av midler for nå et ønsket mål. Ordet «investeringsstrategi» tilsier derimot at det foreligger en konkret plan for hvordan man skal nå et ønsket mål. En slik tolkning kan medføre at blankosjekkselskaper ikke anses for å ha en definert investeringsstrategi etter AIF-loven, og er dermed ikke et AIF. Det vil eksempelvis være vanskelig for sponsorene å angi detaljer om investeringsobjektet eller oppkjøpssum. Det vil således være enklere for sponsorene å formidle deres formening om hvordan investeringen skal skape avkastning for investorene. ESMA har i deres offentlige uttalelse om ønskede krav til blankosjekkselskapers prospekt benyttet både ordet investeringspolitikk- og strategi («investment policy/strategy»)<sup>152</sup> Således er vår oppfatning at valg av ordlyd er uten betydning for tolkningsresultatet. Vårt syn er at norsk lovgivers valg av ordlyden «definert investeringsstrategi» fremfor «definert investeringspolitikk», er gjort som et forsøk på å tydeliggjøre hva som ligger i «definert», ikke for å innskrenke definisjonens rekkevidde.

Hverken AIF-loven eller direktivets ordlyd er særlig retningsgivende på hva som menes med definert investeringsstrategi/politikk. Dette er også oppfatningen til Annunziata, som beskriver tolkningsspørsmålet som det mest komplekse i direktivet.<sup>153</sup> Den samme oppfatningen deles av Dirk Zetsche hvor han beskriver

---

<sup>151</sup> AIFMD, artikkel 4 (1) a) i)

<sup>152</sup> ESMA, 2021, s. 3, punkt 2

<sup>153</sup> Annunziata, 2017, s. 9

ordlyden som svært ukonkret.<sup>154</sup> Både Zetzsche og Annunziata henviser videre til ESMA's retningslinjer for veiledning.

ESMA har kommet med en uttalelse om hva en «definert investeringspolitikk» er. ESMA legger til grunn at en innretning har en definert investeringspolitikk, dersom det foreligger en policy eller retningslinjer for hvordan kapitalen skal forvaltes.<sup>155</sup> ESMA's retningslinjer tilsier dermed at det ikke er høye krav for at det skal foreligge en definert investeringspolitikk, så lenge policyen eller retningslinjene er egnet til å generere en «samlet avkastning» («pooled return») for investorene. Videre trekker ESMA frem fire alternative momenter som alternativt eller kumulativt kan gi en indikasjon på hva en «definert investeringspolitikk» kan være.

På bakgrunn av oppgavens omfang har vi ikke mulighet til å gå i dybden på hvert enkelt moment, derfor angir vi kun momentenes innhold.

Det første momentet er at investeringspolitikken er besluttet og fastsatt, senest samtidig som investorenes investering blir bindende. Det andre momentet er at investeringspolitikken blir nedfelt i et eget dokument. Eksempelvis et informasjonsskriv, prospekt, aksjonæravtale eller vedtekt. Det tredje momentet innebærer at investorene har et rettslig grunnlag til å agere dersom eksempelvis forvalter avviker fra investeringspolitikken. Det fjerde momentet innebærer at investeringspolitikken spesifiserer retningslinjer for investeringen, og er supplert med seks punkter som eksemplifiserer slik spesifisering. Blant annet må det defineres (1) hvilke eiendeler det investeres i, eller allokeringen av eiendelene, (2) hvilke type investeringsstrategier som skal benyttes, (3) geografiske områder det investeres i, (4) gjeldsrestriksjoner, (5) investeringshorisont, og (6) graden av diversifisering.<sup>156</sup>

Momentene er som nevnt ikke avgjørende for hvorvidt en investeringsstrategi anses som «definert». Etter vårt syn er de oppgitt som et forsøk på å presisere tolkningsspørsmålet. Det sentrale ved ESMA's retningslinjer er at det må foreligge en viss grad av informasjon om hvordan investeringen skal gi en samlet avkastning forut for innhenting av kapitalen fra investorene. Vår oppfatning er at ESMA anser en investeringspolitikk som «definert» når den er dokumentert,

---

<sup>154</sup> Zetzsche, 2020, s. 37

<sup>155</sup> ESMA, 2013, s. 7 punkt 20

<sup>156</sup> ESMA, 2013, s. 7 punkt 20 bokstav (a) til (d)

inneholder en strategi som innebærer en viss grad av stabilitet og tilstrekkelig sikkerhet, slik at investorer kan ta rettslige skritt for å ivareta deres interesser. Således vil momentene ha til hensikt å styrke investorvernet.

#### **5.4.2.1 Har blankosjekkselskaper en «definert investeringsstrategi»?**

Anvendt på blankosjekkselskaper vil sponsorene forut for børsnotering av blankosjekkselskapet utgi et prospekt. I likhet med alle andre børsnoteringer, må blankosjekkselskapets prospekt oppfylle prospektforordningens minimumskrav til innhold.<sup>157</sup> Prospektet skal ha til formål å gi potensielle investorer tilstrekkelig informasjon til å foreta en informert beslutning om å investere i blankosjekkselskapet.<sup>158</sup> Spørsmålet er således om informasjonen i prospektet angir en «definert investeringsstrategi» etter AIFMD. Herunder vil ikke redegjøre for minimumskravene i prospektforordningens artikkel 13.

Det kan argumenteres for at investeringsstrategien angitt i prospektet ikke er «definert» etter AIFMD, jf. ESMA's retningslinjer. For det første vil det faktum at prospektet kun informerer investorene om hvilke bransjer eller geografisk område, men ikke informasjon om målselskapet, tale for at det ikke foreligger en «definert investeringsstrategi» forut for innhenting av kapitalen. Sponsorene kan i utgangspunktet velge å gå for en annen bransje enn hva som er angitt i prospektet. Således vil prospektet relatert til denne informasjonen svekke investorenes mulighet for å foreta en informert investeringsbeslutning. For det andre vil investorenes mulighet til å innløse investeringen forut for erverv av målselskapet også tale for at det ikke foreligger en bindende investeringsstrategi forut for investeringen. For det tredje er det faktum at investorene må stemme over ervervet av det foreslåtte målselskapet, et argument som taler for at det ikke foreligger en fastsatt investeringsstrategi på tidspunktet for etablering.

På en annen side kan det argumenteres for at årsaken til at prospektene ikke navngir målselskapet, er på grunn av finansielle årsaker. Dersom målselskapet blir navngitt før generalforsamlingen har truffet vedtak om erverv av målselskapet, kan dette svekke blankosjekkselskapets konkurransekraft, ved at eksempelvis konkurrenter initierer et rivaliserende bud på målselskapet. Videre er det faktum at investorene kan innløse sine investeringer heller ikke er et avgjørende

---

<sup>157</sup> Prospektforordningen artikkel 13

<sup>158</sup> Prospektforordningen fortalen punkt 7)

motargument, da AIFMD åpner for at AIFer kan ha ulik innløsningspolitikk.<sup>159</sup> Når det gjelder avstemming på generalforsamling forut for erverv, vil heller ikke dette argumentet tilsi at en investeringsstrategi ikke er fastsatt. Hensikten med at AIFMD reiser et krav til definert investeringsstrategi er for å styrke investorvernet. Det kan derfor argumenteres for at investorvernet vil bli vesentlig sterkere dersom investor får aktivt delta i investeringsbeslutningen, da særlig når det kun foretas én eller flere betydelige investeringer.

Videre har ESMA kommet med en offentlig uttalelse om blankosjekkselskapers prospekter. I uttalelsen fremkommer det 12 punkter utover prospektforordningens minimumskrav, som tilsynsmyndigheter bør vurdere når blankosjekkselskaper utgir et prospekt. For å vurdere om blankosjekkselskaper overholder de 12 punktene, har vi valgt å undersøke fire tilfeldige blankosjekkselskapers prospekter.<sup>160</sup> Alle blankosjekkselskapene ble notert på europeiske kapitalmarkeder.<sup>161</sup> Etter våre undersøkelser inneholder prospektene detaljert informasjon om alle de tolv punktene. Spesielt er det verdt å merke seg punkt nr. 2 i ESMA's uttalelse. I uttalelsen fremkommer det at tilsynsmyndigheter bør påse at blankosjekkselskapers investeringsstrategi er forenlig med informasjonen angitt i prospektet.<sup>162</sup> Etter våre observasjoner inneholder prospektene konkret informasjon om hvilke bransjer et egnet målselskap kan befinne seg i, geografiske områder, og ulike krav til målselskapet. Det kan eksempelvis være krav til målselskapets ledelse, om målselskapet er et verdiselskap eller vekstselskap. Videre observerer vi at prospektene oppgir flere bransjer og geografiske områder som kan være aktuelle. Det nevnes ofte flere bransjer av ulik variasjon.<sup>163</sup> Vår oppfatning er likevel at bransjene og områdene som nevnes er konkrete. For eksempel nevner blankosjekkselskapet APAC, at de vil prøve å identifisere et nordisk målselskap med operasjonell virksomhet internasjonalt, hvor målselskapet enten opererer i bransjen teknologi, dagligvare eller industri med klare ESG-mål.<sup>164</sup>

---

<sup>159</sup> Se for eksempel AIFMD artikkel 23 (1) h), jf. AIF-loven § 4-2 (1) bokstav m

<sup>160</sup> Vi har undersøkt prospektene til blankosjekkselskapene: GFJ ESG Acquisition I SE, Dutch Star Companies, APAC og I2PO. For sidetall i prospektene, se [Vedlegg tabell 1](#)

<sup>161</sup> Selskapene ble notert på følgende regulerte markeder: Frankfurt Stock Exchange, Euronext Amsterdam, Nasdaq Stockholm og Euronext Paris

<sup>162</sup> ESMA, 2021, s. 3 punkt 2

<sup>163</sup> Dutch Star Companies, 2018, s. 59, I2PO, 2021, s. 46, APAC, 2021, s. 33, GFJ ESG Acquisition I SE, 2021, s. 52

<sup>164</sup> APAC, 2021, s. 33

Dersom blankosjekkselskaper utarbeider prospektene på tilsvarende måte som selskapene vi har undersøkt, mener vi at det foreligger en investeringsstrategi som er fastsatt og bestemt forut for innhenting av kapitalen. Motsetningsvis dersom prospektene inneholder adgang til å fravike den angitte investeringsstrategien som fremkommer av prospektene, vil det tale for at investeringsstrategien ikke inneholder en viss grad av stabilitet eller sikkerhet. Videre inneholder prospektene vi har undersøkt, de resterende 11 punktene i ESMA's uttalelser. Legger man til grunn at blankosjekkselskaper oppfyller ESMA's 12 punkter for innhold i prospektet, taler det i retning av at blankosjekkselskaper har en definert investeringsstrategi.

Oppsummert mener vi at spørsmålet om blankosjekkselskaper har en definert investeringsstrategi, fortsatt er usikkert. Ved avgjørelsen må vurderingen baseres på hvert enkelt blankosjekkselskaps prospekt. På bakgrunn av våre observasjoner mener vi at blankosjekkselskaper som utarbeider prospekter på tilsvarende måte, inneholder tilstrekkelig informasjon til at det foreligger en definert investeringsstrategi.<sup>165</sup> Vi mener at prospektene til blankosjekkselskapene inneholder tilstrekkelig informasjon for at en investor kan foreta en informert investeringsbeslutning, som vil gi en viss grad av stabilitet og tilstrekkelig sikkerhet. Likevel er det verdt å nevne at ved vurderingen av hvorvidt blankosjekkselskaper har en definert investeringsstrategi, må hvert enkelt blankosjekkselskap vurderes opp mot lovens vilkår.

#### **5.4.2.1.1 Definert investeringsstrategi etter Finanstilsynet**

I likhet med ESMA mener Finanstilsynet at en investeringsstrategi er «definert» når den tar sikte på å genere en avkastning til fordel for investorene, og «den er bestemt og fastsatt senest før investorene forplikter seg til å skyte inn kapital». Finanstilsynet har også trukket frem momenter som kan tilsi hva en definert investeringsstrategi innebærer. Blant annet vil planer for inntjening og håndtering av kostnader, bestemmelser om tildeling og gjeldsgrad nedfelt i selskapets retningslinjer eller reguleringer, være momenter som taler for at det foreligger en definert investeringsstrategi.<sup>166</sup> Vi mener at disse momentene er fornuftige i presiseringen av ordlyden definert investeringsstrategi. Presiseringen taler for at investeringsstrategien er definert ved at det foreligger en dokumentert plan, som

---

<sup>165</sup> AIFMD artikkel 4 (1) a) (i), AIF-loven § 1-2 a), ESMA, 2013, s. 7, punkt 20

<sup>166</sup> Rundskriv 9/2019, 2019, s. 7



bidrar til å gi investorer tilstrekkelig sikkerhet og stabilitet. Videre trekker Finanstilsynet frem flere fornuftige argumenter, særskilt rettet mot blankosjekkselskaper. I Finanstilsynets brev til Oslo Børs har tilsynet argumentert for at strategien til blankosjekkselskaper ikke adskiller seg særlig fra andre typer investeringsfond, som for eksempel aktive eierfond. Her nevner de blant annet likhetstrekk som: identifiseringen av målselskap innenfor definert bransje, størrelse og vekstpotensial.

På en annen side går Finanstilsynet lenger enn ESMA med sin videre forklaring av ordlyden «definert investeringsstrategi». Finanstilsynets erfaring er at det hovedsakelig foreligger en definert investeringsstrategi dersom lovens øvrige vilkår er oppfylt.<sup>167</sup> Vi mener det er merkelig at Finanstilsynet kan komme med en slik uttalelse. Dette gjelder særlig da tolkningen av ordlyden «definert investeringsstrategi» er ansett som det mest komplekse tolkningsspørsmålet i direktivet.<sup>168</sup> Videre er Finanstilsynets rolle å godkjenne tillatelser til å forvalte og føre tilsyn ved AIFer.<sup>169</sup> Dermed mener vi at Finanstilsynets uttalelser har potensiale til å innfortolkes slik at «definert investeringsstrategi» har mindre vekt ved vurderingen av om innretninger omfattes av definisjonen.

Videre presiserer Finanstilsynet at det ikke er avgjørende om investeringsstrategien innebærer å investere i ett eller flere objekter, at objektene er identifisert eller ikke, og om investeringens tidshorisont er besluttet.<sup>170</sup> De samme argumentene ble gjentatt i tilsynets brev til Oslo Børs.<sup>171</sup> Dersom det kan legges en slik tolkning til grunn, mener vi at det også kan argumenteres for at såkalte «blind pools» vil oppfylle «definert investeringsstrategi». Blind pools er investeringsstrukturer hvor en forvalter står fullstendig fritt til å avgjøre hvordan den innhentede kapitalen skal investeres. Eksempelvis kan forvalter velge å investere den innhentede kapitalen i aksjer, eiendom, skip, obligasjoner eller unoterte selskaper, uten å informere investor om investeringsobjektet forut for innhenting av kapitalen.<sup>172</sup> Således vil sponsorenes mulighet til å avvike fra investeringsplanen, eksempelvis geografisk område eller bransje, heller ikke være

---

<sup>167</sup> Rundskriv 9/2019, 2019, s. 6

<sup>168</sup> Annunziata, 2017, s. 9, Zetzsche, 2020, s. 37

<sup>169</sup> AIF §§ 2-2 (1) og 9-1

<sup>170</sup> Rundskriv 9/2019, 2019, s. 7

<sup>171</sup> Finanstilsynet, 2021, s. 2

<sup>172</sup> Chen, 2021

av betydning. I praksis vil det innebære at investorer ikke kan gå til rettslig skritt for å ivareta sine interesser vedrørende investeringen.

Totalt sett mener vi at Finanstilsynets presiseringer går lenger enn ESMA's retningslinjer, og gir således direktivtekstens ordlyd et utvidende tolkningsresultat. Dersom man legger Finanstilsynets presiseringer til grunn, vil dette føre til et mer lempeligere krav enn det som kan følge av direktivteksten, jf ESMA's presiseringer. Det kan argumenteres for at Finanstilsynet går utover sin myndighet for at flere innretninger, herunder blankosjekkselskaper, skal kunne omfattes av AIF-loven. Vår antagelse er at Finanstilsynets hensikt er å styrke investorvernet ved at flere innretninger skal kunne omfattes av AIF-lovens definisjon. På en annen side vil en lempeligere fortolkning av definert investeringsstrategi medføre at flere kompliserte investeringsstrukturer omfattes. Dette kan igjen medføre at investorene ikke kan regne med at investeringen innebærer tilstrekkelig grad av sikkerhet eller stabilitet. Vi antar at et slikt utfall ikke er ønskelig fra Finanstilsynets side.

### **5.4.3 Hva menes med «til fordel for investorene»?**

Det neste spørsmålet er hva som menes med at investeringsstrategien sikter på å være «til fordel for investorene». Ordlyden er tilnærmet lik i direktivteksten («for the benefit of those investors»).<sup>173</sup> Ordlyden tilsier at innretninger som investerer den samlede kapitalen, hvor gevinsten tilfaller noen andre enn investorene, vil falle utenfor. For eksempel vil veldedige stiftelser falle utenfor.<sup>174</sup> Videre må det være en viss proporsjonalitet mellom investeringen og avkastningen. Dersom avkastningen ikke reflekterer risikoen knyttet til investeringen, vil det ikke være tale om en investering til fordel for investorene.<sup>175</sup>

Anvendt på blankosjekkselskaper er formålet å investere kapitalen slik at investorene blir aksjonærer i et egnet målselskap. Dermed har investeringen potensialet til å oppnå gevinst for investorene, enten ved å motta utbytte eller avkastning som følge av avhendelse av eierandeler. Vi vil senere i oppgaven redegjøre for proporsjonalitetsforholdet mellom avkastningen og risikoen forbundet med en investering i et blankosjekkselskap.

---

<sup>173</sup> AIFMD artikkel 4 (1) a) (i)

<sup>174</sup> Prop.77 L (2013-2014), s. 19

<sup>175</sup> Zetzsche, 2020, s. 39

#### **5.4.4 Sikter blankosjekkselskaper på å investere kapitalen i henhold til en definert investeringsstrategi?**

Etter drøftelsen kan vi konkludere med at blankosjekkselskaper etter vår definisjon, har en definert investeringsstrategi, som gjør at investorene kan foreta en velfundert investeringsbeslutning og ivareta sine interesser. Videre forsøker selskapet å investere kapitalen i henhold til deres investeringsstrategi. Den eventuelle gevinsten som oppnås ved investeringen vil således bare tilfalle investorene i selskapet. Det tredje og siste vilkåret er dermed oppfylt etter AIF-lovens § 1-2 a).

#### **5.5 Unntak for holdingselskaper**

Videre fremkommer det unntaksbestemmelser for at et blankosjekkselskap skal falle utenfor AIF-lovens virkeområde. På bakgrunn av oppgavens omfang vil vi avgrense til unntaksbestemmelsen vi anser som mest vesentlig ved vurderingen av hvorvidt blankosjekkselskaper faller utenfor lovens definisjon av et AIF. Det unntaket som har størst relevans ved vurdering av blankosjekkselskaper er unntaket for holdingselskaper.

Holdingselskapsunntaket fremkommer ikke av AIF-loven. Derimot fremkommer unntaket av AIF-forskriften § 1-2. Unntaket lyder som følger:

*«Lov 20. juni 2014 nr. 28 om forvaltning av alternative investeringsfond og tilhørende forskrifter gjelder ikke for selskaper med eierandeler i ett eller flere andre selskaper, der formålet er å gjennomføre en forretningsstrategi gjennom datterselskaper, tilknyttede selskaper eller kapitalinteresser og som enten er et selskap som:*

- a) driver virksomhet på grunnlag av egne aktiva og er notert på regulert marked i EØS, eller*
- b) har annet hovedformål enn å skape avkastning gjennom å selge datterselskapene eller tilknyttede selskaper»*

Forskriftens definisjon av holdingselskaper er tilnærmet lik som i direktivteksten.<sup>176</sup> Her er det likevel verdt å merke seg at direktivteksten har valgt ordlyden «selskap» («company») fremfor «innretning for kollektiv investering». Etter vår forståelse er dette uten betydning for tolkningsresultatet. Til tross for at

---

<sup>176</sup> AIFMD artikkel 4 (1) o) i) og ii)

forskrifts- og direktivbestemmelsen navngir «holdingselskaper» («holding company») i tittelen, er ikke dette ensbetydende med at det må foreligge struktureringer av selskaper etter den allmenne oppfatningen av holdingselskaper. Innretninger kan også oppfylle vilkårene i bestemmelsen, å bli unntatt som et AIF.

Av forskriften fremkommer det ett grunnvilkår, og to alternative tilleggsvilkår i bokstav a) og b).<sup>177</sup> Grunnvilkåret tilsier at selskapet må ha en plan for hvordan de skal gjennomføre ønsket forretningsstrategi gjennom datterselskap eller andre aktiva.<sup>178</sup> Det er nærliggende å forstå vilkåret slik at det må skilles mellom selskaper som har til formål å genere en kortsiktig profitt, og selskaper som har til formål å genere en langsiktig vekst gjennom sin forretningsstrategi.<sup>179</sup> Selskaper som har til formål å genere langsiktig vekst gjennom sin forretningsstrategi, vil som regel bli omfattet av unntaket, da unntaket er ment å omfatte store selskaper som for eksempel Siemens, Shell<sup>180</sup> og Aker ASA.

Det alternative vilkåret i bokstav a) tilsier at noterte selskaper vil bli unntatt. Vi forstår det slik at så lenge selskapet oppfyller grunnvilkåret og er børsnotert, vil selskapet kunne oppfylle det alternative vilkåret.<sup>181</sup> Videre tilsier det alternative vilkåret i bokstav b) at dersom selskapet generer avkastning på annet måte enn ved å selge datterselskap eller andre tilknyttede selskaper, vil selskapet oppfylle bokstav b). Selskapet må således ved etableringstidspunktet ha til formål å genere avkastning på andre måter enn ved salg av datterselskaper eller tilknyttede selskaper.<sup>182</sup>

Anvendt på blankosjekkselskaper mener vi at det er hensiktsmessig å vurdere dette unntaket ved tilfellene hvor det er tale om en fusjon eller ett oppkjøp.

Ved tilfellet hvor det er tale om et oppkjøp mener advokatfirmaet BAHR at et blankosjekkselskap oppfyller dette vilkåret, da blankosjekkselskapet skal kjøpe et selskap med et kommersielt eller industrielt formål. Derav har blankosjekkselskapet som formål å gjennomføre forretningsstrategi gjennom målselskapet. I dette tilfellet mener BAHR at blankosjekkselskaper vil falle inn under grunnvilkåret som taler i retningen for at blankosjekkselskaper kan bli

---

<sup>177</sup> AIF-forskriften § 1-2 (1) bokstav a) og b), jf. AIFMD artikkel 4 (1) o) punkt i) og ii)

<sup>178</sup> Zetzsche, 2020, s. 48

<sup>179</sup> Zetzsche, 2020, s. 49

<sup>180</sup> European Commission, 2017, s. 6

<sup>181</sup> Arbeidsgruppen, 2013, s. 33

<sup>182</sup> Zetzsche, 2020, s. 49

ansett som et holdingsselskap. BAHR mener videre at blankosjekkselskaper vil oppfylle det alternative vilkåret i bokstav b).<sup>183</sup> Vi er enig med BAHR sine argumenter. Dersom det er tale om et oppkjøp, har blankosjekkselskaper til formål å generere langsiktig vekst gjennom målselskapet. Videre kan det også argumenteres for at blankosjekkselskaper oppfyller bokstav a). Ved at blankosjekkselskaper oppfyller grunnvilkåret, og er børsnoterte, vil således vilkår a) være oppfylt.

På en annen side vil ikke blankosjekkselskaper i tidsrommet mellom opprettelse og oppkjøp ha eierandeler i andre selskaper eller kapitalinteresser. Vi mener at det i utgangspunktet ikke er noe i veien for at blankosjekkselskapet kan omfattes av AIF-lovens virkeområdet mellom etablering og oppkjøp. For deretter å bli omfattet av unntaket etter oppkjøpet, og således avvikles som et AIF.

Dersom det er tale om en fusjon vil ikke blankosjekkselskapet kunne gjennomføre en forretningsstrategi gjennom målselskapet, da selskapene vil bestå av én selvstendig juridisk enhet. Derfor vil ikke grunnvilkåret komme til anvendelse ved fusjon. Imidlertid vil selskapskombinasjonen ha kommersiell eller industriell virksomhet etter endt fusjon. Dermed vil ikke selskapene oppfylle det første vilkåret i AIF-lovens § 1-2 a) om innretning for kollektiv investering.

Slik vi har definert blankosjekkselskaper, vil ikke selskapene bli omfattet av grunnvilkåret i AIF-forskriften forut for erverv av målselskap.<sup>184</sup> Likevel er det verdt å påpeke at hvert blankosjekkselskap kan konstrueres på forskjellige måter, og må derfor vurderes opp unntaket i AIF-forskriften § 1-2 for å avgjøre om det respektive selskapet skal omfattes av AIF-loven eller bli unntatt.

## **5.6 Omfattes blankosjekkselskaper av AIFMD i EU og EØS?**

Avslutningsvis har vi sett hen til andre EU- og EØS-land, og hvordan deres tilsynsmyndigheter vurderer spørsmålet om blankosjekkselskaper omfattes av AIFMD. Våre undersøkelser viser at andre EU- og EØS-lands tilsynsmyndigheter, i likhet med Finanstilsynet, hevder at blankosjekkselskaper kan omfattes av den generelle definisjonen etter AIFMD. Likevel observerer vi at de fleste landene som har blankosjekkselskaper notert på deres kapitalmarkeder, blir strukturert slik at de ikke omfattes av AIFMD. Til tross for at de fleste europeiske

---

<sup>183</sup> Hammerich, Jøtun, Heistad, & Svendsby, 2021

<sup>184</sup> AIF-forskriften § 1-2 (1), jf. AIFMD artikkel 4. (1) o)

tilsynsmyndigheter er åpne for at blankosjekkselskaper kan omfattes, tillater tilsynsmyndighetene at blankosjekkselskaper blir notert på deres kapitalmarkeder, selv om selskapene ikke omfattes. Dette ser vi blant annet i land som: Belgia, Luxembourg, Nederland og Frankrike.<sup>185</sup> Hvis vi ser hen til nederlandsk tilsynspraksis, som forøvrig også er det landet med flest noteringer av blankosjekkselskaper i Europa,<sup>186</sup> er blankosjekkselskapene notert på deres kapitalmarkeder ikke omfattet av AIFMD. Dette er hovedsakelig på bakgrunn av at blankosjekkselskapene skal erverve målselskaper med et kommersielt eller industrielt formål. Videre mener nederlandske tilsynsmyndigheter at blankosjekkselskapene ikke har en definert investeringspolitikk, da sponsorene ofte vil avvike fra prospektet angående hvilke målselskap de ønsker å erverve, og at investorene må stemme over blankosjekkselskapets erverv av målselskapet.<sup>187</sup> Bakgrunnen for at tilsynsmyndighetene tillater noteringer av blankosjekkselskaper som ikke omfattes av AIFMD, er fordi selskapene er forbeholdt profesjonelle investorer. Dette gjelder i land som for eksempel: Belgia, Frankrike og Italia. Ser vi igjen hen til Nederland, kan ikke-profesjonelle investorer investere i blankosjekkselskaper. Likevel mener nederlandske tilsynsmyndigheter at handel i blankosjekkselskaper for ikke-profesjonelle investorer, er kun forbeholdt de investorene som er egnet for en slik investering.<sup>188</sup>

## **5.7 Konklusjon: Er blankosjekkselskaper alternative investeringsfond?**

Etter redegjørelsen av vilkårene i AIF-lovens § 1-2 a) har vi konkludert med at blankosjekkselskaper, etter vår generelle definisjon, er å anse som alternative investeringsfond frem til erverv av et egnet målselskap. Etter ervervet vil utfallet variere. Dersom det er tale om en fusjon vil det fusjonerte selskapet ikke lenger ha et finansielt formål, og vil således ikke omfattes av AIF-lovens virkeområde. Ved et oppkjøp vil blankosjekkselskapet bli omfattet av holdingselskapsunntaket etter AIF-forskriften § 1-2. Betydningen av dette innebærer at norske blankosjekkselskaper må da etterleve regelverk relatert til konsesjon til å forvalte AIFet, og muligens regler knyttet til tillatelse om markedsføring frem til erverv av et målselskap. Om det i hele tatt er hensiktsmessig å regulere

---

<sup>185</sup> AFME, 2022 ss. 34-35

<sup>186</sup> White & Case, 2022, s. 2

<sup>187</sup> AFME, 2022, s. 34

<sup>188</sup> AFM, u.å

blankosjekkselskaper etter AIF-loven for en såpass kort periode er derimot usikkert. Ved børsnotering vil blankosjekkselskapet uansett reguleres av verdipapirlovgivning. Likevel mener vi at en investering i et blankosjekkselskap gir såpass lav grad innsyn mellom notering og erverv av målselskapet, at det kan foreligge risiko for feilinvesteringer. Således vil AIF-lovens skjerpene krav til forvaltning, konsesjon og markedsføring medføre økt grad av investorvern og redusere faren for feilinvesteringer. Dette er også forenelig med et av AIF-lovens sentrale formål med å regulere kompliserte investeringsstrukturer, særlig de som er rettet mot ikke-profesjonelle investorer.<sup>189</sup> Likevel er det igjen verdt å påpeke at blankosjekkselskaper kan konstrueres på mange ulike måter. Dermed må hvert enkelt blankosjekkselskap vurderes opp mot definisjonen i AIF-loven, for å avgjøre om det respektive blankosjekkselskapet skal bli ansett som et alternativt investeringsfond.

---

<sup>189</sup> Arbeidsgruppen, 2013, s. 93

## **6 Kan blankosjekkselskapers finansielle instrumenter tilbys til ikke-profesjonelle investorer?**

Når blankosjekkselskaper børsnoteres og det skal selges finansielle instrumenter, oppstår det en rekke forpliktelser for forvaltere av selskapet, eventuelt verdipapirforetaket hvor de finansielle instrumentene skal handles gjennom. Hvem som eventuelt er forpliktet, og hva innholdet i forpliktelsene er, avhenger av flere forhold: Om blankosjekkselskaper omfattes av AIF-lovens virkeområde, investorklassifisering og hvilken investeringstjeneste som tilbys. I tilfellet hvor blankosjekkselskaper ikke omfattes av AIF-loven, vil investeringstjenesten som skal tilbys være avgjørende for hvilke følgende plikter som påfaller selskapet, eller verdipapirforetaket. Den videre fremstillingen er derfor todelt, hvor vi først vurderer tilfellet hvor blankosjekkselskaper omfattes av AIF-lovens virkeområde, og deretter tilfellet hvor blankosjekkselskaper ikke omfattes.

### **6.1 Kan blankosjekkselskapers finansielle instrumenter tilbys til ikke-profesjonelle investorer etter AIF-lovens virkeområde?**

Ved tilfellet hvor blankosjekkselskaper omfattes av AIF-loven, må selskapet ha konsesjon til å forvalte AIFet.<sup>190</sup> I tillegg kreves det en særskilt tillatelse til å markedsføre AIFet, dersom blankosjekkselskapet ønsker å tilby sine finansielle instrumenter til ikke-profesjonelle.<sup>191</sup> Forvaltere som har tillatelse til å forvalte AIFet og som markedsfører til ikke-profesjonelle er således pålagt krav til god forretningsskikk.<sup>192</sup>

#### **6.1.1 Hva innebærer kravet til god forretningsskikk etter AIF-loven § 7-3?**

God forretningsskikk er en rettslig standard som benyttes i flere typer lovgivning, og med ulikt innhold. Etter verdipapirlovgivningen vil kravet til god forretningsskikk hovedsakelig omhandle at foretaket skal opptre ærlig, ryddig og profesjonelt i henhold til sin virksomhet, for å ivareta investorenes interesser.<sup>193</sup> Det generelle kravet til god forretningsskikk, må alle foretak omfattet av verdipapirlovgivningen etterleve. Likevel skal ikke det generelle kravet til god forretningsskikk forveksles med kravet etter AIF-lovens § 7-3.

---

<sup>190</sup> AIF-loven § 2-2 flg.

<sup>191</sup> AIF-loven § 7-1

<sup>192</sup> AIF-loven § 7-3

<sup>193</sup> AIF-loven § 3-2, vpfl. § 2-15, vphl. § 10-9



God forretningsskikk etter AIF-loven § 7-3 lyder som følger:

*«Ved markedsføring av alternativ investeringsfond til ikke-profesjonelle investorer skal krav til vurdering av egnethet som nevnt i verdipapirhandeloven § 10-15 første ledd med tilhørende forskrifter overholdes».*<sup>194</sup>

Av bestemmelsen fremkommer det ett vilkår for at forvalter kan markedsføre AIFet til ikke-profesjonelle investorer. Vilkåret innebærer at forvalter må foreta en vurdering av egnethet etter vphl. § 10-15 (1). Oppfyllelse av kravet til god forretningsskikk etter AIF-loven § 7-3 er således betinget av at det gjennomføres en egnethetsvurdering. Før vi redegjør for egnethetsvurderingen, vil vi først forklare begrepene «markedsføring» og «ikke-profesjonelle investorer».

### **6.1.2 Hva er «markedsføring»?**

Definisjonen av markedsføring fremkommer av AIF-lovens § 1-2 h), og lyder som følger:

*«direkte eller indirekte tilbud om kjøp eller plassering av andeler i alternativt investeringsfond på forvalterens initiativ eller på vegne av forvalteren».*

Av definisjonen fremkommer det tre ord som må tolkes, «direkte» «indirekte» og «tilbud». Ordet «tilbud» tilsier at forvalter må fremsette en oppfordring til investor om å tilegne seg andeler, hvor investoren må ha muligheten til å akseptere eller avslå. Ordet «direkte» tilsier at forvalter konkret fremsetter et tilbud til en investor om å tilegne seg andeler i AIFet. For eksempel ved at forvalter aktivt oppsøker potensielle investorer for å tilby dem andeler. Motsetningsvis tilsier ordet «indirekte» at forvalter ikke aktivt fremsetter tilbud om å anskaffe andeler, men at tilbudet blir fremsatt gjennom et mellomledd. Eksempelvis ved at en investor tegner andeler i et selskap gjennom et verdipapirforetak eller internettmeglere.<sup>195</sup> Definisjonen av markedsføring kan dermed tolkes dithen at alle mulige tiltak som oppfordrer potensielle investorer til å investere i et AIF omfattes.

Finanstilsynet deler samme oppfatning om markedsføringsbegrepet i sitt rundskriv om «Rettslige rammer for virksomheten til registrerte AIF-forvaltere».

Finanstilsynet presiserer at markedsføringsbegrepet omfatter mer enn bare generelle markedsføringstiltak, som annonser og reklamer. Begrepet omfatter

---

<sup>194</sup> Våre understrekninger

<sup>195</sup> Internettmegler som for eksempel Nordnet

også ulike tiltak som oppfordrer investorer til å investere i AIFet, eksempelvis tiltak som informasjonsmøter eller investorsamtaler. Det er heller ikke noe krav til personkretsen av investorer som markedsføringen må rette seg mot. Således er det uten betydning om markedsføringen retter seg mot allmennheten, eller mot en spesifikk krets av investorer.<sup>196</sup>

### **6.1.3 Hva er en «ikke-profesjonell investor»?**

Kravet om egnethetsvurdering i AIF-loven § 7-3 gjelder kun dersom markedsføring skjer overfor ikke-profesjonelle investorer. Definisjonen på en ikke-profesjonell investor fremkommer av AIF-lovens § 1-2 1), som videre viser til vphl. § 10-7.

En ikke-profesjonell kunde<sup>197</sup> er definert i vphl. § 10-7 og er negativt avgrenset mot investorer som ikke omfattes av vphl. § 10-6 om «profesjonelle kunder». Hvem som er å anse som profesjonelle investor, er listet opp i vphl. § 10-6 (1) nr. 1 fra bokstav a) til i), og dreier seg om typiske institusjonelle foretak. Videre fremkommer det at store foretak som oppfyller minst to av tre krav i § 10-6 (1) nr. 2 kan bli ansett som profesjonelle investorer. De tre kravene innebærer et minimumskrav til selskapsstørrelse beregnet i regnskapsmessig balanse, årlig netto omsetning og egenkapital.<sup>198</sup>

I utgangspunktet vil da alle privatpersoner bli ansett som ikke-profesjonelle investorer. Privatpersoner kan imidlertid gi avkall på å bli behandlet som er ikke-profesjonell investor etter vphl. § 10-7 (2), forutsatt at to av tre kriterier er oppfylt. Kriteriene innebærer hovedsakelig at en ikke-profesjonell investor har tilstrekkelig finansielle kunnskap og erfaring. I praksis vil dette utelukke de fleste småsparere. Dersom en ikke-profesjonell investor oppfyller disse kravene, og vil gi avkall på sin beskyttelse som ikke-profesjonell investor, er det krav til prosedyre som må gjennomføres for at anmodningen skal være godkjent etter vphl. § 10-8. Vi vil ikke redegjøre for prosedyren.

Oppsummert er dermed en fysisk person, som ikke har gitt avkall på vernet sitt, en ikke-profesjonell investor. Dette vil omfatte så å si alle privatpersoner med

---

<sup>196</sup> Rundskriv 11/2016, 2016, s. 5

<sup>197</sup> Det er verdt å merke seg at verdipapirloven bruker ordet «kunde», hvor AIF-loven bruker ordet «investor». I vår redegjørelse vil vi benytte ordet «investor»

<sup>198</sup> Vphl. § 10-6 (1) nr. 2

alminnelig inntekt som sparer i kapitalmarkedet. Dette eksemplet vil bli benyttet som forutsetning videre i delkapittel «6.1.5 Helhetsvurdering av egnethet».

#### **6.1.4 Egnethetsvurderingen**

Egnethetsvurderingen fremkommer av vphl. § 10-15 (1), og innebærer en test hvor egnetheten av en investeringstjeneste eller et finansielt instrument skal vurderes, i lys av konkrete opplysninger om den aktuelle investoren som verdipapirforetaket skal innhente. Anvendt ved markedsføring av andeler i AIFer, jf. AIF-loven § 7-3, må henvisninger til «verdipapirforetak» i bestemmelsen leses som henvisninger til «forvalter». Hensynet med testen er å relativisere investorvernet ved å vurdere: Opplysninger om investoren, den gjeldende investeringstjenesten og hvor komplisert det finansielle instrumentet er.<sup>199</sup> Egnethetstesten er dermed en helhetsvurdering av den enkelte investoren, og investeringsproduktet som skal anbefales.

##### **6.1.4.1 Hva innebærer en vurdering av investoren?**

###### **6.1.4.1.1 Ordlyden etter verdipapirhandelloven**

Fra vphl § 10-15 (1) fremkommer det at forvalter «skal innhente nødvendig opplysninger» om investorens «kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål, herunder kundens risikotoleranse og evne til å bære tap».<sup>200</sup> Utfyllende forklaringer av hva som utgjør nødvendige opplysninger, fremkommer av MiFID II-forordningens bestemmelser om egnethets- og hensiktsmessighetsvurderingen i artikkel 54 og 55. Som nevnt gjennomføres MiFID II-forordningen som norsk lov, ved henvisning i vpfl. § 2-2.

###### **6.1.4.1.2 MiFID II-forordningens utfyllende bestemmelser**

Før vi redegjør for de nødvendige opplysningene som skal innhentes, er det verdt å merke seg artikkel 54 nr. 2 og 55 nr. 1. Av artiklene fremkommer det at omfanget av opplysningene som skal innhentes, må vurderes ut ifra investeringsproduktet som skal anbefales. Det vil si at opplysningene skal innhentes i proporsjonalitet med investeringsproduktets karakteristikker. Eksempelvis dersom det anbefales et komplekst investeringsprodukt, er det et mer

---

<sup>199</sup> Bergo, 2021, s. 296

<sup>200</sup> MiFID II 2014/65/EU artikkel 25 (2), Vphl. § 10-15 (1) første punktum, NOU 2017:1, 2017, s. 181, Bergo, 2021, s. 297

omfattende krav til innhenting av opplysninger, enn om produktet er mindre komplekst.

En presisering av hva som utgjør nødvendige opplysninger om «kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet», fremkommer av MiFID II-forordningens artikkel 54 nr. 2 bokstav c). Av bestemmelsen fremkommer det at investoren skal inneha nødvendig kunnskap og erfaring for å forstå risikoen forbundet med en investering i investeringsproduktet.

Hva nødvendig kunnskap og erfaring innebærer er videre presisert i artikkel 55 (1), hvor det fremkommer at opplysningene om investorenes skal omfatte: (a) Hvilke tjenester, transaksjoner og finansielle instrumenter investoren er kjent med, (b) omfanget og hyppigheten av kundens transaksjoner i finansielle instrumenter og når de er utført, (c) kundens utdanningsnivå, yrke eller tidligere relevante yrkeserfaring.<sup>201</sup> Således må forvalter foreta både en kvalitativ og kvantitativ helhetsvurdering av investorens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet. Dette innebærer at det ikke er tilstrekkelig å innhente opplysninger om investorens generelle kunnskap og erfaring om ulike investeringsprodukter. Kravet til innhenting av disse opplysningene vil dermed frata investorens egen oppfatning av hans eller hennes kunnskapsnivå på det aktuelle investeringsområdet. Dermed er investorens subjektive oppfatning av kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet irrelevant.

Videre fremkommer det i MiFID II-forordningens artikkel 54 (4) at nødvendige opplysninger om investorens «finansielle situasjon» innebærer: Kilden til og omfanget av investorens alminnelige inntekt, investorens eiendeler, investeringer, fast eiendom og kundens alminnelige finansielle forpliktelser.<sup>202</sup> Forordningens krav til innhenting av opplysninger av investorens finansielle situasjon er således en kvantifiserbar vurdering. Opplysningene om investorens finansielle situasjon skal objektivt konstatere investorens økonomi, og hans eller hennes evne til å bære tap. I likhet med vurderingen av investorens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet, skal det også her frata investorens egen oppfatning om sin finansielle situasjon.

---

<sup>201</sup> MiFID II (EU) 2017/565 artikkel 55 (1)

<sup>202</sup> MiFID II (EU) 2017/565 artikkel 54 (4), NOU 2017:1, 2017, s. 182

Hva som menes med nødvendige opplysninger om investorens «investeringsmål», fremkommer av MiFID II-forordningens artikkel 54 (5). Her fremkommer det at opplysningene som skal innhentes gjelder: Hvor lenge investoren skal holde på investeringen, investorens prefererte risikoeksponering, investorens risikoprofil og investorens formål med investeringen.<sup>203</sup> I dette tilfellet vil innhenting av opplysningen om investoren, foretas på et mer subjektivt grunnlag. I motsetning til opplysninger om investorens kunnskap, erfaring og finansielle situasjon, vil innhenting av opplysninger om investorens investeringsmål i større grad vektlegge investorens egen oppfatning av hans eller hennes mål med investeringen. Likevel er det ikke tilstrekkelig at forvalter kun baserer sin vurdering på bakgrunn av investorens egen oppfatning, men også om investoren har den nødvendige likviditeten og risikotoleransen til å gjennomføre investeringsmålet. Således må forvalter da både foreta en kvantifiserbar og en kvalitativ vurdering av investorens investeringsmål.

Avslutningsvis fremkommer det fra MiFID II-forordningens artikkel 54 (8) at dersom det ikke innhentes nødvendige opplysninger som nevnt ovenfor, skal ikke investeringsproduktet anbefales til investoren.<sup>204</sup> Anvendt ved markedsføring av andeler i AIFer, jf. AIF-loven § 7-3, har ikke forvalter dermed adgang til å tilby tegning i selskapets finansielle instrumenter, dersom det ikke innhentes nødvendige opplysninger om investoren.

#### **6.1.4.2 Vurdering av investeringsproduktet**

Når forvalteren har innhentet nødvendige opplysninger om investoren, må forvalteren vurdere opplysningene opp mot investeringsproduktet.

##### **6.1.4.2.1 Ordlyden etter verdipapirhandelloven**

Etter vphl. § 10-15 (1) annet punktum skal opplysningene innhentet kunne sette forvalter i stand til å «anbefale den investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som egner seg for vedkommende». Hensikten med å vurdere investeringsproduktet er først og fremst at forvalteren skal kunne forstå produktet, herunder dets risiko og kompleksitet. Deretter må forvalteren vurdere produktet opp mot investorens opplysninger.

---

<sup>203</sup> MiFID II (EU) 2017/565 artikkel 54 (5), NOU 2017:1, 2017, s. 182

<sup>204</sup> Bergo, 2021, s. 298

#### **6.1.4.2.2 MiFID II-forordningens utfyllende bestemmelser**

Ved vurdering av investeringsproduktet fremkommer det utfyllende bestemmelser av MiFID II-forordningens artikkel 54 nr. 9. Her fremkommer det av bestemmelsen at det stilles et kompetansekrav til verdipapirforetak om at investeringsrådgiver forstår de ulike aspektene ved en investering i investeringsproduktet.<sup>205</sup> Anvendt ved markedsføring av AIFer, jf. AIF-loven § 7-3 stilles det dermed et kompetansekrav til AIF-forvaltere til å forstå selskapets finansielle instrumenter.

Når produktets kostnader og kompleksitet skal vurderes, må verdipapirforetaket også se hen til andre tilsvarende investeringsprodukter for å vurdere om det tilsvarende produktet kan stemme overens med investorens opplysninger.<sup>206</sup> Ordlyden tilsier således at verdipapirforetaket må bruke tilsvarende produkters kostnader og kompleksitet som veiledning for å vurdere om det tiltenkte investeringsproduktet er egnet. Eksempelvis dersom verdipapirforetaket skal anbefale produkt A, må verdipapirforetaket bruke produkt B med tilsvarende kompleksitet og kostnader som veiledning, for å avgjøre om produkt A kan passe investorens profil. Dette kravet gjelder likevel bare dersom verdipapirforetaket har et tilsvarende investeringsprodukt, jf. ordet «kan» («can») i MiFID II-forordningen.

Avslutningsvis fremkommer det av MiFID II-forordningen artikkel 54 nr. 10 at dersom verdipapirforetaket finner det slik at investeringsproduktet ikke er egnet for investoren, skal verdipapirforetaket ikke anbefale eller beslutte at investeringsproduktet skal handles på vegne av investoren. Anvendt ved markedsføring av AIFer, jf. AIF-loven § 7-3, stiller dermed MiFID II-forordningen en ansvarsplikt for forvalter av AIF om å ikke tillatte investor om å investere, dersom investeringsproduktet ikke er egnet.

#### **6.1.5 Helhetsvurdering av egnethet**

Ved helhetsvurderingen av om blankosjekkselskapers finansielle instrumenter kan tilbys til ikke profesjonelle, vil vi rette oppmerksomheten mot kravet om nødvendig kunnskap og erfaring. Deretter vil vi vurdere risikoen forbundet med å investere i blankosjekkselskaper. Vi mener vurderingen av investorers kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet, vil stå sentralt i anvendelsen av

---

<sup>205</sup> Hveem, 2020, s. 299

<sup>206</sup> MiFID (EU) II 2017/565 artikkel 54 (9)

om blankosjekkselskaper kan tilbys til ikke-profesjonelle, da halvparten av den norske befolkningen sparer i kapitalmarkedet.<sup>207</sup> Dermed er det rimelig å anta at de fleste ikke-profesjonelle investorer vil kunne oppfylle kravene om «finansiell situasjon» og «investeringsmål», avhengig av hvor mye de investerer. Det er også vanskelig å generalisere ikke-profesjonelle investorers finansielle situasjon og investeringsmål, da de utgjør en stor heterogen gruppe. I den videre drøftelsen vil vi derfor ikke redegjøre for om ikke-profesjonelle investorer oppfyller kravene til «finansiell situasjon» og «investeringsmål».

Den videre fremstillingen vil dermed basere seg på en todelt vurdering. Først vil vi presentere en ikke-profesjonell investor, basert på noen forutsetninger vi mener fremstår som fornuftige. Deretter vil vi redegjøre for blankosjekkselskapers kompleksitet, herunder kostnader og risiko. Avslutningsvis vil vi foreta en helhetsvurdering av den ikke-profesjonelle investoren opp mot blankosjekkselskapers kompleksitet.

Forutsatt at blankosjekkselskaper er omfattet av AIF-loven, må således sponsorene foreta en vurdering av om investeringer i blankosjekkselskaper er egnet for ikke-profesjonelle investorer som de finansielle instrumentene markedsføres overfor. Det er i midlertid adgang til å utkontraktere ansvaret for å gjennomføre en egnethetsvurdering etter AIF-loven § 3-5. Likevel står sponsorene ansvarlig for at vurderingen gjennomføres i henhold til vphl. § 10-15 (1) og tilhørende forskrifter. Som nevnt tidligere, vil vurderingen om investorens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområde være det sentrale ved vurderingen. Således er forutsetningene for vår drøftelse i det følgende, at en ikke-profesjonell investor er en fysisk person som sparer i kapitalmarkedet, hovedsakelig i aksjer og fond, noe som tilsier at personen vil ha generell kunnskap om finans. Disse forutsetningene mener vi er fornuftige, da de samsvarer med nordmenns sparevaner og er sentrale opplysninger ved vurderingen av investorens kunnskap og erfaring.<sup>208</sup>

Videre må sponsorene vurdere kompleksiteten ved en investering i blankosjekkselskaper. Kravet til innhenting av opplysninger skjerpes dersom en investering i et blankosjekkselskap er risikofyllt eller komplekst.

---

<sup>207</sup> Brunborg, 2021

<sup>208</sup> Brunborg, 2021

Vphl. § 10-16 (1) angir hvilke finansielle instrumenter som er å anse som ikke-komplekse. Bestemmelsen er i utgangspunktet for å vurdere om et verdipapirforetak blir unntatt fra å gjennomføre en hensiktsmessighetstest etter vphl. § 10-15 (2) til (6). Likevel forklarer bestemmelsen hva verdipapirhandelloven anser som komplekse finansielle instrumenter, og kan være til veiledning ved vurderingen av investorens kunnskap og erfaring. Dersom et investeringsprodukt er å anse som komplekst, vil dette skjerpe kravet til egnethetsvurderingen av investoren.

Av vphl. § 10-16 (1) nr. 1 fremkommer det at aksjer i et AIF, og aksjer med derivatelementer, blir ansett som komplekse finansielle instrumenter. Uavhengig av om blankosjekkselskaper omfattes av AIF-lovens virkeområdet eller ikke, vil selskapenes finansielle instrumenter være komplekse etter vphl. § 10-16 (1) nr. 1. Dette er fordi blankosjekkselskaper utsteder aksjer og tegningsretter, hvor tegningsrettene utgjør derivater.<sup>209</sup> Således skjerpes sponsorenes krav til vurdering av investorens kunnskap og erfaring ved vurdering av egnethet ytterligere.

For å nærmere undersøke risikoen forbundet med å investere i blankosjekkselskapers komplekse finansielle instrumenter, har vi foretatt en investeringsanalyse. Analysen<sup>210</sup> måler prestasjonen til blankosjekkselskapers aksjer de siste 12 årene. Investeringsstrategien forsøker å replikere hvilken avkastning den forutsatte investoren ville mottatt, ved å handle aksjer i blankosjekkselskaper mellom 2010 og 2021. Investoren handler aksjer i blankosjekkselskapet forut for erverv av målselskapet. Deretter selger investoren aksjen enten 3, 12 eller 36 måneder etter at blankosjekkselskapet har fullført erverv av målselskapet. Vi mener denne investeringsstrategien er representativ for en ikke-profesjonell investor, da vi anser det som mindre sannsynlig at ikke-profesjonelle investorer har tilstrekkelig kunnskap til å benytte seg av tegningsretter.

Etter våre funn mottok den forutsatte investoren som solgte aksjer 3 måneder etter erverv av målselskapet, en gjennomsnittlig avkastning på -2,4 %. Dersom investoren solgte aksjer enten 12 eller 36 måneder etter erverv av målselskapet, var gjennomsnittlig avkastning på henholdsvis -12,3 % og -5,4 %. Målt i median var resultatet for avkastning enda dårligere. Etter 3 måneder, var median

---

<sup>209</sup> Vphl. § 2-4 (7)

<sup>210</sup> Se delkapittel [4 Empiriske funn](#) for en fullstendig redegjørelse av analysen



avkastning på -9,4 %. For 12 og 36 måneder var median avkastning på henholdsvis -33,6 % og -35,9 %. Resultatene for tidsintervallene 12 og 36 måneder ble videre analysert for å avgjøre hvorvidt markedet hadde priset aksjene korrekt. Begge tidsintervaller inneholdt funn som støtter teorien om at markedet er effisient og har priset blankosjekkselskapers månedlige avkastning korrekt. For en mer utfyllende redegjørelse av investeringsstrategien se delkapittel «4 Empiriske funn».

Våre funn taler for at en simpel investeringsstrategi vil sannsynligvis ikke være godt egnet for handel i et komplekst investeringsprodukt. Ved å kun benytte aksjer, og ikke ha tilstrekkelig kunnskap om tegningsretter, vil en ikke-profesjonell investor i vårt eksempel motta en negativ avkastning. Motsetningsvis viser funn fra tidligere studier at dersom en investor benytter seg av tegningsretter i sin investeringsstrategi, vil det gi et vesentlig bedre resultat. Eksempelvis viste Gahng et al. i et studium på 105 blankosjekkselskaper, at å holde tegningsretter i enten ett eller tre år ga en henholdsvis avkastning på 68 % og 113,6 %.<sup>211</sup> Dette taler for at en vellykket investeringsstrategi i stor grad innebærer spekulasjon i erverv av målselskapets suksess eller fiasko. Ettersom tegningsrettene gir en rett, men ikke en plikt til å tegne flere aksjer, vil man i større grad være beskyttet mot at ervervet ikke er vellykket. Enkelt forklart, kan en investor velge å innløse sine aksjer, og motta det investerte beløpet tilbake. Likevel beholder investoren sine tegningsretter gratis. Investoren kan da enten velge å benytte seg av retten til å tegne nye aksjer, eller å selge tegningsrettene i annenhåndsmarkedet. Investoren profiterer på å beholde tegningsrettene, hvis aksjeprisen i markedet er høyere enn utøvelsesprisen. Således betaler investoren utøvelsesprisen, for å motta aksjer, og deretter selge aksjene i annenhåndsmarkedet. Dersom investoren ikke ønsker å benytte seg av tegningsrettene, kan investoren selge disse i annenhåndsmarkedet. Investoren vil profitere på salget, da investoren har mottatt tegningsrettene gratis. Det kan tenkes at tegningsrettene er illikvide ved tilfellet hvor ervervet er en fiasko. I et slikt tilfellet vil ikke investoren få solgt tegningsrettene. Likevel vil ikke investoren ha tapt penger, da investoren mottok tegningsretten gratis. En investering i blankosjekkselskapers aksjer vil på en annen side ikke gi tilsvarende beskyttelse mot erverv som ikke er verdiskapende.

---

<sup>211</sup> Gahng, R. Ritter, & Zhang, 2021, s. 54

Tidligere i oppgaven har vi også redegjort for de skjulte kostnadene forbundet med en investering i blankosjekkselskaps aksjer. Kostnadene oppstår som følge av utvanning, godtgjørelser og gebyrer, hvor disse har potensialet til å redusere den opprinnelig investering. I vårt simple eksempel illustrerte vi hvordan kostnadene kan gi en negativ avkastning på -30,2 % av den opprinnelige investeringen på \$10. Fra studiene til Klausner et al. viste det seg at kostnadene medførte at aksjene ga en negativ avkastning på -43 % av den opprinnelige investeringen på \$10.<sup>212</sup> Felles for alle disse kostnadene, er at de vil hovedsakelig ramme investorer som besitter aksjer. Derfor vil man også i dette tilfellet i større grad være beskyttet mot nedsider, dersom investoren har tilstrekkelig kunnskap og erfaring om hvordan innløse sine aksjer og eventuelt benytte sine tegningsretter.

På bakgrunn av vår analyse og tidligere studier, kan vi dermed legge til grunn at en investering i blankosjekkselskapers aksjer innebærer vesentlig risiko for en investor som benytter simple investeringsstrategier. Det er likevel verdt å nevne at en simpel investeringsstrategi, som den vi har illustrert, ikke nødvendigvis er en dårlig investeringsstrategi. Den har derimot vesentlig større verdi dersom man har informasjon om selskapet man investerer i, fremfor å basere sin investeringsbeslutning på ens subjektive tro på sponsor. Etter vårt syn er derfor investeringer i blankosjekkselskaper ikke egnet for en ikke-profesjonell investor som ikke har nødvendig kunnskap eller erfaringen om hvordan benytte seg av tegningsretter. Det er rimelig å anta at majoriteten av ikke-profesjonelle investorer som sparer i kapitalmarkedet, ikke har denne kunnskapen. Totalt sett mener vi derfor at det ville vært fornuftig å forbeholde investeringer i blankosjekkselskaper til profesjonelle investorer.

## **6.2 Kan blankosjekkselskapers finansielle instrumenter tilbys til ikke-profesjonelle investorer, utenfor AIF-lovens virkeområde?**

Den videre fremstillingen vil innebære tilfellet hvor blankosjekkselskaper faller utenfor AIF-lovens virkeområde. I dette tilfellet vil ikke markedsføring til ikke-profesjonelle investorer være betinget av at det gjennomføres en egnethetsvurdering. Hvorvidt det skal gjennomføres egnethetsvurdering eller hensiktsmessighetsvurdering, avhenger av hvilke investeringstjenester som utføres ved kjøp av andeler. Dersom blankosjekkselskaper ikke omfattes av AIF-

---

<sup>212</sup> Klausner, Ohlrogge, & Ruan, 2021, ss. 6-7.

loven, må investeringstjenester utføres av et konsesjonspliktig verdipapirforetak, da verdipapirhandelloven stiller et særskilt krav til konsesjon ved utførelse av investeringstjenester.<sup>213</sup> I praksis innebærer dette, at det er et verdipapirforetak som foretar egnethets- eller hensiktsmessighetsvurderingen.

I tilfellet hvor blankosjekkselskaper faller utenfor AIF-lovens virkeområde, vil kundeklassifiseringen være avgjørende for omfanget av egnethets- eller hensiktsmessighetsvurderingen som skal gjennomføres. Det stilles dermed høyere krav til innhenting av opplysninger dersom investoren er ikke-profesjonell.<sup>214</sup>

Egnethetsvurderingen skal gjennomføres i tilfeller hvor det ytes investeringsrådgivning eller porteføljeforvaltning.<sup>215</sup> Derimot fremkommer det av vphl. § 10-15 (2) at når det ytes «andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning eller porteføljeforvaltning», må det gjennomføres en hensiktsmessighetsvurdering av investoren og investeringsproduktet som skal tilbys.<sup>216</sup> Dermed gjelder hensiktsmessighetsvurderingen for investeringstjenester som innebærer: Mottak, utførelse eller formidling av ordre, investorens egenhandel, og fulltegningsgaranti.<sup>217</sup>

Anvendt på blankosjekkselskaper vil det avhenge av hvilke investeringstjenester investoren benytter for å tegne blankosjekkselskapers finansielle instrumenter. Dersom investoren benytter investeringstjenester som porteføljeforvaltning eller investeringsrådgivning, er verdipapirforetaket som yter slike tjenester, pliktet til å gjennomføre en egnethetsvurdering. Egnethetsvurderingen har vi redegjort for grundig ovenfor, og vil dermed ikke redegjøres for videre. Derimot om investoren benytter andre investeringstjenester som nevnt ovenfor, er det krav til hensiktsmessighetsvurdering etter vphl. § 10-15 (2).

### **6.2.1 Hensiktsmessighetsvurderingen**

Hensiktsmessighetsvurderingen fremkommer av vphl. § 10-15 (2), og er ikke like omfattende som egnethetsvurderingen. Den videre fremstillingen vil dermed belyse forskjellene mellom egnethets- og hensiktsmessighetsvurderingen, da utfallet avgjør hvilken grad av investorvern en ikke-profesjonell investor får.

---

<sup>213</sup> Vphl. § 9-1

<sup>214</sup> Bergo, 2021, s. 296

<sup>215</sup> Vphl. § 2-1 (1) nr. 4 og 5, jf § 2-3 (3) og (4)

<sup>216</sup> Vphl. § 10-15 (2)

<sup>217</sup> Vphl. § 2-1 (1) nr. 1 til 3 og 6 til 7

I likhet med egnethetsvurderingen må verdipapirforetaket innhente opplysninger for å kunne foreta en hensiktsmessig vurdering av investoren. Opplysningene som skal innhentes, er investorens «kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet».<sup>218</sup> Vurderingen av hva «kunnskap erfaring» innebærer, er tilsvarende som ved egnethetsvurderingen, og vil ikke redegjøres for videre. Forskjellen mellom hensiktsmessighets- og egnethetsvurderingen ved innhenting av nødvendige opplysninger, er at det er tilstrekkelig å innhente informasjon om investorens «kunnskap og erfaring». Motsetningsvis er det ved egnethetsvurderingen i tillegg krav til å innhente opplysninger om investorens «finansielle situasjon», «investeringsmål», samt «risikotoleranse» og «evne til å bære tap». Dermed er kravet til innhenting av opplysninger ikke like omfattende etter hensiktsmessighetsvurderingen.

Videre er enda en forskjell ved verdipapirforetakets plikter til egnethets- og hensiktsmessighetsvurderingen. Dette er tilfellet når investeringsproduktet ikke er hensiktsmessig, eller når investoren ikke har oppgitt tilstrekkelige opplysninger for at det kan foretas en hensiktsmessig vurdering. Fra vphl. § 10-15 (3) fremkommer det at verdipapirforetaket er pliktet til å advare investoren, dersom investoren ikke har oppgitt tilstrekkelig med opplysninger, eller at investeringsproduktet ikke er hensiktsmessig for investoren. Ved en hensiktsmessighetsvurdering har således verdipapirforetaket ikke ansvaret for å påse at investoren ikke investerer i investeringsproduktet, slik det er ved en egnethetsvurdering. Derfor er det tilstrekkelig at verdipapirforetaket fraråder investoren om å ikke investere i investeringsproduktet, dersom det ikke er hensiktsmessig for investoren. Det er heller ikke tilstrekkelig at verdipapirforetaket kommer med en simpel anmodning om å ikke investere, da det fremkommer av MiFID II-forordningens artikkel 56 nr. 2 at advarselen skal dokumenteres.

Den siste forskjellen fra egnethets- og hensiktsmessighetsvurderingen er unntaket som fremkommer av vphl. § 10-15 (4). Unntaket gjelder for «investeringstjenester som utelukkende består av mottak, formidling og utførelse av ordre, med eller uten tilknyttede tjenester». Videre oppstiller bestemmelsen fire kumulative vilkår.

---

<sup>218</sup> Vphl. § 10-15 (2), jf. MiFID II 2014/65/EU artikkel 25 nr. 3 og MiFID (EU) II 2017/565 artikkel 55 (1)

Unntaket retter seg mot tilfeller hvor investorer ønsker å handle investeringsproduktet på eget initiativ.

Det første vilkåret omhandler tjenester som gjelder for finansielle instrumenter som ikke er komplekse. Hva som menes med «ikke komplekse» finansielle instrumenter fremkommer av vphl. § 10-16. Vi har tidligere i oppgaven kommet frem til at blankosjekkselskapers aksjer inneholder et derivatelement, ettersom man mottar tegningsretter ved handel av selskapets aksjer. Således vil en investering i blankosjekkselskapers finansielle instrumenter anses som komplekst, og unntaket kommer ikke til anvendelse.

### **6.3 Hva er utfallet av at det foretas en egnethets- eller hensiktsmessighetsvurdering?**

Dersom blankosjekkselskapet omfattes av AIF-lovens definisjon, må det foretas en egnethetsvurdering for å kunne tilby blankosjekkselskaper som investeringsprodukt til ikke-profesjonelle investorer. I tilfellet hvor blankosjekkselskaper faller utenfor AIF-lovens virkeområde må det enten foretas en egnethets- eller hensiktsmessighetsvurdering, avhengig av hvilken investeringstjeneste investoren benytter seg av. Forskjellen mellom vurderingene medfører to forskjellige utfall av investorvern.

For sponsorene vil utfallet av at det må foretas en egnethetsvurdering medføre en økning av ressurser for å etterleve regelverket. Således vil også kostnadene forbundet med å etterleve også øke. Det kan tenkes at kostnadene vil påfalle investorene i blankosjekkselskapet,<sup>219</sup> ettersom den innhentede kapitalen er selskapets eneste eiendelen forut for erverv. I så fall er det etter vårt syn, negativt at investorene må betale prisen for økt grad av beskyttelse. På en annen side vil investorene få økt grad av transparens og informasjon om hva de investerer i. Dermed kan økt grad av transparens bidra til at konkurransesituasjonen mellom blankosjekkselskaper øker, og kostnadene vil ikke være like bebyrdende for investor.

Et annet uheldig utfall av økte kostnader kan være at sponsorene finner det mindre attraktivt å tilby blankosjekkselskapets finansielle instrumenter til ikke-profesjonelle. Et lavere utvalg av finansielle produkter kan svekke konkurransen i markedet, noe som er et uheldig utfall ved lovens omfattende krav til etterlevelse.

---

<sup>219</sup> Arbeidsgruppen, 2013, s. 114

Et viktig hensyn ved utarbeidelse av AIF-loven var at ikke-profesjonelle investorer skulle kunne tilbys et bredt spekter av investeringsprodukter.<sup>220</sup> Likevel var arbeidsgruppen som forberedte lovforslaget, tydelig på at det ikke skulle gå på bekostning av investorvernet. Dersom sponsorer anser det som enklere å tilby blankosjekkselskaper som investeringsprodukt til profesjonelle investorer, kan det argumenteres for at blankosjekkselskaper heller ikke er egnet som investeringsprodukt for ikke-profesjonelle. Med andre ord, ved at egnethetsvurderingen «filtrerer» ut alle investeringsprodukter som ikke er egnet for ikke-profesjonelle, mener vi at lovens formål om styrket investorvern fungerer etter sin hensikt.

I tilfeller hvor det foretas en hensiktsmessighetsvurdering, vil det også foreligge etterlevelseskostnader. Imidlertid er hensiktsmessighetsvurderingen mindre omfattende enn egnethetsvurderingen. Derfor er det rimelig å anta at etterlevelseskostnadene vil være lavere ved hensiktsmessighetsvurderingen. Ettersom både kostnadene og kravene er mindre omfattende ved en hensiktsmessighetsvurdering, kan det virke mer attraktivt for sponsorene å strukturere blankosjekkselskapet slik at det må foretas en hensiktsmessighetsvurdering, fremfor en egnethetsvurdering. En positiv virkning av dette er at det blir flere investeringsprodukter på det ikke-profesjonelle markedet. På en annen side vil denne økningen bestå av komplekse investeringsprodukter. Således vil det være et vesentlig større potensiale for feilinvesteringer, som igjen kan føre til at investorenes tillit til markedet svekkes.

Oppsummert vil investorvernet stå sterkest ved egnethetsvurderingen, da ikke-profesjonelle investorer ikke blir tilbudt investeringsprodukter som er uegnet for dem. Det fremkommer likevel ikke et konkret forbud fra lovteksten, men i praksis vil det langt på vei fungere som et forbud. Det kan begrunnes i at sponsorene hverken kan anbefale, eller tilrettelegge for uegnede investeringer. Derimot vil verdipapirforetaket etter hensiktsmessighetsvurderingen kun ha en plikt til å advare mot uhensiktsmessige investeringer, men ikke et forbud mot å tilby uhensiktsmessige investeringsprodukter.

Etter vårt syn vil det da være fornuftig at blankosjekkselskaper omfattes av AIF-loven. Virkningene vil dermed innebære at sponsorene tilbyr

---

<sup>220</sup> Arbeidsgruppen, 2013, s. 93

blankosjekkselskaper aksjer og tegningsretter, til profesjonelle investorer som er egnet til å foreta slike investeringer. Dersom sponsorene allikevel av ulike grunner ønsker å tilby blankosjekkselskaper til ikke-profesjonelle, er det likevel adgang til det. Derimot er dette betinget av at investoren er egnet for å foreta en slik investering.

## 7 Oppsummering

Temaet for denne oppgaven er investorvern i forbindelse med investeringer i blankosjekkselskapers finansielle instrumenter. For å belyse dette temaet, har vi først definert blankosjekkselskaper basert på forsknings- og fagartikler fra tidligere studier og organisasjoner, samt rundskriv fra tilsynsmyndigheter. Blankosjekkselskaper er av amerikansk opphav. Derfor har vi vurdert hvordan blankosjekkselskaper vil struktureres etter norsk selskapslovgivning. Dette har vi gjort ved å vurdere tilfellene hvor blankosjekkselskaper stiftes som allmennaksjeselskaper, der aksjer tas opp til handel på et norsk regulert marked, og deretter foretar selskapet enten ett oppkjøp, eller en fusjon etter allmennaksjeloven.

I den første problemstillingen har vi vurdert vår definisjon av blankosjekkselskaper opp mot AIF-lovens definisjon av alternative investeringsfond. Blankosjekkselskaper kan struktureres på forskjellige måter. Derfor må hvert enkelt selskap vurderes opp mot definisjonens vilkår. Vi har konkludert med at blankosjekkselskaper kan oppfylle vilkårene i AIF-lovens definisjon forut for tilfellene fusjon eller oppkjøp av målselskapet. Imidlertid vil selskapene kun utgjøre alternative investeringsfond, og dermed omfattes av AIF-loven, fra stiftelse til erverv av målselskapet er gjennomført.

I den andre problemstillingen har vi vurdert graden av investorvern, ved spørsmålet om blankosjekkselskapers finansielle instrumenter kan tilbys til ikke-profesjonelle investorer. Herunder har vi vurdert tilfellet hvor selskapene faller innenfor eller utenfor AIF-lovens virkeområdet, og om det skal foretas en egnethets- eller hensiktsmessighetsvurdering. Ved vurdering av egnethet benyttet vi forutsetninger basert på nordmenns sparevaner, til å danne en fiktiv ikke-profesjonell investor. Deretter vurderte vi investoren opp mot vår analyse av blankosjekkselskapers aksjer og tidligere funn om selskapenes tegningsretter og kostnader. På bakgrunn av vurderingen, mener vi at blankosjekkselskapers finansielle instrumenter ikke er egnet for ikke-profesjonelle investorer. Ved en hensiktsmessighetsvurdering, vil ikke vurderingen være like omfattende som ved en egnethetsvurdering. Dermed vil vurderingen gi mindre grad av investorvern. Vi mener derfor at blankosjekkselskaper bør omfattes av AIF-loven, da loven stiller et betinget krav om egnethetsvurdering ved markedsføring til ikke-profesjonelle investorer.



## 8 Vedlegg

Punkt	Beskrivelse	Oppfyllelse			
		GFJ ESG Acq.	Dutch Star	APAC	I2PO
1. Risikofaktorer	Risikofaktorer knyttet til utsteder, aksjene, interessekonflikter, styring av selskapet og utvanning av aksjekursen.	Side 1 - 18	Side 21 - 41	Side 11 - 21	Side 8 - 25
2. Forretningsstrategi og mål	En beskrivelse av selskapets forretningsstrategi.	Side 51 - 52	Side 59	Side 33 - 34	Side 46 - 47
3. Deponeringskonto og reinvestering av inntekter	Informasjon om selskapets finansieringsstruktur.	Side 32	Side 53 - 58	Side 24	Side 28 - 31
4. Relevant erfaring og aktivitetene til administrasjonen, ledelsen og tilsynsorganet	Administrasjonen og ledelsens erfaringer, samt deres og tilsynsorganenes aktiviteter.	Side 18 og 81 - 92	Side 86 - 92	Side 50 - 57 og 38 - 41	Side 63 - 79
5. Interessekonflikter	Informasjon om interessekonflikter.	Side 7 -12, 70 og 90 - 91	Side 37 og 91	Side 19	Side 81 - 82
6. Aksjer, tegningsretter og aksjonærrettigheter	Generell informasjon om aksje- og tegningsrettstrukturen.	Side 74 - 80	Side 100 - 109	Side 58 - 64	Side 92 - 118
7. Majoritetsaksjonærer	Informasjon om majoritetsaksjonærene.	Side 64	Side 94 - 95	Side 64	Side 84 - 85
8. Transaksjoner med nærstående parter	Informasjon om transaksjoner med nærstående parter.	Side 95 - 97	Side 95 - 97	Side 69	Side 87 - 89
9. Materielle interesser	Informasjon om materielle interesser i transaksjonen, inkludert interessekonflikter.	Side 7	Side 68	18	Side 81 - 82
10. Informasjon om tilbudet	Dersom utstederen er klar over at den forventede kapitalen ikke er tilstrekkelig for å finansiere fusjonen, bør prospektet inneholde et estimat på hva er tilstrekkelig for å fusjonere med målselskapet.	Side 19 - 20	Side 121 - 124	Side 30	Side 90 - 91
11. Informasjon om bestemte persons intensjon om å abonnere på tilbudet	Indikatorer på om visse personer har en hensikt til å tegne seg i tilbudet, eller har som hensikt å tegne seg for mer enn fem prosent av tilbudet.	Side 71 - 73	Side 95	Side 69	Side 84
12. Informasjon om tilbudspris	Informasjon om vesentlige forskjeller mellom tilbudsprisen og den faktiske kostnaden for medlemmer av ledelsen eller tilknyttede personer, relatert til finansielle instrumenter kjøpt av dem i transaksjoner det siste året.	Side 1	Side 1	Side 9 - 10	Side 1

Tabell 1: Om våre valgte blankosjekkselskaper oppfyller offentliggjøringskravene knyttet til blankosjekkselskaper.

## 9 Kildeliste

### 9.1 Norske rettskilder

#### Lover og forskrifter

AIF-forskriften	FOR-2014-06-26-877 <i>til lov om forvaltning av alternative investeringsfond</i> Hentet fra Lovdata: <a href="https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2014-06-26-877?q=aif%20forskrift">https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2014-06-26-877?q=aif%20forskrift</a>
AIF-loven	LOV-2014-06-20-28 <i>Lov om forvaltning av alternative investeringsfond</i> Hentet fra Lovdata: <a href="https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2014-06-20-28?q=AIF">https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2014-06-20-28?q=AIF</a>
Aksjeloven (asl.)	LOV-1997-06-13-44 <i>Lov om aksjeselskaper;</i> Hentet fra Lovdata: <a href="https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-44?q=asl">https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-44?q=asl</a>
Allmennaksjeloven (asal.)	LOV-1997-06-13-45 <i>Lov om allmennaksjeselskaper</i> Hentet fra Lovdata: <a href="https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-45?q=ASAL">https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-45?q=ASAL</a>
EØS-loven	LOV-1992-11-27-109 <i>Lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde</i> Hentet fra Lovdata: <a href="https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1992-11-27-109?q=E%C3%98S-LOVEN">https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1992-11-27-109?q=E%C3%98S-LOVEN</a>
Verdipapirfondloven (vpfl.)	LOV-2011-11-25-44 <i>Lov om verdipapirfond</i> Hentet fra Lovdata: <a href="https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2011-11-25-44">https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2011-11-25-44</a>

Verdipapirhandelloven (vphl.)	LOV-2007-06-29-75 <i>Lov om verdipapirhandel</i> Hentet fra Lovdata: <a href="https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75?q=verdipapir">https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2007-06-29-75?q=verdipapir</a>
-------------------------------	--

#### Forarbeider

NOU 2017:1, 2017	NOU 2017:1 <i>Markeder for finansielle instrumenter. Gjennomføring av MiFID II og MiFIR.</i> Hentet fra Regjeringen.no: <a href="https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2017-1/id2527830/">https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2017-1/id2527830/</a>
Prop.77 L (2013-2014)	Prop.77 L (2013–2014) <i>Lov om forvaltning av alternative investeringsfond.</i> Hentet fra Lovdata: <a href="https://lovdata.no/pro/#document/PROP/forarbeid/prop-77-1-201314">https://lovdata.no/pro/#document/PROP/forarbeid/prop-77-1-201314</a>
Prop.77 L (2017–2018)	Prop.77 L (2017–2018) <i>Endringer i verdipapirhandelloven og oppheving av børsløven mv. (MiFID II og MiFIR).</i> Hentet fra Lovdata: <a href="https://lovdata.no/pro/#document/PROP/forarbeid/prop-77-1-201718">https://lovdata.no/pro/#document/PROP/forarbeid/prop-77-1-201718</a>

#### Høringsuttalelser

Arbeidsgruppen. (2013)	<i>Rapport om gjennomføring av AIFMD i norsk rett.</i> Oslo: Finansdepartementet.
------------------------	--

#### Forvaltningsorgan

Rundskriv 9/2019, 2019	Rundskriv 9/2019 (04. Juni 2019) <i>Definisjonen av alternative investeringsfond og prosjektfinansieringsselskaper</i> Hentet fra Finanstilsynet: <a href="https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/rundskriv/2019/definisjonen-av-alternative-investeringsfond-og-prosjektfinansieringsselskaper/">https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/rundskriv/2019/definisjonen-av-alternative-investeringsfond-og-prosjektfinansieringsselskaper/</a>
Rundskriv 11/2016, 2016	Rundskriv 11/2016 (30. Mai 2016) <i>Rettslige rammer for virksomheten til registrerte AIF-forvaltere.</i> Hentet fra Finanstilsynet: <a href="https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/rundskriv/2016/rettslige-rammer-for-virksomheten-til-registrerte-aif-forvaltere/">https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/rundskriv/2016/rettslige-rammer-for-virksomheten-til-registrerte-aif-forvaltere/</a>

## 9.2 Internasjonale rettskilder

### Forordninger og direktiver med tilhørende dokumenter

AIFMD	<i>Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010</i> Hentet fra EUR-Lex: <a href="https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2011.174.01.0001.01.ENG">https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2011.174.01.0001.01.ENG</a>
ESMA/2013/61 1, 2021	ESMA/2013/611 (24. Mars 2021) <i>Guidelines compliance table - Guidelines on key concepts of the AIFMD</i> Hentet fra ESMA: <a href="https://www.esma.europa.eu/document/compliance-table-guidelines-key-concepts-aifmd">https://www.esma.europa.eu/document/compliance-table-guidelines-key-concepts-aifmd</a>

ESMA (2013)	ESMA-2013-600 <i>Guidelines on key concepts of the AIFMD</i> Hentet fra ESMA: <a href="https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-key-concepts-aifmd-0">https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-key-concepts-aifmd-0</a>
(EU) 2017/1129 (Prospektforordningen)	<i>Regulation (EU) 2017/1129 of the european parliament and of the council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC.</i>
(EU) Nr. 1093/2010	<i>Regulation (EU) Nr. 1093/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/78/EC.</i> Hentet fra EUR-Lex: <a href="https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32010R1093">https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32010R1093</a>
(EU) Nr. 1095/2010	<i>Europaparlaments- og Rådsforordning (EU) nr. 1095/2010 av 24. november 2010 om opprettelse av en europeisk tilsynsmyndighet (Den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndighet).</i> Hentet fra EUR-Lex: <a href="https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32010R1095">https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32010R1095</a>
European Commission, 2017 (18. Mai. 2017)	<i>Questions and answers published by the Commission on the AIFM directive.</i> Hentet fra European Commission: <a href="https://ec.europa.eu/info/files/aifmd-commission-questions-answers_en">https://ec.europa.eu/info/files/aifmd-commission-questions-answers_en</a>
European Commission, 2009 (30. April. 2009)	<i>Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC.</i> Hentet fra EUR-Lex: <a href="https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52009PC0207">https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52009PC0207</a>
MiFID II 2014/65/EU	<i>Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU</i>

	Hentet fra EUR-Lex: <a href="https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0065">https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0065</a>
MiFID II (EU) 2017/565	<i>Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 2 European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the</i> Hentet fra EUR-Lex: <a href="https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R05655">https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017R05655</a> April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the

### Rettspraksis

C-911/19, 2021	<i>Judgment of the court (Grand Chamber) 15. July 2021</i> Hentet fra InfoCuria Case-law: <a href="https://curia.europa.eu/juris/liste.jsf?num=C-911/19">https://curia.europa.eu/juris/liste.jsf?num=C-911/19</a>
----------------	---

### **9.3 Databaser**

French	French, K. R. <i>Fama French Forum - Current Research Returns</i> Hentet fra Kenneth R. French: <a href="https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html">https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html</a>
Refinitiv Eikon.	<i>Refinitiv Eikon</i> Hentet fra Refinitiv: <a href="https://www.refinitiv.com/en#">https://www.refinitiv.com/en#</a>
Wharton University of Pennsylvania	<i>Wharton Research Data Services</i> Hentet fra WRDS: <a href="https://wrds-www.wharton.upenn.edu/">https://wrds-www.wharton.upenn.edu/</a>
Zephyr	<i>Zephyr - Comprehensive deal data with integrated, detailed company information</i> Hentet fra Bureau Van Dijk: <a href="https://www.bvdinfo.com/en-us/our-products/data/greenfield-investment-and-ma/zephyr">https://www.bvdinfo.com/en-us/our-products/data/greenfield-investment-and-ma/zephyr</a>

## 9.4 Litteraturliste

Aarli & Mæle, 2018	Ragna Aarli & Synne Sæther Mæle (2018). <i>Juridisk metode i et nøtteskall</i> . Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.
Aase & Fossan-Waage, 2021	Stine Seljeseth Aase & Per Fossan-Waage (23. September 2021). <i>SPAC - En raskere vei til børsnotering?</i> Hentet fra PwC: <a href="https://blogg.pwc.no/finansbloggen/spac-en-raskere-vei-til-b%C3%B8rsnotering">https://blogg.pwc.no/finansbloggen/spac-en-raskere-vei-til-b%C3%B8rsnotering</a>
AFM, (u.å)	AFM. <i>Frequently asked questions – SPACs</i> . Hentet 29. Juni 2022 fra: <a href="https://www.afm.nl/en/professionals/veelgestelde-vragen/spacs">https://www.afm.nl/en/professionals/veelgestelde-vragen/spacs</a>
AFME, 2022	AFME (Mars 2022) <i>European SPACs: Guide to Regulatory Obligations</i> . Hentet fra AFME/Finance for Europe: <a href="https://www.afme.eu/Publications/Reports/Details/detail/European-SPACs-Guide-to-Regulatory-Obligations">https://www.afme.eu/Publications/Reports/Details/detail/European-SPACs-Guide-to-Regulatory-Obligations</a>
AFME (u.å).	AFME. <i>Introducing AFME</i> . Hentet 20. Mai 2022 fra AFME/Finance for Europe: <a href="https://www.afme.eu/About-Us/Introducing-AFME">https://www.afme.eu/About-Us/Introducing-AFME</a>
Altius, 2021	Altius. (03. Juni 2021) <i>SPACS OR SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANIES - A BELGIAN PERSPECTIVE</i> . Hentet fra Altius advocaten avocats lawyers: <a href="https://www.altius.com/blog/924/spacs-or-special-purpose-acquisition-companies-a-belgian-perspective">https://www.altius.com/blog/924/spacs-or-special-purpose-acquisition-companies-a-belgian-perspective</a>
Annunziata, 2017	Filippo Annunziata (24. April 2017). <i>Doctrine: Collective Investment Undertakings in the EU: How to frame a Definition after the AIFMD</i> . Hentet fra SSRN: <a href="https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2956246">https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2956246</a>
APAC, 2021	APAC (17. Mai 2021) <i>Invitation to acquire Class A shares in Aligro Planet Acquisition Company AB (publ) and admission to trading on Nasdaq Stockholm</i> .

	Hentet fra APAC: <a href="https://en.apac.se/listing?page=2">https://en.apac.se/listing?page=2</a>
Bergo, 2021	Knut Bergo. (2021) <i>Børs- og verdipapirrett</i> . Oslo: Cappelen Damm Akademisk.
Berk & DeMarzo, 2016	Jonathan Berk & Peter DeMarzo (2016) <i>Corporate Finance - 4th Global Edition</i> . London: Pearson Education Limited.
Brunborg, 2021	Ine Brunborg (21. Juni 2021) <i>Rekordmange nordmenn har penger i fond</i> . Hentet fra E24: <a href="https://e24.no/privatoekonomi/i/2dE2kq/rekordmange-nordmenn-har-penger-i-fond">https://e24.no/privatoekonomi/i/2dE2kq/rekordmange-nordmenn-har-penger-i-fond</a>
Chen, 2021	James Chen (12. Juli 2021) <i>Blind Pool</i> . Hentet fra Investopedia: <a href="https://www.investopedia.com/terms/b/blind_pool.asp">https://www.investopedia.com/terms/b/blind_pool.asp</a>
Chen, 2021	James Chen (12. Desember 2021) <i>Undertakings Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)</i> . Hentet fra Investopedia: <a href="https://www.investopedia.com/terms/u/ucits.asp">https://www.investopedia.com/terms/u/ucits.asp</a>
Dutch Star Companies, 2018	Dutch Star Companies (12. Februar 2018) <i>DSC ONE Prospectus 12-02-2018</i> . Hentet fra DSC One: <a href="https://www.dutchstarcompanies.com/investor-library">https://www.dutchstarcompanies.com/investor-library</a>
ESMA, 2017	ESMA (09. Februar 2017) <i>NEW Q&amp;A TOOL LAUNCHED</i> . Hentet fra ESMA: <a href="https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/new-qa-tool-launched">https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/new-qa-tool-launched</a>
Europalov, u.å	Europalov. <i>AIFM-direktivet: om forvaltning av alternative investeringsfond</i> . Hentet 15. April 2022 fra Europalov: <a href="https://www.europalov.no/rettsakt/aifm-direktivet-om-forvaltning-av-alternative-investeringsfond/id-2542">https://www.europalov.no/rettsakt/aifm-direktivet-om-forvaltning-av-alternative-investeringsfond/id-2542</a>



ESMA, 2021	ESMA (15. Juli 2021) <i>Public Statement: SPACs: prospectus disclosure and investor protection considerations.</i> Hentet fra ESMA: <a href="https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-disclosure-and-investor-protection-guidance-spacs">https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-disclosure-and-investor-protection-guidance-spacs</a>
Fédération Bancaire Française, u.å	Fédération Bancaire Française, <i>About us.</i> Hentet 14. Juni 2022 fra Fédération bancaire française: <a href="https://www.fbf.fr/en/about-us/">https://www.fbf.fr/en/about-us/</a>
Finansleksikon, 2022	Finansleksikon (2022) <i>Markedseffisiens.</i> Hentet 10. Mai 2022 fra Finansleksikon: <a href="https://finansleksikon.no/finansleksikon/m/markedseffisiens">https://finansleksikon.no/finansleksikon/m/markedseffisiens</a>
Finanstilsynet, 2016	Finanstilsynet (26. Mai 2016) <i>Om Finanstilsynet.</i> Hentet fra Finanstilsynet: <a href="https://www.finanstilsynet.no/om-finanstilsynet/">https://www.finanstilsynet.no/om-finanstilsynet/</a>
Finanstilsynet, 2017	Finanstilsynet (27. Oktober 2017) <i>Alternative investeringsfond (AIF).</i> Hentet fra Finanstilsynet: <a href="https://www.finanstilsynet.no/tema/fintech/fintech-regelverk-og-konsesjon/alternative-investeringsfond-aif/">https://www.finanstilsynet.no/tema/fintech/fintech-regelverk-og-konsesjon/alternative-investeringsfond-aif/</a>
Finanstilsynet, 2017	Finanstilsynet (04. Desember 2017) <i>MiFID II / MiFIR.</i> Hentet fra Finanstilsynet: <a href="https://www.finanstilsynet.no/tema/mifid-ii--mifir/">https://www.finanstilsynet.no/tema/mifid-ii--mifir/</a>
Finanstilsynet, 2021	Finanstilsynet (03. Juni 2021) Opptak til handel av blankosjekkselskaper. Hentet fra Finanstilsynet: <a href="https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2021/uttalelse-fra-esma-om-blankosjekkselskaper-spacs-prospektinnhold-og-investorbeskyttelse/">https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2021/uttalelse-fra-esma-om-blankosjekkselskaper-spacs-prospektinnhold-og-investorbeskyttelse/</a>
Finra, u.å	Finra. <i>Regulatory Notice 08-54: Guidance on Special Purpose Acquisition Companies.</i> Hentet 05. Mars 2022, fra Finra: <a href="https://www.finra.org/rules-guidance/notices/08-54">https://www.finra.org/rules-guidance/notices/08-54</a>

Fredriksen & Mathisen, 2022	Halvård Haukland Fredriksen & Gjermund Mathisen (2022). <i>EØS-Rett 4. Utgave</i> . Bergen: Vigmostad & Bjørke AS
Gahng, R. Ritter, 2021	Minmo Gahng, Jay R. Ritter & Dhonghang Zhang (Desember 2021). SPACs. Florida: University of Florida. Hentet fra SSRN: <a href="https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3775847">https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3775847</a>
GFJ ESG Acquisition I SE, 2021	GFJ ESG Acquisition I SE (18. Oktober 2021). <i>GFJ ESG Acquisition I SE - Prospectus 18 October 2021</i> . Hentet fra GFJ ESG Acquisition I SE: <a href="https://gfj-esg.com/websites/gfj/English/1200/listing-documentation.html">https://gfj-esg.com/websites/gfj/English/1200/listing-documentation.html</a>
Gritstone Asset Management, 2021	Gritstone Asset Management. <i>Gritstone SPAC Market Dashboard</i> . Hentet 17. Mars 2022, fra Gritstone Asset Management: <a href="https://www.gritstoneam.com/spacdata">https://www.gritstoneam.com/spacdata</a>
Hammerich, Jøtun, Heistad & Svendsby, 2021	Peter Hammerich, Camilla Jøtun, Markus Heistad & Vibeke K. Svendsby (07. Juli 2021). <i>Kapitalforvaltning: SPACs - er det fond i Norge?</i> Hentet fra BÅHR: <a href="https://bahr.no/newsletter/kapitalforvaltning-spacs-er-det-fond-i-norge">https://bahr.no/newsletter/kapitalforvaltning-spacs-er-det-fond-i-norge</a>
Hiltzik, 2021	Michael Hiltzik (02. Mars 2021). <i>Column: Wall Street's love affair with 'blank check' investments won't end happily</i> . Hentet fra Los Angeles Times: <a href="https://www.latimes.com/business/story/2021-03-02/blank-check-funds-spacs">https://www.latimes.com/business/story/2021-03-02/blank-check-funds-spacs</a>
Hveem, 2020	Dag Jørgen Hveem (2020) <i>Bankers rådgivningsansvar overfor forbrukere – aktsomhetsnormen</i> . Bergen: Unversitetet i Bergen
I2PO, 2021	I2PO (14. Juli 2021). <i>Investor relations</i> . Hentet fra I2PO: <a href="https://i2po.com/investor-relations">https://i2po.com/investor-relations</a>

Investopedia, 2020	Investopedia (2. November 2020). <i>PIPE Deal: What Is a PIPE Deal?</i> Hentet fra Investopedia: <a href="https://www.investopedia.com/terms/p/pipe-deal.asp">https://www.investopedia.com/terms/p/pipe-deal.asp</a>
Kjeldsberg, 2011	Carl F. Kjeldsberg (15. Desember 2011). <i>Hvor finner du rettskilder på Internett?</i> Hentet fra Jusstorget: <a href="https://www.jusstorget.no/hvor-finner-du-rettskilder-pa-internett/">https://www.jusstorget.no/hvor-finner-du-rettskilder-pa-internett/</a>
Kjelland, 2021	Morten Kjelland (04. Mai 2021) Hard law vs. Soft law. Hentet fra UiO, Institutt for offentlig rett: <a href="https://www.jus.uio.no/ior/personer/vit/perkje/Helserettsbok/2.2%20Hard%20law%20vs.%20soft%20law">https://www.jus.uio.no/ior/personer/vit/perkje/Helserettsbok/2.2%20Hard%20law%20vs.%20soft%20law</a>
Klausner, Ohlrogge, & Ruan, 2021	Michael Klausner, Michael Ohlrogge & Emily Ruan (20. Desember 2021). A Sober Look at SPACs. European Corporate Governance Institute. Hentet fra SSRN: <a href="https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3720919">https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3720919</a>
Lamont, 2021	Duncan Lamont (2021, Mars 03) <i>The pros, cons and incentives behind the SPAC-craze sweeping markets.</i> Hentet fra Schroders: <a href="https://www.schroders.com/en/us/insights/equities/the-pros-cons-and-incentives-behind-the-spac-craze-sweeping-markets/?fbclid=IwAR2BkFnyfJfToflAahT_ZXXS1d6hvP_oqZQqjvubmVqCnGRk3hSU6xeUftuM">https://www.schroders.com/en/us/insights/equities/the-pros-cons-and-incentives-behind-the-spac-craze-sweeping-markets/?fbclid=IwAR2BkFnyfJfToflAahT_ZXXS1d6hvP_oqZQqjvubmVqCnGRk3hSU6xeUftuM</a>
Mackintosh, 2022	Phil Mackintosh (06. Januar 2022). <i>A Record Pace For SPACs in 2021.</i> Hentet fra Nasdaq: <a href="https://www.nasdaq.com/articles/a-record-pace-for-spacs-in-2021">https://www.nasdaq.com/articles/a-record-pace-for-spacs-in-2021</a>
SEC, 2017	SEC (09. Januar 2017). <i>Filings &amp; Forms.</i> Hentet fra SEC: <a href="https://www.sec.gov/edgar.shtml">https://www.sec.gov/edgar.shtml</a>
SEC, 2021	SEC (25. Mai 2021). <i>What You Need to Know About SPACs – Updated Investor Bulletin.</i>

	Hentet fra SEC: <a href="https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/what-you-need-know-about-spacs-investor-bulletin">https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/what-you-need-know-about-spacs-investor-bulletin</a>
Sejersted, Arnesen, Rognstad, Foyn & Kolstad, 2011	Fredrik Sejersted, Finn Arnesen, Ole-Andreas Rognstad & Olav Kollstad (2011). <i>EØS-Rett 3. Utgave</i> . Oslo: Universitetsforlaget.
Stemsrud, 2016	Odd Stemsrud (2016). <i>EØS-rett i et nøtteskall</i> . Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.
White & Case, 2022	White & Case (Januar 2022). <i>European SPAC &amp; De-SPAC: Data &amp; Statistic roundup</i> . Hentet fra White & Case: <a href="https://www.whitecase.com/publications/insight/european-spacs-data-hub">https://www.whitecase.com/publications/insight/european-spacs-data-hub</a>
Young, 2021	Julie Young (16. Oktober 2021). <i>Special Purpose Acquisition Company (SPAC)</i> . Hentet fra Investopedia: <a href="https://www.investopedia.com/terms/s/spac.asp">https://www.investopedia.com/terms/s/spac.asp</a>
Zetzsche, 2022	Dirk Zetzsche (2020) <i>The Alternative Investment Fund Managers Directive</i> . Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International B.V.